

Sistemik Riskler ve Sermaye Yapısı: Turizm Sektörü Üzerine Bir Uygulama¹

Aziz Kaldırım²

Bilal Akkaynak³

Özet

Sermaye yapısı bir işletmede borç ve öz kaynak bileşimini ifade eder. İşletmelerin finansman kararlarının özünü oluşturmaktadır. Bu bakımdan işletmelerin ticari faaliyetlerine başlayabilmeleri ve faaliyetlerini sürdürebilmeleri adına titizlikle yönetilmesi gerekir. Finans yazınında son yüzyılda sıklıkla çalışılan ve her dönem önemini koruyan bir konudur. Bu çalışmanın amacı belirsizlik ortamında turizm sektörünün sermaye yapısı belirleyicilerinin değişkenliğinin belirlenmesidir. Çalışmada belirsizlik dönemi olarak Covid-19 pandemisinin yaşandığı dönem kullanılmıştır. Uygulama bölümünde Türkiye’de BİST’e kayıtlı turizm işletmelerinin sermaye yapılarının pandemi döneminde nasıl değişkenlik gösterdiği araştırılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak Kısa vadeli borç/toplam kaynak, toplam borç/toplam kaynak, uzun vadeli borç/toplam kaynak ve öz kaynak/toplam kaynak değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmada bağımsız değişken olarak net kar/toplam öz kaynak, dönen varlıklar/kısa vadeli borç, net işletme sermayesi, dönen varlıklar/duran varlıklar, satılan malın maliyeti/stoklar, satılan malın maliyeti/net satışlar, net satışlar/ticari alacaklar, faaliyet giderleri/net satışlar ve net kar/toplam aktif değişkenleri kullanılmıştır. Pandemi dönemi ise kukla değişken ile temsil edilerek modele dahil edilmiştir. Araştırma sonucunda pandemi kısa vadeli yabancı kaynak ile negatif ilişkili iken uzun vadeli borç ve öz sermaye ile pozitif ilişkilidir. Yani pandemi döneminde işletmeler uzun vadeli borçlanmaya ve özkaynak ile finansmana yönelmişlerdir. Kısa vadeli borç kullanımında ise azalma eğilimi gözlenmiştir.

- 1 Bu çalışma EBYÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü tarafından kabul edilen “Sistemik Riskler ve Sermaye Yapısı: Turizm Sektörü Üzerine Bir Uygulama” başlıklı yüksek lisans tezinden türetilmiştir.
- 2 EBYÜ SBE İşletme ABD Tezli Yüksek Lisans Öğrencisi, kaldirim.aziz@gmail.com, 0009-0002-2986-9829
- 3 Doç. Dr., EBYÜ İİBF İşletme Bölümü, bakkaynak@erzincan.edu.tr, 0000-0003-1300-2112

1. Sermaye Yapısı ve Sermaye Yapısı Teorileri

1.1. Sermaye Yapısı Unsurları

Sermaye yapısı, bir işletme bilançosunda yer alan borç ve öz sermaye bileşimini ifade eder. Borç, yabancı kaynak olarak öz sermaye ise öz kaynak olarak da ifade edilmektedir. İşletmenin kuruluşu, faaliyetlerini devam ettirebilmesi ve yatırımlarını finanse edebilmesi için gerekli olan sermaye, işletme bilançosunun pasif tarafında yer almaktadır. İşletme finansman ihtiyaçlarını karşılariken maliyeti minimum edecek bir sermaye yapısı bileşeni tercih etmeye yönelecektir. Finansman araçlarından yabancı kaynak, işletme dışından elde edilebilen bir kaynak iken, öz kaynak işletme içinden elde edilebileceği gibi işletme dışından da elde edilebilir. Sermaye yapısı, yabancı kaynak ve öz sermaye olarak ikiye ayrılmakla beraber yabancı kaynaklar; tahvil-bono, banka kredileri, leasing sözleşmeleri, satıcı kredileri ve forfaitig-factoring işlemleri şeklinde detaylanmaktadır. Öz sermaye ise hisse senetleri ve oto finansman olarak detaylanmaktadır. Hem yabancı kaynakları hem de öz sermayeyi oluşturan alt bileşenler kendi işlerinde oldukça detayları ve farklı türleri bulunmaktadır (Grinblat ve Titman, 2001: 5)

Öz sermaye firmaların kuruluş aşamasında kanuni olarak, işletme sahip veya hissedarlarınca sağlanmak zorunda olunan ilk kaynaktır. İşletme, faaliyetlerine bu kaynak ile başlar. İşletmeler faaliyetlerine başlamalarının sonrasında fon ihtiyacı gereksiniminde bulunurlarsa, öz sermaye ile finansman, yabancı kaynak ile finansman ve öz sermaye ile finansman olarak ifade edilebilecek iki temel kaynak temini yöntemlerinden birisidir. İşletmeler öz sermaye ile finansman da yasal şekil ve şartlarına uygun bir şekilde, işletmeye yeni ortak alarak kaynak ihtiyaçlarını giderebilirler. Ya da ortaklar sermaye artırımını kararı alarak işletmenin finansman ihtiyacını karşılarlar. İşletmelerin öz sermaye ile finansmanda tercih edebilecekleri bir diğer yöntem ise oto finansmandır. Oto finansman işletmenin faaliyetleri sonucu elde ettiği karın hissedarlara dağıtılmayıp işletme bünyesinde tutulmasıdır. Bu yöntem de işletmenin ihtiyaç duyduğu finansmanın işletme içinden sağlanması sebebiyle içsel finans olarak adlandırılır (Akgüç, 1998: 753). Yabancı kaynaklar, hisse senedi ve oto finansman kaynaklarının işletmenin finansman ihtiyaçlarını karşılamaması durumunda, tercih edilebilen bir finansman kaynağıdır. İşletme, önceden belirlenmiş birtakım yükümlülükleri kabul ederek, finansal ihtiyacını karşılamak amacıyla yabancı kaynak kullanır. Vadesi geldiğinde ise faizi ve anaparayı finansöre teslim eder. Yabancı kaynaklar, işletmeye dışarıdan fon sağlaması sebebiyle dışsal bir kaynak türüdür (Grinblat ve Titman, 2001: 30);

1.2. Sermaye Yapısı Teorileri

Sermaye yapısı teorileri klasik sermaye yapısı teorileri ve modern sermaye yapısı teorileri olmak üzere iki ana başlıkta gruplanmaktadır. Klasik sermaye yapısı teorileri tabancı kaynak ve öz kaynak bileşenleri arasında dağılımın nasıl olması gerektiği üzerine yoğunlaşırken, modern sermaye yapısı teorileri yabancı kaynak ve öz kaynak bileşenlerinin etkilendikleri unsurları ortaya koymayı amaçlamaktadır.

1.2.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri

İşletme bilançolarında yabancı kaynak ve öz kaynak bileşenleri arasındaki dağılımın nasıl olması gerektiği üzerine yoğunlaşan bu teori çıkarımlarını birtakım varsayımlar üzerine inşa etmektedir. Verginin olmaması, yabancı kaynak ve öz kaynak değişimleri ani olarak gerçekleşirken masrafların olmaması, işletmelerin temettü ödemelerini düzenli olarak gerçekleştirmeleri ve işletmelerin risklerinin farklı yatırım alternatifleri karşısında değişmemesi temel varsayımlardır (Van Horne, 1971: 201).

1.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı işletme bilançolarında yabancı kaynak ve öz kaynak bileşenleri arasındaki dağılımın işletme değeri üzerinde bir etkisinin bulunduğunu öne sürmektedir. Teori işletme sermayesine ilişkin gereksinimin bilindiği ve değişmediği, yabancı kaynak maliyetinin öz sermaye maliyetinden düşük olduğu ve bu maliyetlerin değişmediği gibi sıralanabilecek temel varsayımlar üzerine inşa edilmiştir (Durand, 1952: 217).

Durand'ın net gelir yaklaşımında sermaye yapısında borç kullanımının artması işletmenin piyasa değerini uzun vadede artırmaktadır. İşletmelerin piyasa değeri hisse senetleri ve borçların piyasa değerlerinin toplamıdır. İşletme daha düşük maliyetli olan borçlanma ile finansman yolunu tercih ettiğinde ödeyeceği faiz miktarı artacak ve net geliri azalacaktır. Bu durum hisse senetlerinin piyasa değerinde bir miktar düşüşe sebebiyet verecektir. Ancak borçla finansman neticesinde kullanılan borç miktarının artması borçların piyasa değerini artıracaktır. Durand'ın yaklaşımına göre, borçların piyasa değerindeki artış hisse senetlerinin piyasa değerindeki düşüşten fazla olacaktır. Bu durum işletme piyasa değerinin artması ile neticelenecektir. Durand'ın Net gelir yaklaşımı teorisinin en önemli özelliği, bir işletmenin sermaye maliyetini sürekli düşürebilmesine ve borç fonlarının kullanımıyla toplam değerlemesini artırabilmesine olanak sağlamasıdır. Buna göre Net gelir yaklaşımında optimal bir sermaye yapısına ulaşma ihtiyacı söz konusu değildir (Aydın vd., 2010: 285)

1.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımı da David Durand tarafından geliştirilmiştir. Bu yaklaşım işletmelerin piyasa değerlerinin sermaye yapılarından etkilenmediğini savunmaktadır. Yani yabancı kaynak ve öz kaynak değişimleri işletme piyasa değerini etkilememektedir. Bu yaklaşıma göre işletme piyasa değeri yabancı kaynak öz kaynak kullanımından bağımsız bir iskonto oranı yardımı ile hesaplanmaktadır. İskonto oranı olarak kullanılacak değer gelirin (işletmenin gelecek dönemde sağlayacağı nakit akışları) bugünkü değere oranlanması ile belirlenmektedir (Arnold, 2012: 789).

1.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımlarının bir karmasıdır. Bu yaklaşımda yabancı kaynak kullanımının belirli bir seviyeye kadar artırılmasının işletme piyasa değerini artıracakğı belirli bir noktadan sonra ise yabancı kaynak kullanımının işletmeye faydadan çok zarar sağlayacakğı savunulmaktadır. Zira belirli bir seviyeden sonra kullanılacak ek yabancı kaynaklar işletmenin iflas riskini artıracakğı için borçlanma maliyeti de artacak ve avantajlı durum dezavantajlı duruma dönüşebilecektir. Buna göre geleneksel yaklaşım işletme değerinin maksimum olduğı optimal bir sermaye yapısı bileşeninin olduğunu savunmaktadır (Balachandran vd., 2001: 141; Paramasivan ve Subramanian, 2008: 51).

1.2.1.4. Modigliani Miller Yaklaşımı

1958 yılında Franco Modigliani ve Merton Miller (MM) isimli araştırmacılar tarafından öne sürölmüş bir yaklaşımdır. MM işletme piyasa değerinin borç öz sermaye oranından bağımsız olduğunu ileri sürmektedir. Bu bakımdan net faaliyet geliri yaklaşımına benzemektedir. Sermaye piyasalarının tam ve kusursuz işlemesi, piyasalarda tam rekabet koşullarının geçerli olması, bilgi akışını sorunsuz olması, kurumlar vergisinin olmaması, iflas maliyetlerinin bulunmaması, işletmelerin benzer risk kategorisinde bulunması yöntemin temel varsayımlarındandır. Ayrıca işletmelerin gelecek dönemde elde etmeyi beledikleri faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımları aynıdır. Ve bu gelecek dönemde elde edilmesi umulan faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımları cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımlarına eşittir. MM yaklaşımında işletme piyasa değeri işletmenin gelecek dönemde sağlayacakğı gelirin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine oranlanması ile belirlenir. 1963 yılında MM modele vergi değişkenini eklemişler ve teorilerini güncellemişlerdir. Buna göre işletmelerin ödedikleri faiz giderlerini vergi matrahlarından düşürebileceklerini ancak işletme ortaklarına ödenen kar paylarının gider olarak gösterilemeyeceğini ifade etmişlerdir. Böylesi bir

durumda işletmenin yabancı kaynak ile finansmanının işletmeye avantaj sağlayacaktır. Buna karşılık ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de düşecektir. Çünkü yabancı kaynak kullanımı arttıkça işletmenin finansal riski de artmaktadır (Arnold, 2012:789; Meggison ve Smart, 2008: 497; Moyer vd., 2012: 477).

1.2.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri

Modern sermaye yapısı teorileri Dengeleme teorisi, finansal sıkıntı maliyetleri teoremi, vekalet teorisi, finansal hiyerarşi teorisi, işaret teorisi ve asimetrik bilgi kuramı yaklaşımlarından oluşmakta olup sermaye yapısı olarak ifade edilen yabancı kaynak öz kaynak bileşenlerinin etkilendiği değişkenleri açıklamaya çalışan teorilerdir.

1.2.2.1. Dengeleme Teorisi

Dengeleme teorisi borç ile finansmanın sağladığı maliyet avantajını göz önüne alarak işletmelere yabancı kaynak kullanımını önerirken aynı zamanda aşırıya kaçılması durumunda ilave borçlanma maliyetlerini artırması bakımından dikkatli olunmasını önermektedir. Daha öz bir ifade ile teori borla finansmanın belirli bir dengede götürülmesini savunmaktadır (Buferna vd., 2005: 7).

Şekil 1: Dengeleme Teorisinde Kaldıracın Değer Üzerine Etkisi

Şekil 1.1'de kaldıracın işletme değeri üzerindeki etkisi dengeleme teorisinde ifade edilmiştir. Buna göre C noktası işletmenin hiç borç kullanmadığı durumdaki değerini ifade etmektedir. K doğrusu MM'e göre iflas maliyetlerinin olmadığı durumda işletme değerinin borç kullanımı ile arttığını ifade etmektedir.

Dengeleme teorisini şekil 2.1'de L parabolü ile ifade edilen eğri temsil etmektedir. Belirli bir noktaya kadar (D1) borç kullanımının sebep olduğu iflas maliyetleri görünür değildir. D1 noktasından sonra ilave borcun marjinal faydası azalış göstermektedir. D2 noktasında ilave borcun marjinal faydası maksimum düzeydedir bu noktadan sonra tercih edilecek ilave borç işletme değerine bir katkısı bulunmayacak tam aksine işletmenin değerini düşürecekler. D2 optimal sermaye yapısını ifade etmektedir. Bu nokta işletmeden işletmeye farklılık arz etmektedir. Buna göre dengeleme teorisinde işletme değeri Borçsuz işletme değeri, vergi kalkının sağladığı katma değer toplamlarından iflas ile ilgili maliyetlerden kaynaklı değer kaybının düşülmesi suretiyle bulunmaktadır (Brigham ve Ehrhardt, 2009: 613).

1.2.2.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Teoremi

Finansal sıkıntı bir işletmede nakit akışlarının nakit çıkışlarını karşılayamaması durumunda ortaya çıkabilecek ve gerekli önlemlerin alınmaması durumunda işletmeyi iflasa sürükleyebilecek bir durumdur. İşletmenin finansal yükümlülüklerini karşılayamama olasılığına düşmesi, işletmeyi, normal şartlarda işletmenin almak istemeyeceği tercihlere yönelmek durumunda bırakabilir. Finansal sıkıntı durumu işletmenin yabancı kaynak kullanımında aşırıya kaçması ile söz konusu olabilecek istenmeyen bir durumdur. Finansal sıkıntı durumunun söz konusu olması durumunda işletmenin ilave yabancı kaynak kullanım olasılığı düşerken bu olasılık gerçekleşse bile maliyetler ciddi yükselebilecektir. Finansal sıkıntı durumundan kurtulabilmek adına mevcut varlıklarının satışına yönelmeleri durumunda ise aceleci davranma stresi varlıkları olması gerekenden daha düşük bir değer ile nakde dönüştürme içgüdüsünü de tetikleyecektir. Bu bakımdan Myers işletmenin finansal sıkıntı durumu ile karşılaşmaması adına yabancı kaynak kullanımında aşırıya kaçılmamasını önermektedir (Ross vd., 2013: 526; Myers, 1984:4).

1.2.2.3. Vekalet Teorisi

Vekalet teorisi işletme yöneticileri, işletme ortakları ve işletmeye kredi sağlayan taraflar arasında meydana gelebilecek menfaate dayalı çıkar çatışmalarını açıklamaya ve bu çatışmanın meydana getirebileceği olası zararları minimize etmeye yönelik fikirler öne süren bir yaklaşımdır. Vekalet

teorisi işletme yöneticileri, işletme ortakları ve işletmeye kredi sağlayan taraflar arasında iki tür çatışmaya değinmektedir. Bunlardan birincisi işletme yöneticileri ve işletme ortakları arasında meydana gelebilecek bir çatışmadır. İşletme yöneticileri sorumlulukları gereği işletmenin piyasa değerini artırmaya yönelik çabalar içinde yer almak ile yükümlü iken işletme karının paylaşılması hususunda sorumluluklarına ter bir ilişki içindedirler. Yani başarısız olmaları durumunda yönetici bunun etkilerini bireysel olarak hissedecektir. Bu nedenle işletme yöneticileri riskli projelere kayıp olasılığının fazlalığı nedeni ile dahil olmak istemezler zira olumlu sonuçlansa bile işletme kazanımı ekstra risk üstleniminin bir ödülü olarak yönetici ile paylaşılmaz. Teorinin öne sürdüğü ikinci tür çatışma ise işletmeye kredi sağlayan taraflar ile işletme ortakları arasındadır. İşletmeye kredi sağlayanlar vade sonunda anaparanın üzerinde bir ödeme planı karşılığında bu kaynağı sağlarlar. İşletmenin ilave borç ile gerçekleştirdiği yatırımın olumlu sonuçlanması durumunda işletme ortakları tüm kazanımları kendi taraflarına çekerken olası bir kayıp ve iflas durumunda işletmeye kredi veren taraf alacağını tahsil edememe riski ile karşılaşabilmektedir. Bu belirsizlikler ve doğurabileceği çıkar çatışmalarını azaltmak adına vekalet teorisi taraflara dengeli bir politika izlenmesini önermektedir (Haris ve Raviv, 1991: 301; Sayılğan vd. 2006:6).

1.2.2.4. Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Finansman hiyerarşisi teorisi işletmelere kaynak kullanımı bakımından bir sıra önermektedir. 1961 yılında Donaldson tarafından öne sürülmüştür. Donaldson'a göre işletmeler öncelikle otofinansman gibi içsel kaynaklara yönelmeli daha sonra ihtiyaç halinde yabancı kaynak kullanımına yönelmelidirler (Yiğit, 2016: 52). Myers ve Majluf gibi araştırmacılar ise Donaldson'a ek olarak bilgi ve işlem maliyetleri bakımından daha düşük maliyete sahip olan kaynakların tercih edilmesi gerektiğini savunmuşlardır. Örneğin oto finansmanın yetersiz kalması durumunda işletmeler yabancı kaynak kullanımlarını teminatsız borçlanarak yüksek finansman maliyetine katlanmaktansa teminatlı borçlanarak daha uygun borçlanma alternatifine yönelmelidirler. Benzer şekilde işlem maliyeti daha düşük olan kaynak terci edilmelidirler (Frank ve Goyal, 2003:219).

1.2.2.5. İşaret Teorisi

Simetrik bilgi işletme sahiplerinin, işletmeye kredi verecek olan tarafların ve işletme yöneticilerinin tamamının eşit bilgiye doğru ve eş zamanda ulaştıkları varsayımdır. Asimetrik bilgi ise bu eşitliği sağlayan dengenin herhangi bir yerinde meydana gelen aksamadır (Ross, 1977: 1). İşletme sahipleri her ne kadar işletme ile ilgili birtakım bilgileri işletmeye kredi

verecek olan taraflar ile paylaşıyor olsalar da her durumda işletmeye kredi verenlerden daha önce ve daha fazla bilgiye sahip olabilmektedirler. Böylesi bir durumda işletmeye kredi verenler işletme ile ilgili her türlü bilgiyi bir işaret ve işletme ile ilgili bir sinyal olarak yorumlamaktadırlar. Örneğin teori, işletme yöneticilerinin işlerini kaybetmeme içgüdüsünden hareketle işletmeyi finansal sıkıntı içine sokacak bir borçlanma içine yönelmeyeceği, borç ile finansmana yönelen işletmenin olumlu bir durumda olacağı varsayımı ile borçla finansmana yönelen işletmenin borçlanma duyurusunun ise işletme ile ilgili olumlu bir durum işareti olarak yorumlanması gerektiğini savunur (Leland ve Pyle, 1977: 371; Ross, 1977: 23).

1.2.2.6. Asimetrik Bilgi Kuramı

Asimetrik bilgi işletme sahiplerinin, işletmeye kredi verecek olan tarafların ve işletme yöneticilerinin tamamının eşit bilgiye doğru ve eş zamanda ulaşmadıkları varsayımıdır. Gerçekte ise simetrik bilgi dağılımı olasılığından ziyade asimetrik bilgi dağılımı olasılığı daha yüksektir. Myers ve Majluf (1984) hisse senedi ihracı ile finansman sağlanması durumunda yatırımcıların asimetrik bilgi gerekçesiyle hisse senetlerini olması gerekenden uzak bir biçimde fiyatlayabileceklerini ve bu bakımdan zarara uğrama olasılıklarının söz konusu olduğunu savunmaktadır. Buna göre yeni hisse senedi yatırımcıları eskilere göre daha avantajlı pozisyondadırlar çünkü oluşan cari fiyat geçmişte yatırımcılar tarafından belirlenen fiyata nazaran olması gereken piyasa fiyatına daha yakındır. Asimetrik bilgi kuramı kapsamında Myers ve Majluf öncelikle oto finansman gibi kaynakların tercih edilmesi gerekliliğini, yabancı kaynakla finansmanın ise hisse senedi gibi öz kaynak ile finansmana tercih edilmesi gerektiğini savunmaktadır. Zira yabancı kaynak ile finansmanda bilgi ve yönetim paylaşılması durumu bulunmamaktadır (Myers ve Majluf, 1984: 47).

2. Risk Kavramı ve Türleri

2.1. Risk Kavramı

Risk gelecekte olması beklenen muhtemel olayların gerçekleşmeme olasılıklarıdır. Riskin göstergesi ise standart sapmadır. Bir finansal yatırımda gerçekleşen getiri ve beklenen getiri arasındaki sapma, standart sapma ya da riske ilişkin basit bir örnek olarak verilebilir. Buradaki sapma illa ki olumsuz olarak yani gerçekleşen getirinin beklenen getirinin altında kalması olarak algılanmamalıdır. Olumlu sapmalar da olasıdır. Yani gerçekleşen getiri beklenen getirinin üzerinde de olabilir. Özetle risk geleceğin tam manasıyla bilinmemesidir. Riskli bir durumun söz konusu olabilmesi için gelecek ile

ilgili belirli durumların biliniyor ya da öngörülüyor olması gereklidir. Bu sebeple risk ölçümü geleceğe ilişkin beklentilerin olasılıklandırılması ile gerçekleştirilmektedir (Levy ve Sarnat, 1993: 216). Risk, sözlükte gelecekte beklenilmeyen durumların oluşması ve bu durumlara bağlı olarak birtakım zararların ortaya çıkması olarak ifade edilmektedir. Bir başka tanımda tehlike, kayıp, zarar ya da bir hasar oluşması olasılığı olarak ifade edilmektedir. Bu kısa, öz ve net risk tanımlarının ortak olasılığı riskin olası bir kayıp ile ilişkilendirilmesidir. Hâlbuki finans yazınında risk beklentilerden sapma olarak ifade edilmekte ve sadece kayıp ile ilişkilendirilmemektedir. Örneğin bir finansal yatırım sürecinde beklentilerin gerçekleşen değerlerden düşük olması durumu olası bir zararı yani parasal kaybı ifade ederken, beklentilerin gerçekleşen değerlerden yüksek olması durumu ise beklentilerden daha fazla kazancı ifade etmektedir (Türko, 2002: 33; Damadoran, 2002: 60).

2.2. Risk Türleri

Risk finans yazınında temelde sistematik risk ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki başlıkta incelenmektedir. Sistematik riskler kısaca sistemden kaynaklanan ve çeşitlendirme ile yönetilemeyen riskler olarak ifade edilir. Sistematik olmayan riskler ise işletmeye özgü riskler olup çeşitlendirme ile yönetilebilen riskler olarak ifade edilebilmektedir. Şekil 2’de risk türleri sistematik ve sistematik olmayan ana başlıkları altında detayları ile özetlenmektedir.

Şekil 2: Risk Türleri



Kaynak: Korkmaz ve Ceylan, 2017: 611

Şekil 2’de risk sistematik ve sistematik olmayan riskler olmak üzere gruplanmaktadır. Sistematik riskler, enflasyon riski, faiz oranı riski, kur riski, politik risk, piyasa riski ve kriz ve felaketler olarak türlere ayrılırken

sistematiik olmayan riskler; finansal risk, faaliyet riski, sektör riski ve yönetim riski olarak türlerle ayrılmaktadır.

2.2.1. Sistematiik Riskler

Sistematiik riskler çeşitlendirme ile yönetilemeyen ve sistemden kaynaklanan riskler olarak ifade edilebilir. Sistematiik riskler enflasyon riski, faiz oranı riski, kur riski, politik risk, piyasa riski ve kriz ve felaketler olarak çeşitlenmektedir.

2.2.1.1. Enflasyon Riski

Enflasyon en genel ifade ile genel fiyatlar düzeyindeki devamlı artış olarak ifade edilir. Mal ve hizmet fiyatlarının devamlı artışı ülke para biriminin alım gücünün de zaman içinde değerinin düşmesi sonucunu doğurduğundan enflasyon kavramı bir yandan mal ve hizmet fiyatları ile ilişkili iken diğer yandan da ülke para biriminin alım gücü ile ilişkili bir kavramdır (Altan vd. 2016: 207; Keleş, 2015: 32).

Riskin beklenen ve gerçekleşen değer arasındaki fark olduğundan hareketle enflasyon riski kavramı beklenen enflasyon değerinin gerçekleşen enflasyon oranından farklılık göstermesi durumu olarak ifade edilebilir. Tahminlerden sapma olması yani belirgin bir enflasyon riskinin söz konusu olması tarafların gelecek dönemde zarar etme olasılıklarını artırabilecektir. Finansal ve finansal olmayan tüm varlıklar enflasyon riskinden etkilenir. Ancak finansal varlıklar bu etkiye daha çok maruz kalmaktadır. Finansal varlıklar arasında ise tahvil ve bono gibi sabit getirili menkul kıymetler hisse senedi gibi menkul kıymetlere nazaran enflasyon riskine daha fazla maruz kalmaktadır (Usta ve Demireli, 2010: 27).

2.2.1.2. Faiz Oranı Riski

Faiz iktisat biliminde üretim faktörlerinden sermayenin üretim sürecinden aldığı pay olarak tanımlanmaktadır. Finans biliminde ise paranın kullanım hakkının devredilmesi karşılığında alınan ödül olarak tanımlanabilir. Faiz kazancı sunan yatırım araçları nispeten daha düşük riskli olmalarına karşılık faiz oranı riski olarak ifade edilen karakteristik bir riske muhataptırlar. Faiz oranı riski kısaca ile gelecek dönemde faiz oranlarının, faiz içeren yatırım araçlarının getirilerinin cari değerini düşürecek bir biçimde değişmesi olarak ifade edilebilir. Faiz oranı riski hem borç veren hem de borç alan taraf için söz konusu olmaktadır. Borç veren taraf gelecek dönem için faiz kazancını sözleşme süresi içinde sabitlerken, borç alan taraf da faiz ödemelerini sabitlemektedir. Gelecek dönemde faizlerin yükselmesi borç veren taraf için

bir olumsuzluk doğuracaktır. Çünkü elde edeceği ve sabitlediği faiz kazancı faizlerin yükselmesi nedeni ile cari faiz kazancının altında kalacaktır. Benzer şekilde borç alan taraf için ise gelecek dönemde faizlerin düşmesi borç alan taraf için olumsuzluk doğuracaktır. Çünkü sabitlediği faiz ödemeleri faizlerin düşmesinden kaynaklı olarak cari faiz borçlanma oranının üzerinde kalacaktır. Buna göre faiz oranı değişimine ilişkin risk, faiz içeren sözleşmelerin tüm taraflarını etkilemekte ancak aynı yönde etkilememektedir. Gelecek dönemde faizlerin düşme olasılığı yatırımcı açısından bir kazanım iken faiz ödeme yükümlülüğü olan taraf için ise bir kayıptır (Usta ve Demireli, 2010: 28). Faiz oranı riski, yıllar boyunca faizlerin devamlı yüksek ve oynak seyrettiği ülkelerde yönetilmesi güç bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Yüksek faiz ve volatilité piyasalara olan güveni azaltırken hisse senedi gibi yatırım araçlarına da yönelimi azaltmaktadır. Özellikle sermaye piyasalarına olan güven ve itibarı azalması ülke ekonomisini ve üretkenliğini de azaltabilmektedir (Miskin, 1992: 103).

2.2.1.3. *Kur Riski*

Kur riski ile ifade edilmek istenilen risk döviz kuru riskidir. Döviz kuru para birimlerinin karşılıklı değerleridir. Bilançolarında döviz varlık ya da yükümlülükleri bulunan taraflar döviz kuru değişiminden doğrudan etkilenmekte ve bilanço değerinin anlık değişkenlik göstermesi sonucunu doğurmaktadır. Döviz kuru riskinin en belirgin ve önemli etkisi döviz yükümlülüklerinin karşılığının belirlenmesinde yaşanan güçlüklerdir. Yükümlülük sahibinin döviz karşılığı yerli para miktarını ayarlayamamasının sonucu olarak temerrüde düşme olasılığı bulunmaktadır. Bu olasılık da ticari hayatı oldukça etkileyebilecek bir olgudur. Döviz kuru riski özellikle üretim girdileri döviz cinsine bağlı sanayi kuruluşlarının da maliyet yönetimlerini doğrudan etkileyebilmektedir. Devamlı maliyet artışı olasılığına muhatap olunması yönetilmesi güç bir belirsizlik ortamıdır (Holland, 1993: 139; Doğanay, 2016: 125).

2.2.1.4. *Politik Risk*

Politik risk ülke yönetimlerinin aldığı siyasi kararlara bağlı olarak gerçekleşen riskler olarak ifade edilebilir. Devlet yöneticilerinin istikrar olması bu riski minimize edecektir. Politik risk türleri kapsamlı olarak ülkedeki mevcut yatırımcılar ve ülkeye yatırım yapmayı planlayan potansiyel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek tüm siyasi kararlar devlet politikaları, grev ve lokavtlar, ihtilaller, zıt görüşlü hükümetlerin iktidarı, siyasi tartışma ve kavga ortamları, ırk ve mezhep çatışmaları, merkezi otoritenin kontrol gücünün kalmamasına bağlı olarak iç çatışma ortamları,

devlet yönetiminin el değıştirmesi ve savaş hali olasılıklarının tamamı politik risk türü olarak ifade edilebilmektedir (Usta, 2005: 232; Kaya vd. 2014: 76). Ancak uluslararası çeşitlendirme ile minimize edilebilecek bir risk türü olan politik risk özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen önemli bir risk türüdür. Bu bakımdan hükümetler ülkede siyasi istikrar ve güven ortamını sağlamayı öncelikli bir görev olarak üstlenmelidirler. Politik riskin etkisini gösterdiği ortamlarda özellikle yabancı sermaye girişı düşük düzeyde gerçekleşirken şirket faaliyetleri zayıflar ve bunlara bağılı olarak da ekonomik büyüme hızı düşer (Kaya vd. 2014: 76).

Kriz ve felaketler, finansal çeşitlendirme ile yönetilemeyecek sistematiik risklerdendir. Birçok kaynakta politik risk başlığı altında ele alınırken bazı kaynaklarda ayrı bir risk türü olarak da ele alınabilmektedir. Kriz ve felaketler ile yaşanabilecek bir salgın hastalık, tüm dünya ekonomisini etkileyen büyük bir savaş ya da ülke ekonomisini büyük düzeyde etkileyebilecek deprem gibi felaketler kast edilmektedir. Özellikle son yıllarda yaşanan Covid 19 pandemisi, kuş gribi, Ortadoğu'da ve Ukrayna-Rusya arasında yaşanan savaş gibi felaketler dünya ekonomisini derinden etkilemiş ve etkilemeye devam etmektedir. Böylesi bir felaketi önceden öngörüp hazırlıklı olabilmek ve riskleri yönetebilmek pek olası değildir. Ancak risk gerçekleşmeye başladıktan sonra aksiyon alınabilir.

2.2.1.5. Piyasa Riski

Piyasa riski, finansal piyasaların yatırımcı ya da ilişkili taraflarına büyük kayıplar yol açması olasılığıdır. Bu kayıp olasılığı bazı durumlarda belirli bir neden ile gerçekleşirken bazı durumlarda ise belirlenemeyen bir neden ile gerçekleşebilmektedir. Piyasalarda gerçekleşen ve öngörülemeyen yüksek düzeyde fiyat düşüşleri büyük kayıplara yol açabilmektedir. Bu durum yatırımcıların finansal piyasalara olan güvenini sarsarken özellikle yeni yatırımcıların finansal piyasalara girme istek ve şevklerini de olumsuz etkileyebilmektedir (Korkmaz vd. 2013: 25; Usta, 2005: 232).

2.2.2. Sistematiik Olmayan Riskler

Sistematiik olmayan riskler, en öz ifade ile toplam riskin sistemden bağımsız bölümü olarak ifade edilebilir. Sistematiik olmayan riskler sistemden bağımsız oldukları için işletmeye özgüdürler ve çeşitlendirme ile yönetilebilen risklerdir (Mandacı, 2003; 71). Başlıca birçok kaynakta sistematiik olmayan riskler finansal risk, faaliyet riski, sektör riski ve yönetim riski olarak detaylanmaktadır.

2.2.2.1. Finansal Risk

Finansal risk en öz ifade ile işletmelerin finansal yükümlülüklerini karşılamada güçlük çekme olasılığı olarak ifade edilebilir (Gökbel, 2003: 7). İşletmelerin finansal risk olasılıklarının belirli birtakım göstergeleri vardır. Bu göstergeler yabancı kaynak oranının artması, nakit akış problemlerinin yaşanması, likidite oranlarının sektör ortalamasının altında kalması, karlılık oranlarında düşüş, işletme satışlarında aşırı dalgalanma, maliyetlerin aşırı yükselmesi, stok ve alacak devir hızlarında düşüş yaşanması ve kredi ödemelerinde zorluklar yaşanması olarak sıralanabilir. Bu göstergelerin hepsi önemli ve birbiri ile ilişkilidir. Ancak borçlanma düzeyindeki artış gelecek dönemde yükümlülükleri artırması bakımından en önemlisidir. Böylesi bir durumda işletme finansal ihtiyacını borçlanma dışında bir seçenekle yönetmeli ve gelecek dönemlerini rahatlanma yoluna gitmelidir (Üstünel, 2000: 5).

2.2.2.2. Faaliyet Riski

İşletme bilançolarının aktif bölümü dönen ve duran varlıklardan oluşmaktadır. Bilançonun varlık kısmı aslında kaynakların nereye yatırıldığını özetlemektedir. Dönen varlıklarda yer alan bakiyeler işletmenin iş döngüsünü sağlayabilmesi için gerekli varlıklar olup en geç bir yıl içinde nakde dönüştürülebilecek varlıklar olarak planlanır. Buna karşılık duran varlıklar ise işletmenin, özellikle sanayi işletmelerinin, ana faaliyet konusunu oluşturan yatırımlarını özetlemektedir. Dolayısıyla işletme faaliyetlerinin kısa vadeli kayıtları dönen varlıklarda uzun vadeli kayıtları ise duran varlıklarda yer almaktadır. Özellikle uzun vadeli finansman kaynakları ve öz kaynakların kullanımı ile gerçekleştirilen sabit yatırımların toplam varlıklar içindeki payı işletmenin faaliyet riski ile ilişkilidir ve toplam varlıklar içinde sabit varlıkların payının artması işletme faaliyet riskini artırmaktadır. Sabit varlıkların çok olması sabit maliyetlerin de çok olması sonucunu doğurmakta, maliyetlerin artması ise başa baş noktasını da yukarı çekmektedir. Diğer taraftan da sabit varlıkların çok olması işletme faaliyet kaldırıcı derecesini de artıracaktır. İşletmelerin faaliyet kaldırıcı derecelerinin çokluğu ise işletme faaliyet karının satışlardaki değişime duyarlılığını artırmaktadır. Dolayısıyla satışlardaki anlık bir düşüş işletmenin faaliyet riskini doğrudan etkileyebilmektedir (Sevinç, 2007: 11; Mızak 2017: 6).

2.2.2.3. Sektör Riski

Sektör riski aynı iş kolunda faaliyet gösteren işletmelerin maruz kalabilecekleri ortak risk olarak ifade edilebilir. Sektör riski sektörün genelinin muhatap olduğu bir hukuki düzenleme, sektörde yaşanan

yaygın bir grev, tüketici tercihlerinin değışkenlik göstermesi, teknolojik değışimler, sektöre özgü hammadde tedarik zorlukları, mevsimsel bir etki ya da dışsal bir rekabet sebebi ile de ortaya çıkabilir. Sektör riski işletme satışları ve nakit akışı üzerinde olumsuz etki bırakabilecek risklerdir. Sektör riski sektöre özgü olması sebebi ile riskin gerçekleşmesi durumunda sadece ilişkili sektör işletmelerini etkilemektedir. Böylesi riskler, işletme karlılığını ve hisse senedinin piyasa değerini etkilemektedir. Bu noktada yatırımcılar yatırımlarını yönlendirirken yani portföylerini yönetirken işletmelerin ilişkili olduğu sektöre ilişkin değışim ve gelişimleri de takip etmelidirler (Taner ve Akkaya, 2009: 182; Korkmaz vd. 2013: 28).

2.2.2.4. Yönetim Riski

Yönetim riski, işletme yöneticilerinin yönetsel kararlarında alacağı hatalı davranışları ile ilgilidir. Dolayısıyla yönetim riski doğrudan işletme içi dinamikler ile ilgili olup işletme yöneticilerinin alacağı yanlış kararlardan kaynaklı yaşanabilecek kayıpların gerçekleşme olasılığıdır. Yönetim riskinin ortaya çıkmasının temel gerekçeleri işletme yöneticilerinin kararsızlık, tecrübesizlik, etik olmayan kararlar alması, eğitimsizlik ve kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmemesi gibi sıralanabilecek nedenleri vardır. Özellikle kurumsal yönetim ilkelerine uyumlu olan işletmelerde yönetim riskinin gerçekleşme olasılığının daha düşük olması beklenir. Bu noktada güçlü kurumsal yönetim anlayışına hâkim olunması, etik kurallara özen gösterilmesi, şeffaflık ilkesinin benimsenmesi, risk yönetimine özen gösterilmesi iç ve dış denetim faaliyetlerine önem verilmesi ve yönetim kadrosunun alanında yetkin kişilerden oluşturulması olası yönetim risklerini minimize edecektir. Yönetim riski işletmenin kendisini etkileyebileceği gibi mevcut ve muhtemel yatırımcılarını, çalışanlarını, müşterilerini ve kamuyu etkilemektedir. Özellikle yatırımcılar açısından bakıldığında yönetim riski hisse senedi yatırımcılarını tahvil yatırımcılarını etkilediğinden daha fazla etkilemektedir (Ural, 2010: 38, Çav, 2011: 11).

3. Amaç, Yöntem ve Bulgular

Sermaye yapısı işletme faaliyetinin temelini oluşturmaktadır. Zira tüm işletme faaliyetleri belirli bir kaynak ihtiyacı ile gerçekleştirilmektedir. İhtiyaç duyulan kaynakların temin edilebilmesi ve bu ilişkilerin optimum maliyet ile yönetilebilmesi için sermaye yapısının sağlıklı bir alt yapıda olması gerekmektedir. İşletmeler faaliyet yaşam döngüleri içinde devamlı olarak normal ekonomik koşullar altında faaliyet yürütmezler bazı durumlarda ekonomik, siyasi ya da daha farklı bir durumdan kaynaklı olarak piyasa şartları normal koşullarda olmayabilir. Son yıllarda tüm dünyayı etkisi altına alan

Covid-19 pandemisi de bahsedilen normal olmayan koşullara verilebilecek örneklerdendir. İşte bu noktada belirsizlik ortamında sermaye yapısı değişkenlerinin nasıl reaksiyon verdiği normal ortama göre değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin nasıl değiştiği ve belirsizliğin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin bilinmesi oldukça önem arz etmektedir. Bu çalışma ile belirsizlik ortamında sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenlerin belirlenmesi ve ilişkili oldukları sermaye yapısı teorilerinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır.

Çalışmanın uygulama örnekleme turizm sektörü olarak belirlenmiştir. Turizm sektörü Türkiye ekonomisi için oldukça önemli bir sektördür. Türkiye’de turizm gelirleri GSMH’nın %5,5’nini oluşturmaktadır. Toplam ihracat gelirleri bakımından incelendiğinde turizm gelirleri toplam ihracat gelirlerinin %24,5’luk kısmını oluşturmaktadır. Türkiye turizmden elde ettiği gelir bakımından dünyada 6. sırada yer almaktadır. Toplam istihdamın %2,9’luk kısmı turizm sektöründe istihdam edilirken sektörde istihdam edilen kişi sayısı yaklaşık 890 bin kişidir. Özetle sektör Türkiye ekonomisi için önemli bir konuma sahiptir. Bu nedenle çalışmanın uygulama örnekleme turizm sektöründe faaliyet gösteren ve borsaya kayıtlı işletmeler özelinde belirlenmiştir. Bu kapsamda uygulamanın kapsamı 2009 ve 2022 yılları arasında borsaya kayıtlı 9 turizm işletmesi ile sınırlıdır. Veriler 3’er aylık yani çeyrek dönemlik finansal tablolardan tasnif edilmiştir. BİST’ kayıtlı turizm işletmelerinin 2009 ve 2022 yılları aralığında kamuoyuna açıkladıkları bağımsız denetimden geçmiş finansal raporlarından tasnif edilmiş ve analizde bağımlı ve bağımsız değişkenler olarak kullanılmış değişkenlerin Tablo 1 listelenmektedir.

Tablo 1: Analizde Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Değişken Türü	Değişkenler	Kısaltma
Bağımlı Değişkenler	Kısa Vadeli Borçlar/ Toplam Kaynak	KVB/TK
	Toplam Borç / Toplam Kaynak	TB/TK
	Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Kaynak	UVB/TK
	Öz Kaynak / Toplam Kaynak	ÖK/TK
Kukla Değişken	Pandemi	P
Bağımsız Değişkenler	Net kar/Toplam Öz kaynak	NK/ÖK
	Dönen Varlıklar/ Kısa Vadeli Borç	DV/KVB
	Dönen Varlıklar- Kısa Vadeli Borç	NIŞ
	Dönen Varlıklar/ Duran Varlıklar	DöV/DuV
	Satılan Malın Maliyeti / Stoklar	SMM/S
	Satılan Malın Maliyeti / Net satışlar	SMM/NS
	Net Satışlar /Ticari Alacaklar	NS/TİA
	Faaliyet Giderleri/ Net Satışlar	FG/NS
	Net Kar/ Toplam Aktif	NK/TA

Tablo 1’de yer alan 4 bağımlı değişken 1 kukla değişken ve 9 bağımsız değişken ile dört model kurulmuştur. Pandeminin kukla değişken olduğu ve tüm zaman dilimini kapsayan araştırma örneklemini 2009 ve 2022 yılları aralığını kapsamakta olup veri setinde 9 birim boyutu ve 54 zaman boyutu yer almaktadır.

Uygulamanın devam eden kısımlarında değişkenlere homojenlik testi, değişkenlere ait yatay kesit bağımlılığı testi ve birim kök testleri uygulanmalıdır. Çalışmada homojenlik testi olarak Swammy S homojenlik testi, yatay kesit bağımlılığı testi olarak CD test ve birim kök testi olarak Harris Tvazalis birim kök testinin birinci kuşak ve ikinci kuşak versiyonları uygulanmıştır. Tablo 2’de modelde yer alan değişkenlere ait homojenlik, yatay kesit bağımlılığı ve birim kök testleri yer almaktadır.

Tablo 2: Değişkenlere Ait Homojenlik, Yatay Kesit Bağımlılığı ve Birim Kök Testleri

Değişkenler	Homojenlik		Yatay Kesit Bağımlılığı		Birim Kök Testi	
	Swammy s		cd test		Harris ve Tvazalis	
	coef	p val	coef	p val	coef	p val
KVB/TK	821.13	0.000	1.55	0.122	0.6298	0.000
TB/TK	1096.53	0.000	6.13	0.000	0.6849	0.000
UVB/TK	929.97	0.000	14.64	0.000	0.8377	0.000
ÖK/TK	1370.83	0.000	3.45	0.000	0.1843	0.000
NK/TA	90.97	0.000	1.37	0.170	0.1393	0.000
NK/ÖK	67.25	0.000	0.66	0.512	0.1792	0.000
DV/KVB	245.83	0.000	3.19	0.001	0.5791	0.000
NİŞ	208.82	0.000	5.31	0.000	0.8699	0.000
DöV/Du	474.81	0.000	-2.65	0.008	0.8306	0.000
SMM/S	130.41	0.000	2.54	0.000	0.5199	0.000
SMM/NS	658.38	0.000	1.75	0.080	0.1153	0.000
NS/TİA	45.42	0.000	6.23	0.000	-0.0208	0.000
FG/NS	82.17	0.000	7.72	0.000	0.1583	0.000

Tablo 2 incelendiğinde analizde kullanılan tüm değişkenlerin Swammy S homojenlik test sonuçlarının anlamlı oldukları ve değişkenlerin homojen oldukları gözlemlenmektedir. Yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına bakıldığında Kvb/Tk, Nk/Ta, ve Nk/Ök değişkenlerinin Cdlm test istatistiklerinin anlamsız olduğu gözlemlenmektedir. Buna göre bu değişkenlerin yatay kesit bağımsız olduğu diğer değişkenlerin ise yatay kesit bağımlı olduğu kabul edilmektedir. Yatay kesit bağımsız değişkenlere Harris ve Tvazalis birim kök testinin birinci kuşak versiyonu, yatay kesit bağımlı değişkenlere ise Harris ve Tvazalis birim kök testinin ikinci kuşak versiyonu uygulanmıştır. Birim kök test sonuçlarına göre tüm değişkenlerin düzeyde durağan oldukları bulgusuna ulaşılmıştır.

Tablo 3: Modellere Ait F ve LM Test Sonuçları

	F Testi	P Value	LM Testi	P Value	Sonuç
KVB/TK	71.62	0.000	0.000	1.000	Fixed
TB/TK	55.17	0.000	0.000	1.000	Fixed
UVB/TK	56.96	0.000	0.000	1.000	Fixed
ÖK/TK	39.90	0.000	0.000	1.000	Fixed

Tablo 3’de yer alan F testi sonuçlarına bakıldığında tüm sonuçların P-Val olasılık değerlerinin %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu gözlemlenmektedir. Buna göre model havuzlanmış modelden ziyade sabit etkiler modeli ile çözümlemeye uygundur. Tabloda yer alan LM test sonuçlarına bakıldığında ise sonuçlar tüm modellerin rassal etkilerden ziyade havuzlanmış modele uygun olduğu sonucunu vermektedir. Bu nedenle sabit ve rassal etkilere uygunluğun karşılaştırıldığı Hausman testine gerek duyulmaksızın tüm modellerin sabit etkiler ile çözümlenmesinin uygun olduğu belirlenmiştir. Çalışmanın devam eden kısmında modelde heterokedastite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının varlığının test edilmesi gerekmektedir.

Tablo 4: Modellere Ait Heterokedastite, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

	Heterokedastite	P Value	Otokorelasyon	Yatay Kesit Bağımlılığı	P Value
KVB/TK	15439.08	0.000	0.8550	0.8827	0.378
TB/TK	11479.39	0.000	0.6912	0.7376	0.529
UVB/TK	11162.60	0.000	0.4319	0.4831	0.706
ÖK/TK	14849.05	0.000	1.7310	1.7701	0.705

Tablo 4 incelendiğinde heterokedastite sonuçlarına göre tüm modellerde heterokedastitenin varlığı kabul edilmektedir. Otokorelasyon test sonuçlarına bakıldığında ise tüm modellere ait istatistiklerin 2 limit değerinin altında olduğu gözlemlenmekte ve buna göre tüm modellerde otokorelasyonun varlığı anlamlı kabul edilmektedir. Modellerde yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına bakıldığında ise tüm modellerin yatay kesit bağımlı olduğu kabul edilmektedir. Bu aşamada modellerde yer alan bu etkiler ya arındırılmalı ya da bu etkilerin varlığı altında tahminleme yapan dirençli bir tahminci tercih edilmelidir. Bu çalışmada bu üç etkinin varlığında tahminleme yapan Driscoll Kraay tahmincisinin kullanılması uygun bulunmuştur. Driscoll Kraay tahmincisi ile elde edilen panel regresyon sonuçları 5’de yer almaktadır.

Tablo 5: Panel Regresyon Sonuçları

Tüm Dönem	KVB/TK		TB/TK		UVB/TK		ÖK/TK	
	coef	p val	coef	p val	coef	p val	coef	p val
P	-0.0438	0.058***	0.0021	0.935	0.0460	0.0006*	0.0804	0.016**
NK/TA	-0.0431	0.667	-0.1018	0.418	-0.0587	0.368	0.2665	0.383
NK/ÖK	-0.0516	0.134	-0.0442	0.027**	0.0074	0.748	0.0177	0.171
DV/KVB	-0.1870	0.002*	-0.2225	0.21	-0.0354	0.438	0.5251	0.033**
NİŞ	-5.7510	0.000*	-3.1610	0.000*	2.5910	0.000*	3.1910	0.001*
DöV/Du	0.0002	0.132	0.0001	0.340	-0.0003	0.704	-0.0005	0.243
SMM/S	0.0002	0.004*	0.0006	0.000*	0.0004	0.000*	-0.0005	0.000*
SMM/NS	0.0006	0.473	0.0012	0.317	0.0006	0.224	0.0021	0.223
NS/TİA	2.5906	0.104	3.7206	0.149	1.1306	0.350	-0.0001	0.080***
FG/NS	0.0006	0.149	0.0042	0.000*	0.0035	0.000*	-0.0018	0.170

Tablo 5'e göre Kvb/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde Smm/S, Dv/Kvb ve Niş değişkenlerinin Kvb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde, P değişkeninin Kvb/Tk değişkeni üzerinde %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında P, Dv/Kvb ve Niş değişkenlerinin Kvb/Tk değişkeni ile negatif yönlü, Smm/s değişkeninin ise Kvb/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Tb/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde Fg/NS, Smm/S ve Niş değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde, Nk/Ök değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni üzerinde %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Nk/Ök ve Niş değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni ile negatif yönlü ilişkili, Smm/s ve Fg/NS değişkenlerinin ise Tb/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Uvb/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde P, Niş, Smm/S ve Fg/NS değişkeninin Uvb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında P, Niş, Smm/S ve Fg/NS değişkeninin Uvb/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Ök/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde Niş ve Smm/S değişkenlerinin Ök/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde, P ve Dv/Kvb değişkeninin Ök/Tk değişkeni üzerinde %5 önem düzeyinde ve Ns/Tia değişkeninin Ök/Tk değişkeni üzerinde %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Smm/S ve Ns/Tia değişkenlerinin Ök/Tk değişkeni ile negatif yönlü, P, Dv/Kvb ve Niş değişkeninin ise Ök/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Sonuç ve Öneriler

İşletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve rekabet ortamında varlıklarını devam ettirebilmeleri, etkin finansal yönetim kararları almalarına bağıldır. Bu kararların temelini ise finansman kararları oluşturur. Finansman, işletmelerin ihtiyaç duydukları kaynakların ne şekilde ne maliyetle ve hangi vadeyle temin edileceğine yönelik kararları kapsar. Bu kararların doğrudan bir sonucu olan sermaye yapısı, borç ve öz sermaye arasındaki dengenin kurulması açısından kritik öneme sahiptir. Özellikle 1950'li yıllardan itibaren finans literatüründe geniş bir yer bulan sermaye yapısı konusu, günümüzde de önemini korumaktadır.

İşletmeler yalnızca öngörülebilir ekonomik koşullarda değil, belirsizlik ve kriz dönemlerinde de sermaye yapılarını doğru yönetmek zorundadır. Bu noktada, belirsizlik ortamlarının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisinin analiz edilmesi, finansal yönetim açısından büyük önem taşır. 2020 yılında ortaya çıkan ve küresel ölçekte etkili olan Covid-19 pandemisi, işletmelerin karşı karşıya kaldığı öngörülemez krizlerden biri olarak dikkat çekmektedir. Pandeminin yarattığı ekonomik daralma, birçok sektör üzerinde olumsuz etkiler doğurmuş, ancak bazı sektörler bu kriz ortamında dahi büyüme kaydetmeyi başarmıştır. Covid 19 pandemisi, belirsizlik ortamlarında sermaye yapısı belirleyicilerinin nasıl değiştiiğinin incelenmesi bakımından çalışmanın araştırma temelini oluşturmaktadır. Bu bakımdan pandemi süreci örnek olay olarak ele alınmıştır.

Pandeminin kukla değişken olarak modele dahil edildiğı 2009 ve 2022 yılları arasını kapsayan veri setinin analiz bulgularına bakıldığında pandemi kukla değişkeninin kvb/tk ile negatif ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Aynı dönemde pandemi kukla değişkeni uvb/tk ve ök/tk değişkeni ile pozitif ilişkilidir. Yani Covid 19 pandemisi turizm işletmelerinde kısa vadeli borç finansmanının azalmasına uzun vadeli finansman ve öz kaynak ile finansmanın ise artmasına yol açmıştır. Belirsizlik ortamının öngörülemezliğı ile söz konusu finansman stratejileri birlikte yorumlandığında sektörün finansman

stratejisi gerçekçidir zira belirsizlik ortamında kısa vadeli finansman işletmelerin finansman yüklerinin daha da artırmasına ve işletmelerin nakit akış problemi ile maruz kalmalarına yol açabilir.

Genel olarak bakıldığında Turizm işletmelerinin kısa vadeli finansman politikalarını iyi yönetemedikleri gözlemlenmektedir. Bu durumdan kaynaklı olarak dönen varlık ve net işletme sermayesi finansman politikalarını da gözden geçirmeleri önerilir. Genel kabul görmüş ilkeler söz konusu kalemlerin uzun vadeli finansman kaynaklarından ziyade kısa vadeli finansman kaynakları ile yönetilmesini önermektedir. Buna karşılık özellikle belirsizlik ortamlarında öz kaynak ile finansman eğilimlerinden ötürü sektörün öz kaynak ile finansman eğilimi tarafımızca olumlu karşılanmıştır. Bu bakımdan sektörün ilişkili olduğu sermaye yapısı teorisinin finansman hiyerarşisi olduğu söylenebilir. Çalışmanın pandemi öncesi, pandemi dönemi ve tüm dönem olmak üzere üçlü karşılaştırma olanağı sunması bakımından literatüre katkı sağlayacağı öngörülmektedir. Benzer biçime yaşanan diğer belirsizlik ortamlarının etkisinin araştırılması çalışmaya ilgi duyan diğer araştırmacılara önerilir.

Kaynakça

- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal yönetim*. İstanbul: Avcıol.
- Altan, M., Şekeroğlu, G., & Karahan, N. S. (2016). Türkiye'nin finansal risk haritası. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16(31), 203–224.
- Arnold, G. (2013). *Corporate financial management*. London: Prentice Hall Pearson Education Limited.
- Aydın, N., Başar, M., & Coşkun, M. (2010). *Finansal yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Balachandran, V., Raghavan, G., & Sundaram, G. S. (2001). *Financial management*. Pondicherry University MBA Workshop.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2009). *Financial management: Theory and practice*. USA: South Western Cengage Learning.
- Buferna, F., Bangassa, K., & Hodgkinson, L. (2005). Determinants of capital structure: Evidence from Libya. *Research Paper Series*, 2005(8), 1–31.
- Çav, N. B. (2011). *Sistemik riskin konaklama işletmelerinin kârlılık oranları üzerindeki etkisinin ölçülmesi: Marmaris Altınyunus Turistik Tesisler A.Ş. örneği* [Yüksek lisans tezi, Muğla Üniversitesi]. Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Doğanay, M. (2016). Döviz kuru riski yönetimine sektörel bir yaklaşım. *Uluslararası Kültürel ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 2(Special Issue 1), 149–164.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement. *National Bureau of Economic Research*, 215–262.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217–248.
- Gökbek, S. A. (2003). *Süre temelli portföyler ve İMKB'de uygulanabilirliği*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Holland, J. (1993). *International financial management*. Cambridge: Blackwell Publishing Company.
- Kaya, A., Güngör, B., & Özçomak, M. S. (2014). Politik risk yatırımcının dikkate alması gereken bir risk midir? Borsa İstanbul örneği. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(1), 74–87.
- Keleş, D. (2015). TMS 29 yüksek enflasyonlu ekonomilerde finansal raporlama standardı çerçevesinde finansal tabloların düzeltilmesi ve finansal analiz sonuçları üzerine etkileri. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(3), 31–52.
- Korkmaz, T., Aydın, N., & Sayılğan, G. (2013). *Portföy yönetimi*. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını.

- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Levy, H., & Sarnat, M. (1993). *Capital investment and financial decisions* (5th ed.). New Jersey, USA: Prentice Hall.
- Mandacı, P. E. (2003). Türk bankacılık sektörünün taşıdığı riskler ve finansal krizi aşmada kullanılan risk ölçüm teknikleri. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(1), 67–84.
- Miskin, F. S. (1992). *The economics of money, banking and financial markets* (3rd ed.). USA: [Yayınevi adı eksik].
- Moyer, R. C., McGuigan, J. R., Rao, R., & Kretlow, W. J. (2012). *Contemporary financial management*. South-Western Cengage Learning.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Paramasivan, C., & Subramanian, T. (2008). *Financial management*. New Delhi: New Age International Limited Publishers
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2013). *Corporate finance* (10th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin.
- Sayılğan, G., Karabacak, H., & Küçükkoçoğlu, G. (2006). The firm-specific determinants of corporate capital structure: Evidence from Turkish panel data. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(3), 125–139.
- Taner, B., & Akakya, C. G. (2009). *Sermaye piyasası faaliyet alanı ve menkul kıymetler*.
- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK). (2025, Nisan 15). *Resmi istatistikler*. <https://www.tuik.gov.tr>
- Türko, M. R. (2002). *Finansal yönetim*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Ural, M. (2010). *Yatırım fonlarının performans ve risk analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Usta, Ö. (2005). *İşletme finansmanı ve finansal yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Usta, Ö., & Demireli, E. (2010). Risk bileşenleri analizi: İMKB’de bir uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 6(12), 25–36.
- Üstünel, İ. E. (2000). *Durağan portföy analizi ve İMKB verilerine uygulanması*. Ankara: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları.
- Van Horne, J. C. (1971). *Financial management and policy*. USA: Prentice-Hall.
- Yiğit, F. (2016). *Sermaye yapısı ve sermaye yapısı teorileri*. Ankara: Nobel Kitabevi.

