

FINANSMAN GİDER KISITLAMASI UYGULAMASININ FİRMALARIN SERMAYE YAPISI KARARLARINA ETKİSİNİN İNCELENMESİ

EXAMINING THE IMPACT OF GENERAL INTEREST DISALLOWANCE ON CAPITAL STRUCTURE DECISIONS



Serkan Yılmaz KANDIR*



Soner YAKAR**

ÖZ

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunun 11/1-i bendine eklenen hüküm ile finansman gider kısıtlamasına ilişkin düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemeye göre, yabancı kaynakları öz kaynaklarını aşan işletmelerde, işletmede kullanılan yabancı kaynaklara ilişkin faiz, komisyon, vade farkı, kâr payı, kur farkı ve benzeri adlar altında yapılan gider ve maliyet unsurları toplamının %10'unu aşmamak üzere Cumhurbaşkanı tarafından belirlenecek oranda finansman gider kısıtlaması getirilebileceği belirtilmiştir. 1/1/2021 tarihinden itibaren vergilendirme dönemi kazançlarına uygulanmak üzere 3490 sayılı Cumhurbaşkanı Kararıyla finansman gider kısıtlaması ilişkin oranın %10 olarak uygulanacağı belirtilmiştir. Ancak bu uygulama ile firmaların finansman giderlerine kısıtlama getirilerek vergi matrahlarını

ABSTRACT

An arrangement is made about General Interest Disallowance by a provision added to the 11/1-i subparagraph of Corporate Tax Law numbered 5520. According to this arrangement, General Interest Disallowance up to 10 percent (the rate would be determined by president) may be applied to expense items such as interest, commission, maturity spread, dividend, exchange spread for companies whose liabilities exceed their equities. Starting by 1/1/2021, for the taxation period, General Interest Disallowance is determined as 10 percent by Presidential Decree numbered 3490. Nevertheless, this arrangement impairs the advantage of tax shield benefit of debt by increasing the tax base as a result of the restriction on financial expenses of the companies. In order to determine the companies that would be

* Prof. Dr. Çukurova Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, skandir@cu.edu.tr, ORC-ID: 0000-0002-7686-1099.

** Prof. Dr. Çukurova Üniversitesi, İİBF, Maliye Bölümü, syakar@cu.edu.tr, ORC-ID: 0000-0002-0973-0072.

Kandır, S. Y., Yakar, S. (Kasım 2022). Finansman Gider Kısıtlaması Uygulamasının Firmaların Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisinin İncelenmesi, *Vergi Raporu*, 278, (11-25).

artırdığı için borcun vergi kalkanı avantajını azaltmaktadır. Finansman gider kısıtlaması uygulamasından etkilenecek şirketleri belirleyebilmek için TCMB sektör bilançoları, İSO 500 listesindeki şirketleri ve Borsa İstanbul Sanayi ve Hizmetler şirketlerinin mali yapıları incelenmiştir. Şirketlerin büyük çoğunluğunun yabancı kaynaklarının öz kaynaklarından fazla olduğu için finansman gider kısıtlaması uygulamasından etkileneceğinden firmaların sermaye yapısı kararları üzerinde etkisi olacağı düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansman Gider Kısıtlaması, Sermaye Yapısı Kararları, Finansal Kalıdır.

JEL Sınıflandırma Kodları: G30, G32, K34.

GİRİŞ

Finansman gider kısıtlamasına yönelik vergi mevzuatımızda yer alan düzenlemelerden birisinde 1/1/2013 tarihinden itibaren yürürlüğe girmek üzere 6322 sayılı Kanunun 37. Maddesiyle 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunun¹ (KVK) 11/1-i bendine eklenen finansman gider kısıtlamasına ilişkin düzenlemedir. İlgili maddeye göre; “kredi kuruluşları, finansal kuruluşlar, finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri dışında, kullanılan yabancı kaynakları öz kaynaklarını aşan işletmelerde, aşan kısma münhasır olmak üzere, yatırımın maliyetine eklenenler hariç, işletmede kullanılan yabancı kaynaklara ilişkin faiz, komisyon, vade farkı, kâr payı, kur farkı ve benzeri adlar altında yapılan gider ve maliyet unsurları toplamının %10’unu aşmamak üzere Cumhurbaşkanınca kararlaştırılan kısmı” kanu-

impacted by General Interest Disallowance, capital structures of The Central Bank of the Republic of Türkiye Industrial Balance Sheets, Istanbul Chamber of Industry 500 List Companies, Borsa Istanbul Manufacturing and Services Companies. Findings reveal that liabilities exceed equity for majority of the companies. Thus General Interest Disallowance is expected to impact most of the companies’ capital structure decisions.

Keywords: General Interest Disallowance, Capital Structure Decisions, Financial Leverage

JEL Classification Codes: G30, G32, K34.

nen kabul edilmeyen gider (KKEG) olarak kabul edileceği hüküm altına alınmıştır. Bu hükmün gerekçesinde ise, firmaların öz kaynaklarının güçlendirilmesi amacıyla firmaların finansman ihtiyaçlarının borçlanma yerine öz kaynaklar ile finansmanın sağlanması amaçlanmaktadır². 03/02/2021 tarihli ve 3490 sayılı Cumhurbaşkan Kararıyla³ 1/1/2021 tarihinden itibaren başlayan vergilendirme dönemi kazançlarına uygulanmak üzere gider ve maliyet unsurlarının %10’unun kurum kazancının tespitinde indiriminin kabul edilmeyeceği belirtilmiştir. Bu kararla birlikte yabancı kaynakları öz kaynaklarını aşan işletmelerde Finansman Gider Kısıtlaması oranı %10 olarak belirlenmiştir. FGK düzenlemesi ile işletmelerin fiili giderleri arasında yer alan finansman giderlerin indirilmesine kısıtlama getirilerek matrahlarının artmasına neden olmaktadır⁴.

¹ Resmi Gazete.21.Haziran.2016. Sayı:26205.

² Türkiye Büyük Millet Meclisi. (<https://www5.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss258.pdf>). Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2022.

³ Resmi Gazete.04.Şubat.2021. Sayı:31385.

⁴ Bumin DOĞRUSÖZ. “Finansal Gider Kısıtlaması ve Olası Sorunlar”, Dünya Gazetesi. 09.Şubat.2021. (<https://www.dunya.com/kose-yazisi/finansal-gider-kisittlamasi-ve-olasi-sorunlari-i/610251>). Erişim Tarihi:20 Temmuz 2022.

FGK uygulaması yabancı kaynakları öz kaynakları aşan şirketlerin sadece matrahlarını arttırmakla kalmamakta aynı zamanda sermaye yapısını da etkileyen bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü FGK yabancı kaynakları öz kaynaklarını aşan şirketler için uygulanacağından, bu kapsamdaki şirketlerin borçlanma yolu ile finansman sağladıklarında buna ilişkin finansman giderinin bir kısmını indirim konusu yapmaları mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla da bu kısıtlama kapsamına giren şirketler için borçlanma dezavantajlı bir duruma gelecektir. Borçlanmadaki dezavantajlı durum ise şirketlerin sermaye yapısını etkileyeceği düşünülmektedir. Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler ele alınacak daha sonra borçlanmaya ilişkin vergi düzenlemelerinin firmaların sermaye yapısı kararlarına etkisi incelenecek son olarak ise FGK Uygulamasının firmaların sermaye yapısı kararlarına etkisi üzerinde durulacaktır.

1- FİRMALARIN SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firma değeri kavramları, firmayı ve firma sahiplerini etkileyen ve birbirleri ile etkileşim içinde bulunan olgulardır. Bu konuda farklı teoriler bulunmaktadır. Modigliani ve Miller (1958)⁵, sermaye yapısı ile firma değeri arasında bir ilişki bulunmadığını ileri sürmektedir. Ancak Modigliani ve Miller (1963)⁶, düzeltme yaptıkları ikinci çalışmalarında

borçlanma yoluyla daha fazla vergi avantajı sağlanabileceği ve bu yolla firma değerinin artırılacağı iddia etmişlerdir.

Modigliani ve Miller tarafından gerçekleştirilen ve klasik teoriler olarak adlandırılan 1958 ve 1963 tarihli önermeler dışında sermaye yapısına modern yaklaşımlar olarak kabul edilen iki önemli teori daha geliştirilmiştir. Bunlar dengeleme ve finansal hiyerarşi teorileridir. Dengeleme teorisine göre, firmaların sermaye yapısı kararları borcun vergi kalkanı etkisi ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengelemeye dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre firmaların hedef borçlanma oranları bulunmakta ve bu oran firmadan firmaya değişiklik göstermektedir. Maddi duran varlıkları ve vergilendirilebilir gelirleri fazla olan firmaların hedef borç oranlarının da yüksek olması beklenmektedir⁷. Graham ve Harvey⁸ (2001), 392 finans yöneticisine anket uyguladıkları çalışmanın neticesinde finans yöneticilerinin büyük bölümünün hedef borçlanma oranı belirledikleri sonucuna ulaşmışlardır. Dolayısıyla dengeleme teorisi soyut bir teorinin ötesinde uygulamada da yer bulmuş durumdadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre, firmalar finansman kaynaklarını belirli bir hiyerarşiye göre kullanmayı tercih etmektedirler. Buna göre, öncelikle kar yedekleri şeklindeki içsel kaynakların kullanılması öngörülmektedir. Bunun için de karpayı dağıtım oranları ayarlanmaktadır. İkinci sırada borç yer almaktadır. Finansman kaynaklarının yetersizliği ve firmanın borçlanma kapasitesinin

⁵ Franco MODIGLIANI ve Merton H. MILLER. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". American Economic Review.48(3). 1958. s.261-297.

⁶ Franco MODIGLIANI ve Merton H. MILLER. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction". American Economic Review". 53(3). 1963. s.433-443.

⁷ Richard A. BREALEY ve diğerleri. *Principles of Corporate Finance*.13. Baskı. McGraw-Hill Education. ABD. 2020. s.493.

⁸ John R. GRAHAM ve Campbell R. HARVEY. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field". Journal of Financial Economics. 60(2-3).2001. s.187-243.

tamamen kullanılması durumunda son olarak yeni pay ihracı düşünülmektedir⁹. Bu teoriye göre, firmaların önceden belirlenmiş bir hedef borç oranı bulunmamaktadır. Hedef borç oranı yerine her firma finansman ihtiyacına göre kaldıraç oranını belirlemektedir¹⁰. Booth vd (2001)¹¹, on gelişmiş piyasayı konu alan çalışmalarında, karlı firmaların, finansal hiyerarşi teorisine uygun biçimde daha az borçlandıklarını belirlemiştir.

Teorik çalışmaların yanı sıra ampirik çalışmaların da sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişki konusunda farklı bulgular elde ettikleri gözlenmiştir. Bhandari (1988)¹², 1948-1981 dönemini konu alan çalışmada kaldıraç oranı ile pay getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmış ve pay getirilerinin borç/özsermaye oranından önemli ölçüde etkilendiğini belirlemiştir. Benzer biçimde, Martinez (1999)¹³, Fransa'yı konu alan çalışmada kaldıraç pay getirilerini etkileyen önemli faktörler arasında bulunduğu sonucuna ulaşmıştır. Buna karşılık, sermaye yapısının pay getirileri üzerindeki etkisinin sınırlı olduğunu belirleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Fama ve French (1992)¹⁴, 1962-1989 dönemini konu alan çalışmalarında kaldıraç da aralarında bu-

lunduğu bir dizi faktörün pay getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Firma büyüklüğü ve defter değeri / piyasa değeri faktörlerinin kaldıraç kıyasla daha önemli bir faktör olduğunu belirlemiştir. Fama ve French (1993)¹⁵, daha geniş bir örneklem kullandıkları çalışmada da benzer bulgular elde etmiş ve kaldıraç öneminin diğer faktörlere kıyasla daha sınırlı olduğunu tespit etmişlerdir. Lam (2002)¹⁶, 1984-1997 dönemini konu alan çalışmada kaldıraç oranının pay getirileri üzerindeki etkisinin diğer faktörlere göre daha az önemli olduğunu tespit etmiştir. Diğer yandan, pay getirilerinin sermaye yapısını etkilediğine ilişkin bulgular da vardır. Welch (2004)¹⁷, 1962-2000 döneminde ABD şirketlerini konu alan çalışmada, pay getirilerinin şirketlerin borç oranlarını önemli ölçüde açıklayabildiğini belirlemiştir. Baker ve Wurgler (2002)¹⁸ ise pay getirilerinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini yeni bir sermaye yapısı teorisi geliştirirken temel olarak kabul etmiştir. Baker ve Wurgler (2002)¹⁹ tarafından geliştirilen piyasa zamanlaması teorisine göre, firmalar piyasa değerinin yüksek olduğu zamanlarda yeni pay ihraç etmekte; piyasa değerinin düştüğü dönemlerde ise kendi paylarını

⁹ Stewart C. MYERS. "The Capital Structure Puzzle". Journal of Finance. 39(3). 1984. s.581.

¹⁰ Stephen A. ROSS. Ve diğerleri. *Corporate Finance*. 12. Baskı. McGraw-Hill Education. 2019. ABD. s.538.

¹¹ Laurence BOOTH ve diğerleri. "Capital Structures in Developing Countries". Journal of Finance. 56(1). 2001.

¹² Laxmi Chand BHANDARI (1988). "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence". Journal of Finance. 1988. 43(2). s.507-528.

¹³ Isabelle MARTINEZ (1999). "Fundamental and Macroeconomic Information for the Security Prices Valuation: The French Case". Managerial Finance. 25(12). 1999. s.17-30.

¹⁴ Eugene F. FAMA ve R. Kenneth FRENCH. "The Cross-Section of Expected Stock Returns". Journal of Finance, 47(2). 1992. s.427-465.

¹⁵ Eugene F. FAMA ve R. French KENNETH. "Common Risk Factors In the Returns on Stocks and Bonds". Journal of Financial Economics. 33. 1993. s.3-56.

¹⁶ Keith S.K. LAM. "The Relationship Between Size, Book-to-Market Equity Ratio, Earnings-Price Ratio, and Return for the Hong Kong Stock Market". Global Finance Journal. 13. 2002. s.163-179.

¹⁷ Ivo WELCH. "Capital Structure and Stock Returns, Journal of Political Economy". 112(1). 2004.

¹⁸ Malcolm BAKER ve Jeffrey WURGLER. "Market Timing and Capital Structure". Journal of Finance. 57(1). 2002. s.1- 32.

¹⁹ Malcolm BAKER ve Jeffrey WURGLER. a.g.e. s.1-32.

geri satın almaktadırlar. Buna göre, firmaların mevcut sermaye yapıları firmanın tarihi piyasa değerinden önemli ölçüde etkilenmektedir. Daha sonra yapılan uygulamalı çalışmalarda piyasa zamanlaması teorisinin geçerliliğini destekleyen bulgulara ulaşılmıştır²⁰. Diğer yandan piyasa zamanlaması teorisine ilişkin bulgular pay piyasası ile sınırlı değildir. Kredi marjlarının veya tahvil piyasasında alış-satış fiyat marjlarının yükseldiği dönemleri riskli olarak algılayan firmaların kaldıraç oranlarını düşürdükleri gözlenmiştir²¹.

Şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen pek çok faktör bulunmaktadır. Firmanın büyüklüğü, şirket kazançlarında dalgalanma, firmanın karlılığı, iflas riski, enflasyon oranı, firmanın dâhil olduğu endüstrinin özellikleri, firma varlıklarının yapısı ve teminat gösterilebilme durumu bu faktörler arasında sıralanabilir²². Tüm bu faktörler firmaların borç düzeylerini ve marjinal vergi oranlarını etkilemektedir.

2- BORÇLANMAYA İLİŞKİN VERGİ DÜZENLEMELERİNİN FİRMALARIN SERMAYE YAPISI KARARLARINA ETKİSİ

Yukarıda sıralanan faktörlerin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisine ilişkin ampirik bulgulara karşın genel kanı şirketlerin sermaye yapılarını etkileyen en önemli ve en yaygın faktörün borcun sağladığı vergi avantajı etkisi olduğu yönündedir²³. Borcun sağladığı vergi avantajı ise vergi kalkanı şeklinde ortaya çıkmaktadır. Devletin faiz giderlerinin firmanın vergi matrahından indirilebilmesine imkân tanınması bir tür sübvansiyon olup ilgili firmanın daha az vergi ödemesine olanak sağlamaktadır. Ancak vergi kalkanından yararlanabilmesi için firmanın kar etmesi gerekmektedir. Karlı olan ve sürekli biçimde borçlanan firmaların değeri hesaplanırken vergi tasarruflarının sağladığı avantajın dikkate alınması gerekmektedir. Borçlu bir firmanın değeri hesaplanırken, borçlu bir firmanın değeri borçsuz firma değeri ile vergi tasarruflarının bugünkü değeri

²⁰ Brian J. HENDERSON ve diğerleri. "World Markets for Raising New Capital". Journal of Financial Economics. 82.2006. s. 63-101. Woojin KIM ve Michael S. WEISBACH. "Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective". Journal of Financial Economics. 87. s.2008. s.281-307.

²¹ Heitor ALMEIDA ve Thomas PHILIPPON. "The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress". Journal of Finance. 62(6). 2007. s.2557-2586.

²² Eli SCHWARTZ. "Theory of the Capital Structure of The Firm". Journal of Finance. 14(1). 1959. James H. SCOTT. "A Theory of Optimal Capital Structure". Bell Journal of Economics. 1976. 7(1). Paul MARSH. "The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study". Journal of Finance. 1982. 37(1). Robert M. BOWEN ve diğerleri. "Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage". Financial Management. 11(4). 1982. Richard CASTANIAS. "Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure". Journal of Finance. 38(5). 1983. Sheridan TITMAN ve Roberto WESSELS. "The Determinants of Capital Structure Choice". Journal of Finance. 43(1). 1988. Gordon M. PHILLIPS. "Increased debt and industry product markets An Empirical Analysis". Journal of Financial Economics. 1995. 37. Roger H. GORDON ve Young LEE. "Do Taxes Affect Corporate Debt Policy? Evidence from U.S. Corporate Tax Return Data". Journal of Public Economics. 82. 2001. BOOTH., AIVAZIAN., DEMİRGÜÇ-KUNT., MAKSIMOVIÇ. a.g.m. Guihai HUANG ve Frank M. SONG. "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China". China Economic Review, 17(1). 2006. Murray Z. FRANK ve Vidhan K. GOYAL. "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?". Financial Management. 38(1). 2009. Murillo CAMPOLLO ve Erasmo GIAMBONA. "Real Assets and Capital Structure". Journal of Financial and Quantitative Analysis. 48(5). 2013.

²³ Yamini AGARWAL. Capital Structure Decisions Evaluating Risk and Uncertainty. (1. Baskı). John Wiley & Sons. Inc. Singapur. 2013. s. 155.

eşit olacaktır²⁴:

$$FD_L = FD_U + VTBD$$

Burada;

FD_L = Borçlu bir firmanın değeri,

FD_U = Borçsuz bir firmanın değeri,

$VTBD$ = Vergi tasarruflarının bugünkü değeri.

Özellikle daha yüksek vergi oranı uygulanan ülkelerde vergi kalkını etkisinin daha kuvvetli olduğu ileri sürülmektedir²⁵. Vergi oranının seviyesinin firmaların sermaye yapılarını etkilediğine ilişkin ampirik bulgular da bulunmaktadır. Graham (1996)²⁶, 1980-1992 dönemini konu alan çalışmasında marjinal vergi oranı daha yüksek olan firmaların daha fazla borçlandığını belirlemiştir. Huang ve Song (2006)²⁷, 1200'ü aşkın Çin şirketi üzerinde yaptıkları çalışmada, vergi oranlarının uzun vadeli borç oranlarını ve toplam borç oranlarını aynı yönde ve önemli şekilde etkilediğini belirlemiştir. Buettner, Overesch, Schreiber ve Wamser (2009)²⁸, Alman çok uluslu şirketlerini konu alan çalışmada yüksek yerel vergi oranlarının daha yüksek borçlanma oranlarına sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Benzer biçimde, 1994-2011 döneminde çok uluslu şirketleri ko-

nu alan çalışmalarında Faulkender ve Smith (2016)²⁹, vergi oranının düşük olduğu ülkelerde borçlanma oranının da düşük olduğunu saptamışlardır. Tzioumis ve Klapper (2012)³⁰, Hırvatistan'da vergi oranlarındaki indirimin firmaların daha fazla özsermaye kullanmalarına sebep olduğunu belirlemiştir. Faccio ve Xu (2015)³¹, çok sayıda ülkeyi kapsayan çalışmalarında, gelir vergisi ve kurumlar vergisinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini ayrı ayrı değerlendirmişlerdir. Buna göre, kurumlar vergisi ile temettü kazançları üzerinden alınan gelir vergisi oranı arttığında firmalar daha fazla borçlanma eğilimi gösterirken; faiz kazançları üzerinden alınan gelir vergisi oranları yükseldiğinde firmaların kaldıraç oranlarını düşürdüğü belirlenmiştir. Devereux, Maffini ve Xing (2018)³², İngiltere'de 2001-2009 döneminde vergi oranlarının firmaların borçlanma oranları üzerindeki etkisini araştırmışlar ve marjinal vergi oranındaki değişimlerin firmaların kaldıraç oranlarını aynı yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Ancak her sektördeki şirketin vergi kalkını avantajından yararlanabileceği düşüncesi doğru değildir. Öncelikle belirli ekonomik bölgeler ve

²⁴ Justin PETTIT. *Strategic Corporate Finance Applications in Valuation and Capital Structure* (1. Baskı). John Wiley & Sons Inc. ABD. 2007. s.169-170. Pierre VERNIMMEN ve diğerleri. *Corporate Finance: Theory and Practice* (4. Baskı). John Wiley and Sons Ltd. İngiltere. 2014. s.607. Robert J. HIGGINS. *Analysis for Financial Management*. (11. Baskı). McGraw-Hill Education. ABD. 2016. s.229.

²⁵ Yamini AGARWAL. a.g.m.. s.155.

²⁶ John R. GRAHAM. "Debt and the Marginal Tax Rate". *Journal of Financial Economics*. 41.1996.

²⁷ Guihai HUANG ve Frank M.SONG. a.g.m.

²⁸ Thiess BUETTNER ve diğerleri. "Taxation and Capital Structure Choice—Evidence from a Panel of German Multinationals". *Economics Letters*. 105.2009.

²⁹ Michael FAULKENDER ve Jason M.SMITH. "Taxes and Leverage at Multinational Corporations". *Journal of Financial Economics*. 122(1).2016.

³⁰ Konstantinos TZIOUMIS ve Leora F.KLAPPER (2012). "Taxation and Capital Structure: Evidence from a Transition Economy". *FinanzArchiv / Public Finance Analysis*. 68(2).2012.

³¹ Mara FACCIO ve Jin XU "Taxes and Capital Structure". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 50(3).2015.

³² Michael P. DEVEREUX ve diğerleri. "Corporate Tax Incentives and Capital Structure: New Evidence from UK Firm-Level Tax Returns". *Journal of Banking and Finance*. 88.2018.

belirli sektörler için vergi muafiyetleri ve vergi teşvikleri geçerli olabilir. Bu durumda ödenecek çok az vergi olabilir ve borcun vergi kalkanı etkisi büyük ölçüde ortadan kalkabilir³³. Borcun vergi kalkanı etkisini sınırlandıran bir diğer unsur ise firmanın borç dışında vergi kalkanı araçlarına sahip olmasıdır. Buna göre, amortisman giderleri, vergi teşvikleri gibi araçların borcun vergi kalkanı etkisinin ikamesini oluşturabilmektedir³⁴. Bu durumda, sermaye yapısı kararlarında borcun sağladığı geleneksel avantajları değerlendirmek daha karmaşık hale gelmekte, borcun vergi avantajı değerlendirilirken yalnızca vergi oranının dikkate alınması yeterli olmamaktadır. Borç dışı vergi kalkanı veya diğer faktörlerin etkisi ile firmanın vergilendirilebilir karının sıfıra yaklaşması veya sıfırlanması durumunda firmaların borçtan daha az yararlandıkları belirlenmiştir³⁵. Blouin, Core ve Guay (2010)³⁶, borç dışı vergi kalkanı araçlarının ölçülmesindeki zorlukların da firmaları daha az borçlanmaya yönlendirdiğini belirtmişlerdir.

Verginin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisini sınırlandıran unsurların yanı sıra verginin, sermaye yapısı üzerindeki etkisini tartışmalı hale getiren piyasa koşullarının da incelenmesi gereklidir. Bir görüşe göre, sermaye piyasalarının mükemmel olması durumunda, vergi, borçla finansmanın avantajlı olmasını sağlamaktadır. Fakat bu görüş, kişisel gelir vergilerinin mev-

cut olmaması varsayımına dayanmaktadır. Kişisel gelir vergileri dikkate alındığında, kaldırıcın olumlu etkisi ortadan kalkmaktadır³⁷. Borçla finansmanın sağladığı vergi avantajı ne kadar çok olursa olsun, sermaye yapısında borçlanmaya sınırsız olarak yer verilemez. Kişisel gelir vergileri dikkate alındığında, alıkonulan karlar gibi kaynakların bazı durumlarda daha ucuz olabileceği gözden uzak tutulmamalıdır. Ayrıca borç verenler de çeşitli sınırlamalar ile sınırsız borçlanmayı önlemektedirler³⁸.

Firmaların sınırsız borçlanmalarını önleyen önemli bir etken de iflas riskidir. İflas, firmanın sabit ödemelerini gerçekleştirememesi halinde ortaya çıkmaktadır. Borç verenler, borç alan firmanın borçlarını ödeyememesi veya iflas etmesi ihtimalini dikkate alarak borç tutarını sınırlar ve borcun maliyetini artırır. İflas olasılığı, firmaya direk ve endirek iflas maliyetlerini yükleyerek firmanın değerinde düşüşe neden olur. İflasın direk maliyetlerinin başlıcaları, adli giderler ve muhasebe giderleridir. En önemli endirek maliyetler ise firmanın müşteri ve tedarikçileri ile ilişkilerinin bozulması ve iflas riskinin firmanın imajı üzerindeki olumsuz etkisidir³⁹. Dengeleme yaklaşımına göre, sermaye yapısı kararları, borcun vergi avantajları ile iflas riski arasındaki değişime önemli ölçüde duyarlıdır⁴⁰. Ancak iflas ile ilgili olarak yukarıda belirtilen görüşün aksi-

³³ Yamini AGARWAL.a.g.e. s.155.

³⁴ Harry DEANGELO ve Ronald W. MASULIS. "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation". Journal of Financial Economics, 8(1).1980. Robert M. BOWEN ve diğerleri. a.g.m. Michael BRADLEY ve diğerleri."On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". Journal of Finance, 39(3).1984.

³⁵ Jeffrey K. MACKIE-MASON. "Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?". Journal of Finance. 45(5).1990.

³⁶ Jennifer BLOUIN ve diğerleri. "Have The Tax Benefits of Debt Been Overestimated?". Journal of Financial Economics. 98(2).2010.

³⁷ Meir I. SCHNELLER. "Taxes and the Optimal Capital Structure of The Firm". Journal of Finance. 35(1).1980. s.119.

³⁸ Franco MODIGLIANI ve Merton H. MILLER. a.g.m. s.442.

³⁹ Nevins D. BAXTER. "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital". Journal of Finance. 22(3).1967.s.396-402.

⁴⁰ Stewart C. MYERS. a.g.m..s.577.

ni savunan yaklaşıma göre iflasın firma değeri üzerinde etkisi bulunmamaktadır. Bu yaklaşıma göre, iflasın firma değeri üzerinde etkisi yoktur. İflas sadece firmanın sahipliğinin, hisse senedi sahiplerinden tahvil sahiplerine geçmesidir ve bu değişiklik firma değerinde düşüşe neden olmaktadır. Tasfiye ise, karsız bir firmanın dağıtılması kararı olup, tasfiye kararı iflas kararından bağımsızdır⁴¹. Pazarın mükemmel olması halinde iflasın şirkete maliyeti olmaz ve iflas maliyetleri sermaye yapısını etkilemez. Firma, yeni hisse senedi çıkararak borçlarını satın alabilir ve böylece iflas maliyetlerinden kurtulabilir. Etkin bir piyasada hisseler pazar fiyatından satılır ve pazar fiyatından alınır. Böylece, firmanın sermaye yapısı informal olarak yeniden yapılandırılmış olur. Yeniden yapılandırmanın firmaya tek maliyeti işlem giderleri olur. Pazarın mükemmel olmaması halinde formel olarak yeniden yapılanmaya gidilir. Firmanın sahipliği hisse senedi sahiplerinden borç sahiplerine geçer. Firma, yukarıda sözü edilen direk ve endirek iflas maliyetlerine katlanarak yeniden yapılandırmaya gider⁴².

İflasın etkisi dikkate alındığında, borçlu bir firmanın değerini veren formülün aşağıdaki biçimde revize edilmesi gerekmektedir⁴³:

$$FD_L = FD_U + VTBD - İMBD$$

Burada;

FD_L = Borçlu bir firmanın değeri,

FD_U = Borçsuz bir firmanın değeri,

$VTBD$ = Vergi tasarruflarının bugünkü değeri,

$İMBD$ = İflas maliyetlerinin bugünkü değeridir.

Uygulamada, borcun vergi avantajını sınırlandıran önemli bir faktör bulunmaktadır. Yukarıdaki formül yalnızca firma tarafından kullanılan borcun sağladığı vergi avantajını dikkate alırken; firma ortaklarına ödenen karpayları üzerinden ödenen gelir vergisi ve pay yatırımcılarının faiz gelirleri üzerinden ödedikleri gelir vergisi ihmal edilmektedir⁴⁴. Pay yatırımcılarının karpayı ve faiz kazançları üzerinden tahsil edilen vergiler dikkate alındığında borcun vergi avantajı üç faktöre bağlı olarak ortaya çıkmaktadır⁴⁵:

$$D = (KVO + GVO_D) - GVO_I$$

Burada;

D = Verginin borç kullanımındaki net avantajı,

KVO = Kurumlar vergisi oranı,

GVO_D = Karpayı kazancı üzerinden ödenen gelir vergisi oranı,

GVO_I = Faiz kazancı üzerinden ödenen gelir vergisi oranıdır.

Yukarıdaki formülde, kurumlar vergi oranı ve karpayı kazancı üzerinden tahsil edilen gelir vergisi oranı arttıkça borcun vergi avantajının artması beklenmektedir. Buna karşılık, faiz kazancı üzerinden tahsil edilen gelir vergisi oranı arttıkça borcun işletmeye sağladığı vergi faydasının azalması beklenmektedir⁴⁶.

Genel olarak değerlendirildiğinde, borcun vergi tasarrufu etkisinin firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilediği anlaşılmaktadır. Ancak firmaların borç kullanımlarını etkileyen vergi dı-

⁴¹ Robert A. HAUGEN ve Lemma W. SENBET. "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure". Journal of Finance. 33-2. 1978.s.384-390.

⁴² Robert A. HAUGEN ve Lemma W. SENBET. a.g.m. s.384-390.

⁴³ Pierre VERNIMMEN ve diğerleri. a.g.m. s.608. Anton MIGLO. *Capital Structure in the Modern World* (1. Baskı). Palgrave MacMillan: İsviçre.2016.s.32.

⁴⁴ John R. GRAHAM. "Do Personal Taxes Affect Corporate Financing Decisions?". Journal of Public Economics. .73.1999. s.153.

⁴⁵ Michael OVERESCH ve Dennis VOELLER. "The Impact of Personal and Corporate Taxation on Capital Structure Choices". Public Finance Analysis. 66(3). 2010. s.267.

⁴⁶ Michael OVERESCH ve Dennis VOELLER. a.g.m. s.267.

şında faktörler de bulunmaktadır. İlave olarak, bu faktörlerden bazılarının borç kullanımının yarattığı vergi kalkanı etkisini azaltıcı veya ortadan kaldıracı etkileri olabilmektedir. Buna göre, sermaye yapısı kararları konusunda tüm firmalar için geçerli olan genel bir formül geliştirmek yerine her firmaya özel reçeteler geliştirmek daha gerçekçi bir yaklaşım olarak karşımıza çıkmaktadır. Türkiye özelinde firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyebilecek önemli bir faktör bulunmaktadır. Finansman Gider Kısıtlaması adı verilen bu düzenlemeye ilişkin değerlendirmeler izleyen bölümde yapılmıştır.

3- FİNANSMAN GİDER KISITLAMASI UYGULAMASININ FİRMALARIN SERMAYE YAPISI KARARLARINA ETKİSİ

Önceki bölümde incelenen geleneksel faktörlerin yanı sıra ülkelere özgü faktörlerin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisi de önem kazanmaktadır. 6322 sayılı Kanun ile 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunun (KVK) 11/1 maddesine eklenen ve 3490 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararıyla %10 olarak belirlenen finansman gider kısıtlaması 01/01/2021 tarihinden itibaren uygulamaya başlanmıştır. Dolayısıyla ilgili vergilendirme dönemi kazançlarına uygulanmak üzere söz konusu gider ve maliyet unsurlarının %10'unun kurum kazancının tespitinde indiriminin kabul edilmeyeceği düzenlenmiştir. Bu düzenleme ile yabancı kaynakları öz kaynaklarını aşmış olan kurumlar vergisi mükelleflerinin aşan kısma ilişkin olarak faiz, komisyon, vade farkı, kar payı, kur farkı ve benzeri adlar altında yapılan gider ve maliyet unsurların toplamının %10'luk kısmı kurum kazancının tespitinde KKEG olarak kabul

edilecektir. Ancak yatırım maliyetine eklenmiş olan yabancı kaynaklardan doğan gider ve maliyet unsurlarının %10'luk kısmı finansman gider kısıtlamasına tabi olmayacaktır⁴⁷ (Kurumlar Vergisi Genel Tebliği, Seri No:1). Bu uygulama ile finansman giderlerin kurum kazancından indirilmesine sınırlı olsa kısıtlama getirilmiştir. Finansman giderlerin kurum kazancından indirilmesine getirilen kısıtlama kadar vergi matrahında artışa neden olacaktır. Matrahtaki artış ise kurumların daha fazla kurumlar vergisi ödemelerine yol açacaktır.

Finansman Gider Kısıtlaması, yabancı kaynakları öz kaynaklarını aşmış olan kurumlar vergisi mükelleflerine uygulanacağından, bu mükelleflerin ödeyeceği vergi miktarını da etkileyecektir. Dolayısıyla bu mükelleflerin kullandıkları yabancı kaynaklar finansman gider kısıtlamasının belirlenmesinde temel belirleyici unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Kurumlar Vergisi Genel Tebliğinde⁴⁸ (Seri No:1) ise yabancı kaynaklar; bilançonun kısa vadeli yabancı kaynaklar ve uzun vadeli yabancı kaynaklar toplamını ifade ettiği belirtilmiştir. Yabancı kaynakların kapsamının bilançoadaki kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların toplamından oluşması FGK kapsamına giren şirketlerin borçlanma maliyetlerinin artmasına neden olacaktır.

Finansman Gider Kısıtlaması düzenlemesini incelemenin yanı sıra, bu düzenlemenin ne kadar sayıda işletmeyi etkileceğini de değerlendirmek yararlı olacaktır. Bu bağlamda, TCMB Sektör Bilançolarından yararlanılarak imalat ve hizmetler sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin mali yapıları aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi özetlenmiştir⁴⁹ (TCMB Sektör Bilançoları):

⁴⁷ Kurumlar Vergisi Genel Tebliği. Seri No:1. (<https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat?MevzuatNo=11219&MevzuatTur=9&MevzuatTertip=5>). Erişim Tarihi:14 Haziran 2022.

⁴⁸ Kurumlar Vergisi Genel Tebliği Seri No:1.

⁴⁹ TCMB Sektör Bilançoları. (<https://www3.tcmb.gov.tr/sektor/#/tr>). Erişim Tarihi: 07 Şubat 2022.

Tablo 1: TCMB Sektör Bilançolarına Göre Sektörlerin Mali Yapıları

	2009		2010		2011		2012		2013		2014	
	N	Q	N	Q	N	Q	N	Q	N	Q	N	Q
1-Yabancı Kaynaklar Toplamı / Aktif Toplamı Oranı (Kaldıraç Oranı) (%)	511.919	53,4	530.511	54,0	549.076	56,9	551.463	56,8	560.977	60,0	576.930	61,3
2-Öz Kaynaklar / Aktif Toplamı Oranı (%)	525.537	42,8	544.018	42,1	562.187	39,1	563.808	39,2	572.952	35,9	588.461	34,6
	2015		2016		2017		2018		2019		2020	
	N	Q	N	Q	N	Q	N	Q	N	Q	N	Q
1-Yabancı Kaynaklar Toplamı / Aktif Toplamı Oranı (Kaldıraç Oranı) (%)	603.659	63,2	626.337	64,9	659.127	66,2	693.652	68,2	726.209	67,5	765.536	69,0
2-Öz Kaynaklar / Aktif Toplamı Oranı (%)	615.108	32,6	637.712	30,7	671.452	29,2	706.453	26,9	739.742	27,5	780.750	25,8

N: Finansal oranı hesaplanan firma sayısını göstermektedir.

Q: Sektördeki firmaların oranları hesaplanırken her bir oran aktiflere göre ağırlıklandırılmış ortalamayı göstermektedir.

Kaynak:TCMB Sektör Bilançoları. (<https://www3.tcmb.gov.tr/sector/#/tr>). Erişim Tarihi: 07 Şubat 2022.

Tablo incelendiğinde, 2009 yılı ile 2020 yılı arasındaki 12 yıllık dönemde firma sayısının 512.000 ile 780.000 arasında değiştiği gözlenmektedir. Buna göre, incelenen veri tabanının sermaye yapısı incelenirken Türkiye verileri için kullanılabilecek en geniş ve güvenilir veri seti olduğu düşünülmektedir. Özkaynakların toplam finansman kaynakları içerisindeki payı %25,8 ile %42,8 arasında değişim göstermiştir. 2009 yılından 2020 yılına kadar yabancı kaynakların toplam finansman kaynakları içindeki payı sürekli artmış ve %53,4'ten %69,0'a yükselmiştir. Borcun toplam finansman kaynakları içindeki payının yüksek düzeyi, imalat ve hizmetler sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin büyük çoğunluğunun Finansman Gider Kısıtlaması düzenlemesinden

etkileneceğini göstermektedir.

Şirketlerin ortalama verilerinin incelenmesi yararlı olmakla birlikte, şirket bazında verilerin değerlendirilmesi de ayrıca faydalı olacaktır. Bu çerçevede, İstanbul Sanayi Odası tarafından yayınlanan ve Türkiye'nin en büyük 500 sanayi kuruluşunun verilerini içeren listeden yararlanılarak Türkiye'nin en büyük 500 şirketinin mali yapıları aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi özetlenmiştir⁵⁰:

⁵⁰ ISO 500. (<https://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu>). Erişim Tarihi:18 Haziran 2022.

Tablo 2: İSO 500 Listesine Göre Şirketin Mali Yapıları

	2019	2020	2021
Toplam Şirket Sayısı	205	198	197
Özkaynak < Yabancı Kaynaklar	137	133	140
Özkaynak > Yabancı Kaynaklar	68	65	57
	2019	2020	2021
Toplam Şirket Sayısı	100,00%	100,00%	100,00%
Özkaynak < Yabancı Kaynaklar	66,83%	67,17%	71,07%
Özkaynak > Yabancı Kaynaklar	33,17%	32,83%	28,93%

Not: İSO 500 listesinde 500 şirket yer almakla birlikte mali yapı verilerini sunan şirket sayısı yıldan yıla değişiklik göstermiştir.

Kaynak: İSO 500. (<https://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu>).
Erişim Tarihi:14 Temmuz 2022.

Tablo 2 incelendiğinde, Türkiye'nin en büyük sanayi şirketlerinin büyük bir bölümünün yabancı kaynaklarının özkaynaklarını aştığı gözlenmiştir. Şirketlerin üçte ikisinden fazlasının yabancı kaynakları, özkaynaklarından daha fazla olarak gerçekleşmiştir. Üstelik İSO 500 listesinin Türkiye'nin en büyük 500 sanayi işletmesinden oluştuğu gözden uzak tutulmamalıdır. Şirketlerin boyutu küçüldükçe borçlanma oranının daha

da yükseldiği belirtilmektedir⁵¹. Dolayısıyla daha küçük şirketlerin sermaye yapıları incelendiğinde borç tutarı özsermaye tutarını aşan şirket sayısının daha da artması beklenebilir.

İSO 500 listesine ilave olarak Borsa İstanbul şirketlerinin mali yapıları da incelenmiştir. Aşağıdaki tablolarda sırasıyla payları Borsa İstanbul'da işlem gören sanayi ve hizmetler şirketlerinin mali yapıları özetlenmiştir⁵²:

⁵¹ K. C. CHAN ve Nai-Fu CHEN. "Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms". Journal of Finance. 46(4).1991.

⁵² İSO 500. (<https://www.kap.org.tr/tr/>). Erişim Tarihi:16 Temmuz 2022.

Tablo 3: BİST Sanayi Şirketlerinin Mali Yapıları

	2019	2020	2021
Toplam Şirket Sayısı	186	186	185
Özkaynak < Yabancı Kaynaklar	121	114	110
Özkaynak > Yabancı Kaynaklar	65	72	75
	2019	2020	2021
Toplam Şirket Sayısı	100,00%	100,00%	100,00%
Özkaynak < Yabancı Kaynaklar	65,05%	61,29%	59,46%
Özkaynak > Yabancı Kaynaklar	34,95%	38,71%	40,54%

Kaynak: Kamuoyu Aydınlatma Platformu. (<https://www.kap.org.tr/tr/>). Erişim Tarihi:16.07.2022.

Tablo 3 incelendiğinde, payları Borsa İstanbul'da işlem gören Sanayi şirketlerinin büyük bir bölümünün yabancı kaynaklarının özkaynaklarını aştığı gözlenmiştir. Şirketlerin yaklaşık üçte ikisinde yabancı kaynakların özkaynaklardan daha fazla olduğu gözlenmiştir.

Tablo 4: BİST Hizmetler Şirketlerinin Mali Yapıları

	2019	2020	2021
Toplam Şirket Sayısı	98	98	93
Özkaynak < Yabancı Kaynaklar	71	63	55
Özkaynak > Yabancı Kaynaklar	27	35	38
	2019	2020	2021
Toplam Şirket Sayısı	100,00%	100,00%	100,00%
Özkaynak < Yabancı Kaynaklar	72,45%	64,29%	59,14%
Özkaynak > Yabancı Kaynaklar	27,55%	35,71%	40,86%

Kaynak:Kamuoyu Aydınlatma Platformu.(<https://www.kap.org.tr/tr/>). Erişim Tarihi:16 Temmuz 2022.

Tablo 4 incelendiğinde, payları Borsa İstanbul'da işlem gören Hizmetler şirketlerinin büyük bir bölümünün yabancı kaynaklarının özkaynaklardan daha fazla olduğu gözlenmiştir. Hizmetler şirketlerinin yaklaşık üçte ikisinde yabancı kaynakların özkaynakları aştığı belirlenmiştir.

SONUÇ

Çalışmanın finansal yönetim ve kamu malyesi açısından iki önemli sonucu bulunmaktadır. Finansal yönetim açısından değerlendirildiğinde,

sermaye yapısı konusunda tüm firmalara rehber olabilecek kesin bir formülün mümkün olmadığı anlaşılmaktadır. Borcun vergi tasarrufu etkisinin firmaların sermaye yapısı üzerindeki etkisi genel olarak kabul edilmekle birlikte her bir firma özelinde ilave değerlendirmelere ihtiyaç duyulmaktadır. Vergi teşvikleri gibi borç dışı vergi kalkışı araçlarının varlığı ve her firma için farklılık arz etmeleri optimal sermaye yapısının her bir firma için farklı şekilde belirlenebileceğini göstermektedir. Üstelik Türkiye özelinde borcun vergi tasar-

rufu etkisini sınırlandırabilecek bir faktör daha bulunmaktadır: Finansman Gider Kısıtlaması düzenlemesi. Bu düzenlemenin amacı, firmaların finansman ihtiyaçlarının borçlanma yerine öz kaynaklar yoluyla finansmanının sağlanması olarak belirtilmiştir.

Borçlanmanın ortalama bir şirket yönünden maliyet avantajı sağlayan iki önemli boyutu bulunmaktadır. Birincisi normal koşullarda borcun maliyeti özsermaye maliyetinden daha düşük seviyededir. İkincisi ise, karlı şirketlerde, finansman giderlerinin vergilendirilebilir karı küçültmesi borçlu şirketlerin daha az vergi ödemesini sağlayabilmektedir. Ancak FGK firmaların borç ve özsermaye arasında denge oluştururken dikkate alınması gereken bir düzenleme olup firmaların borçlanma yoluyla sağlayabilecekleri avantajı sınırlandırma potansiyeline sahiptir. Bu çalışmada, TCMB sektör bilançoları, İSO 500 listesi ve Borsa İstanbul Sanayi ve Hizmetler şirketlerinin mali yapıları incelenmiş ve şirketlerin çoğunluğunun sermaye yapısının yabancı kaynak ağırlıklı olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgular ışığında, şirketlerin önemli bir bölümünün Finansman Gider Kısıtlaması düzenlemesinden etkilenmesi beklenebilir. Bu durumda, firmalara, Finansman Gider Kısıtlaması düzenlemesini göz önüne alarak dengeleme teorisinin öngördüğü hedef borçlanma oranlarını revize etmeleri önerilebilir.

KAYNAKÇA

- AGARWAL.Y. (2016). *Capital Structure Decisions Evaluating Risk and Uncertainty*. (1. Baskı). John Wiley & Sons. Inc. Singapur.
- ALMEIDA H. Ve PHILIPPON T. (2007). "The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress". Journal of Finance. S.62(6).
- BAKER M. ve WUGLER. J. (2002). "Market Timing and Capital Structure". Journal of Finance. S. 57(1).
- BAXTER. N.D. (1967). "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital". Journal of Finance. S.22(3).
- BHANDARI L.C. (1988). "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence". Journal of Finance.1988. S. 43 (2).
- BLOUIN.J., CORE J.E., GUAY W. (2010). "Have The Tax Benefits of Debt Been Overestimated?". Journal of Financial Economics. S.98(2).
- BOOTH L., AIVAZIAN V., DEMİRGÜÇ- KUNT A., MAKSIMOVIÇ V. (2001) "Capital Structures in Developing Countries". Journal of Finance. S. 56(1).
- BOWEN M.R., DALEY L.A., HUBER C.C. (1982). "Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage". Financial Management. S.11(4).
- BRADLEY M., JARRELL G.A., KIM E.H. (1984)."On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". Journal of Finance. S. 39(3).
- BREALEY R.A., MYERS S.C.,ALLEN F.(2020). *Principles of Corporate Finance*.13. Baskı. McGraw-Hill Education. ABD.
- BUETTNER T., OVERESCH M., SCHREIBER U., WAMSER G. (2009)."Taxation and Capital Structure Choice—Evidence from a Panel of German Multinationals". Economics Letters. S.105.
- CAMPELLO M. ve GIAMBONA.E.(2013). "Real Assets and Capital Structure". Journal of Financial and Quantitative Analysis.S.48(5).
- CASTANIAS. R.(1983). "Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure". Journal of Finance. S. 38(5).
- CHAN K.C. ve Nai-Fu CHEN. N.F.(1991). "Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms". Journal of Finance. S.46(4).
- DEANGELO H. ve MASULIS.R.W. (1980). "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation". Journal of Financial Economics S.8(1).

- DEVEREUX M.P., MAFFINI G., XING J. (2018). "Corporate Tax Incentives and Capital Structure: New Evidence from UK Firm-Level Tax Returns". *Journal of Banking and Finance*. S.88.
- DOĞRUSÖZ. B. (2021). "Finansal Gider Kısıtlaması ve Olası Sorunlar", Dünya Gazetesi. 09 Şubat 2021. (<https://www.dunya.com/kose-yazisi/finansal-gider-kisiltlamsi-ve-olasi-sorunlari-i/610251>). Erişim Tarihi:20.Temmuz.2022.
- FACCIO M. ve XU J. (2015). "Taxes and Capital Structure". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. S. 50(3).
- FAMA E.F. ve FRENCH. R.K. (1992). "The Cross-Section of Expected Stock Returns". *Journal of Finance*. S.47(2).
- FAMA E.F. ve KENNETH R.F. "Common Risk Factors In the Returns on Stocks and Bonds". *Journal of Financial Economics*. 1993.S.33.
- FAULKENDER M. ve SMITH. J.M. (2016). "Taxes and Leverage at Multinational Corporations". *Journal of Financial Economics*. S. 122(1).
- FRANK M.Z. ve GOYAL V.K. (2009). "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?". *Financial Management*. S.38(1).
- GORDON H. R. ve LEE.Y. (2001). "Do Taxes Affect Corporate Debt Policy? Evidence from U.S. Corporate Tax Return Data". *Journal of Public Economics*. S.82.
- GRAHAM. J.R. (1996) "Debt and the Marginal Tax Rate". *Journal of Financial Economics*. S.41.
- GRAHAM.J.R. (1999). "Do Personal Taxes Affect Corporate Financing Decisions?". *Journal of Public Economics*. S.73.
- GRAHAM R.J. ve HARVEY.C.R.(2001). "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field". *Journal of Financial Economics*. S.60 (2-3).
- HAUGEN R.A. ve SENBET. L.W. (1978). "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure". *Journal of Finance*. S.33-2.
- HENDERSON J.B., JEGADEESH N., WEISBACH M.S.(2006). "World Markets for Raising New Capital". *Journal of Financial Economics*. S.82.
- HIGGINS.R.J. (2016). *Analysis for Financial Management*. (11. Baskı). McGraw-Hill Education. ABD.
- HUANG G. ve SONG. F.M.(2006). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China". *China Economic Review*. S. 17(1).
- İSO 500. (<https://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu>). Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2022.
- Kamuyu Aydınlatma platformu. (<https://www.kap.org.tr/tr/>). Erişim Tarihi: 16 Temmuz 2022.
- Kurumlar Vergisi Genel Tebliği. Seri No:1. (<https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat?-MevzuatNo=11219&MevzuatTur=9&MevzuatTertip=5>). Erişim Tarihi:14 Haziran 2022.
- KIM W. ve WEISBACH. M.S. (2008). "Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective". *Journal of Financial Economics*. S.87.
- LAM S.K.K. (2002). "The Relationship Between Size, Book-to-Market Equity Ratio, Earnings-Price Ratio, and Return for the Hong Kong Stock Market". *Global Finance Journal*. S.13.
- MACKIE-MASON.J.K.(1990). "Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?". *Journal of Finance*. S.45(5).
- MARSH. P. (1982). "The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study". *Journal of Finance*.37(1).

- MARTINEZ I. (1999). *"Fundamental and Macroeconomic Information for the Security Prices Valuation: The French Case"*. Managerial Finance. S.25 (12).
- MIGLO. A. (2016). *Capital Structure in the Modern World* (1. Baskı). Palgrave MacMillan: İsviçre.2016.
- MODIGLIANI F. ve MILLER. H.M. (1958). *"The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment"*. American Economic Review. S.48 (3).
- MODIGLIANI F. Ve H. MILLER.H.M.(1963). *"Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction"*. American Economic Review". S.53(3).
- MYERS. C.S.(1984).*"The Capital Structure Puzzle"*.Journal of Finance. S.39(3).
- OVERESCH M. ve VOELLER.D. (2010). *"The Impact of Personal and Corporate Taxation on Capital Structure Choices"*. Public Finance Analysis. S.66(3).
- PETTIT.J.(2007). *Strategic Corporate Finance Applications in Valuation and Capital Structure* (1. Baskı). John Wiley & Sons Inc. ABD.
- PHILLIPS. G.M. (1995). *"Increased Debt and Industry Product Markets An Empirical Analysis"*. Journal of Financial Economics. S.37.
- Resmi Gazete.21.Haziran.2016. Sayı:26205.
- Resmi Gazete.04.Şubat.2021. Sayı:31385.
- ROSS.A.S., WESTERFIELD R.W., JAFFE J., JORDAN B.D. (2019). *Corporate Finance*. 12. Baskı. McGraw-Hill Education.ABD.
- SCHNELLER.M.I. (1980). *"Taxes and the Optimal Capital Structure of The Firm"*. Journal of Finance. S.35(1).
- SCHWARTZ. E.(1959).*"Theory of the Capital Structure of The Firm"*. Journal of Finance. S.14(1).
- SCOTT. H.J. (1976). *"A Theory of Optimal Capital Structure"*. Bell Journal of Economics.
- TITMAN S. ve WESSELS. R. (1988). *"The Determinants of Capital Structure Choice"*. Journal of Finance, S. 43(1).
- Türkiye Büyük Millet Meclisi. (2022). (<https://www5.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss258.pdf>). Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2022.
- TZIUMIS K. ve KLAPPER. L.F. (2012). *"Taxation and Capital Structure: Evidence from a Transition Economy"*. FinanzArchiv / Public Finance Analysis. S.68(2).
- VERNIMMEN P., QUIRY P., DALLOCCIO M., FUR Y.L., SALVI A. (2014). *Corporate Finance: Theory and Practice* (4. Baskı). John Wiley and Sons Ltd. İngiltere.
- WELCH I. (2004). *"Capital Structure and Stock Returns, Journal of Political Economy"*. S. 112 (1).
- Türkiye Büyük Millet Meclisi. (<https://www5.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss258.pdf>). Erişim tarihi: 18 Mayıs 2022.