# Yüksek Enflasyon Ortamında Sermaye Yapısı Kararları ve Finansal Kaldıracın Ölçümü: TMS 29 Uygulamasının Kuramsal ve Yöntemsel Sonuçları

*Capital Structure Decisions and the Measurement of Financial Leverage under High Inflation: Theoretical and Methodological Implications of IAS 29*

**Koray Öner**

ORCID: https://orcid.org/0009-0005-8730-3577

## Öz

Sermaye yapısı literatürü, firmaların borç ve özkaynak arasındaki tercihlerini vergi avantajı, finansal sıkıntı maliyeti, vekâlet sorunları ve bilgi asimetrisi gibi etkenlerle açıklamaktadır. Ancak bu literatürün büyük bölümü, fiyat istikrarının görece sağlandığı gelişmiş ekonomilerde ve tarihî maliyet esasına dayalı muhasebe verileriyle geliştirilmiştir. Bu çalışma, yüksek enflasyonun hem sermaye yapısı kararlarının kendisini hem de bu kararların ölçülmesinde kullanılan finansal tabloları nasıl etkilediğini Türkiye örneği üzerinden incelemektedir. Türkiye'de 31 Aralık 2023 tarihinden itibaren sona eren raporlama dönemlerinde TMS 29 "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardının uygulanmaya başlanması, defter değerine dayalı kaldıraç oranlarında bir süreksizlik yaratmıştır. Çalışmada öncelikle dengeleme, finansman hiyerarşisi ve piyasa zamanlaması yaklaşımlarının enflasyonist ortamdaki öngörüleri tartışılmış, ardından tarihî maliyet esaslı kaldıraç ölçümlerinin enflasyon altında sistematik bir yukarı yönlü sapma taşıdığı sayısal bir örnekle gösterilmiştir. Bulgular, düzeltme öncesi ve sonrası dönemleri birleştiren panel çalışmalarında kaldıraçtaki değişimin bir bölümünün gerçek finansman kararlarından değil, ölçüm esasındaki değişiklikten kaynaklanabileceğine işaret etmektedir. Bu sorunu gidermek için tutarlı ölçüm, yapısal kırılma kontrolü ve piyasa değerine dayalı alternatif oranların kullanılmasını içeren bir araştırma protokolü önerilmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Sermaye yapısı, finansal kaldıraç, enflasyon muhasebesi, TMS 29, parasal pozisyon

**JEL Sınıflandırması:** G32, M41, E31

## Abstract

The capital structure literature explains firms' choices between debt and equity through factors such as tax benefits, costs of financial distress, agency problems and information asymmetry. Most of this literature, however, was developed in advanced economies with relative price stability and relies on accounting data prepared under the historical cost convention. This study examines, with reference to Turkey, how high inflation affects both capital structure decisions themselves and the financial statements used to measure them. The adoption in Turkey of IAS 29 "Financial Reporting in Hyperinflationary Economies" for reporting periods ending on or after 31 December 2023 created a discontinuity in book-value-based leverage ratios. The paper first discusses the predictions of the trade-off, pecking order and market timing approaches in an inflationary environment, and then uses a numerical illustration to show that historical-cost leverage measures carry a systematic upward bias under inflation. The analysis indicates that, in panel studies combining pre- and post-restatement periods, part of the observed change in leverage may stem from the change in measurement basis rather than from actual financing decisions. To address this problem, a research protocol is proposed that involves consistent measurement, controls for structural breaks and the use of market-value-based alternative ratios.

**Keywords:** Capital structure, financial leverage, inflation accounting, IAS 29, monetary position

**JEL Classification:** G32, M41, E31

## 1. Giriş

Kurumsal finansın en uzun soluklu tartışmalarından biri, firmaların faaliyetlerini hangi kaynaklarla finanse ettiği ve bu tercihin firma değerini etkileyip etkilemediği sorusu etrafında şekillenmiştir. Modigliani ve Miller'ın (1958) vergilerin, işlem maliyetlerinin ve bilgi asimetrisinin bulunmadığı bir dünyada finansman tercihinin firma değeri açısından önemsiz olduğunu gösteren çalışması, bu tartışmanın başlangıç noktasıdır. Sonraki yarım yüzyılda literatür, söz konusu varsayımların tek tek gevşetilmesiyle gelişmiş; vergi kalkanı, iflas maliyetleri, vekâlet sorunları ve bilgi asimetrisi gibi etkenlerin sermaye yapısını nasıl şekillendirdiği ayrıntılı biçimde incelenmiştir.

Bu literatürün ampirik ayağı, büyük ölçüde ABD ve Batı Avrupa ülkelerine ait verilere dayanmaktadır. Söz konusu ekonomilerin ortak özelliği, incelenen dönemlerin önemli bir bölümünde enflasyonun düşük ve öngörülebilir olmasıdır. Bu durumun iki önemli sonucu vardır. Birincisi, enflasyonun finansman kararları üzerindeki doğrudan etkisi, örneğin nominal borcun reel yükünün erimesi ya da vergi kalkanının enflasyonla değişen değeri, kuramsal modellerde çoğunlukla ikincil bir unsur olarak ele alınmıştır. İkincisi ve belki daha az fark edileni, ampirik çalışmalarda kullanılan defter değeri temelli kaldıraç ölçümlerinin tarihî maliyet esasına dayanması, düşük enflasyon ortamında ciddi bir ölçüm sorunu yaratmamıştır.

Türkiye son yıllarda bu iki varsayımın da geçerliliğini yitirdiği bir ortam sunmaktadır. Yıllık tüketici enflasyonunun 2022 yılının sonbaharında yüzde 80'in üzerine çıkması ve üç yıllık birikimli enflasyonun yüzde yüzü aşması, Türkiye'nin uluslararası finansal raporlama standartları bakımından yüksek enflasyonlu ekonomi olarak nitelendirilmesine yol açmıştır. Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK), 2023 yılının Kasım ayında yaptığı duyuruyla Türkiye Finansal Raporlama Standartlarını uygulayan işletmelerin 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık raporlama dönemlerine ait finansal tablolarını TMS 29 kapsamında enflasyon etkisine göre düzelterek sunmalarını öngörmüştür. Vergi mevzuatı tarafında da benzer biçimde 31 Aralık 2023 tarihli bilançolar enflasyon düzeltmesine tabi tutulmuştur.

Bu gelişme, Türkiye'deki sermaye yapısı araştırmaları için hem bir fırsat hem de bir sorun niteliği taşımaktadır. Fırsattır, çünkü yüksek enflasyon ortamında firmaların finansman davranışını incelemek, gelişmiş ekonomilerde sınanması güç olan kuramsal öngörüleri test etme imkânı verir. Sorundur, çünkü düzeltme öncesi ve sonrası dönemlere ait finansal tablo verileri aynı ölçüm esasına dayanmamaktadır. Bu iki dönemi herhangi bir düzeltme yapmadan birleştiren panel çalışmalarında, kaldıraç oranlarında gözlenen değişimin önemli bir kısmı firmaların gerçek finansman kararlarından değil, muhasebe esasındaki değişiklikten kaynaklanabilecektir.

Bu çalışmanın amacı, yüksek enflasyonun sermaye yapısı üzerindeki etkisini hem kuramsal hem de ölçüm boyutuyla ele almak ve Türkiye verileriyle çalışacak araştırmacılar için uygulanabilir bir yöntemsel çerçeve sunmaktır. Çalışmanın ikinci bölümünde başlıca sermaye yapısı kuramları ve bu kuramların enflasyon altındaki öngörüleri tartışılmaktadır. Üçüncü bölümde enflasyonun kaldıraç ölçümü üzerindeki etkisi kavramsal olarak incelenmekte ve sayısal bir örnekle somutlaştırılmaktadır. Dördüncü bölüm, TMS 29 uygulamasının ampirik araştırmalar açısından doğurduğu sorunları ele almakta; beşinci bölüm ise önerilen araştırma protokolünü sunmaktadır. Son bölümde sonuçlar ve gelecek araştırmalara yönelik öneriler yer almaktadır.

## 2. Sermaye Yapısı Kuramları ve Enflasyon

### *2.1. Dengeleme Yaklaşımı*

Modigliani ve Miller (1963), faiz giderlerinin vergiden düşülebilmesi nedeniyle borçlanmanın firmaya vergi kalkanı sağladığını ve bu kalkanın bugünkü değerinin firma değerini artırdığını göstermiştir. Bu sonuç tek başına ele alındığında firmaların neredeyse tamamen borçla finanse edilmesi gerektiği gibi gerçekçi olmayan bir öngörüye varır. Dengeleme yaklaşımı, bu vergi avantajının finansal sıkıntı ve iflas maliyetleriyle karşılaştırıldığı bir optimum kaldıraç düzeyinin varlığını öne sürer (Kraus ve Litzenberger, 1973). DeAngelo ve Masulis (1980), amortisman ve yatırım indirimleri gibi borç dışı vergi kalkanlarının varlığında borcun marjinal vergi avantajının azaldığını göstererek bu yaklaşımı zenginleştirmiştir. Miller (1977) ise kişisel gelir vergisinin faiz gelirlerini hisse senedi getirilerine göre daha ağır vergilendirdiği bir sistemde kurumsal düzeydeki vergi avantajının piyasa dengesinde büyük ölçüde nötrlenebileceğini ileri sürmüştür.

Enflasyon, dengeleme yaklaşımının temel bileşenlerinin hemen hepsini etkiler. Nominal faiz oranları beklenen enflasyonu içerdiğinden, vergiden düşülebilen faiz gideri de enflasyonla birlikte artar. Faiz giderinin önemli bir bölümü aslında borcun reel değerindeki erimeyi telafi eden bir anapara geri ödemesi niteliğinde olduğundan, nominal faizin tamamının vergiden düşülebildiği bir sistemde enflasyon, borcun efektif vergi avantajını büyütür. Buna karşılık enflasyon, amortismanların tarihî maliyet üzerinden hesaplanması nedeniyle borç dışı vergi kalkanlarının reel değerini azaltır. DeAngelo ve Masulis (1980) çerçevesinde bu durum, borç dışı kalkanların azalmasıyla borcun marjinal vergi değerinin yükselmesi anlamına gelir. Her iki etki de dengeleme yaklaşımı çerçevesinde yüksek enflasyonun optimum kaldıraç düzeyini artırması gerektiği öngörüsüne işaret etmektedir. Ne var ki bu öngörü, vergi mevzuatının enflasyon düzeltmesine izin verip vermemesine doğrudan bağlıdır. Türkiye'de vergi amaçlı enflasyon düzeltmesinin yeniden devreye girmesi, amortisman matrahlarının güncellenmesi yoluyla bu etkiyi kısmen tersine çevirebilecektir.

Öte yandan enflasyon, finansal sıkıntı maliyetlerini de artırır. Yüksek ve oynak enflasyon ortamında faiz oranları ve kurlar daha dalgalı olduğundan, borç servis yükü ve özellikle yabancı para cinsinden borcun yerel para karşılığı öngörülmesi güç biçimde değişir. Bu durum, dengeleme modelinin diğer tarafındaki maliyetleri yükseltir. Dolayısıyla enflasyonun optimum kaldıraç üzerindeki net etkisi, vergi kanalı ile risk kanalının göreli büyüklüğüne bağlı olan ampirik bir sorudur.

Dengeleme yaklaşımının vekâlet teorisiyle genişletilmiş biçimi de bu tartışmaya eklenmelidir. Jensen ve Meckling (1976), borcun yöneticilerin serbest nakit akışını kişisel çıkarları doğrultusunda kullanma alanını daralttığını, ancak aynı zamanda hissedarların riskli projelere yönelerek servetin alacaklılardan kendilerine aktarılmasını sağlama güdüsünü artırdığını göstermiştir. Yüksek enflasyon ortamında bu ikinci sorun belirginleşir: nominal borcun reel değeri enflasyonla eridiğinden, sabit faizli borç veren taraf enflasyon riskine karşı kendini ancak kısa vade, değişken faiz ya da teminat yoluyla koruyabilir. Bu da vekâlet maliyetlerinin sözleşme yapısına yansıması anlamına gelir ve bir sonraki alt bölümde ele alınan borç vadesinin kısalması olgusuyla doğrudan ilişkilidir.

### *2.2. Finansman Hiyerarşisi Yaklaşımı*

Myers (1984) ve Myers ile Majluf (1984), yöneticilerin firma değeri hakkında dışarıdaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olduğu bir ortamda finansman tercihinin bir hiyerarşi izleyeceğini göstermiştir. Bilgi asimetrisi, dış finansmanın, özellikle de değerlemesi bilgiye en duyarlı araç olan hisse senedi ihracının, yatırımcılar tarafından olumsuz bir sinyal olarak algılanmasına neden olur. Bu nedenle firmalar önce iç kaynaklarını, ardından borcu, en son çare olarak da hisse senedi ihracını tercih eder. Bu yaklaşımda optimum bir kaldıraç oranı yoktur; kaldıraç, firmanın geçmiş kârlılığı ile yatırım ihtiyacı arasındaki farkın birikimli sonucudur.

Enflasyonun finansman hiyerarşisi çerçevesindeki etkisi iki kanaldan izlenebilir. İlki iç kaynakların reel değeridir. Tarihî maliyet esaslı muhasebe, enflasyon döneminde stok maliyetlerini ve amortismanları düşük göstererek muhasebe kârını reel kârın üzerinde raporlar. Bu kâr üzerinden vergi ve temettü ödendiğinde, firmanın elinde kalan reel iç kaynak, raporlanan tutarın ima ettiğinden daha azdır. Bu durum, firmaları beklenenden daha erken dış finansmana yöneltebilir. İkinci kanal, bilgi asimetrisinin kendisidir. Yüksek enflasyon ortamında finansal tabloların bilgi değeri azaldığından, dışarıdaki yatırımcıların firma değerini tahmin etmesi zorlaşır. Myers ve Majluf (1984) modelinin mantığıyla, bilgi asimetrisindeki bu artış hisse senedi ihracının maliyetini yükseltir ve hiyerarşiyi daha keskin hâle getirir.

### *2.3. Piyasa Zamanlaması Yaklaşımı*

Baker ve Wurgler (2002), firmaların hisse senedi değerlerinin yüksek olduğu dönemlerde özkaynak ihraç ettiğini ve bu zamanlama girişimlerinin birikimli etkisinin sermaye yapısında

uzun süre kalıcı olduğunu göstermiştir. Bu yaklaşıma göre gözlenen kaldıraç, bir optimumun ya da bir hiyerarşinin sonucu olmaktan çok, geçmişteki piyasa koşullarının tarihsel bir kaydıdır. Graham ve Harvey (2001) tarafından gerçekleştirilen anket çalışması da yöneticilerin hisse senedi ihracı kararlarında hisse fiyatının aşırı ya da düşük değerlenip değerlenmediği yönündeki algının belirleyici bir etken olduğunu teyit etmektedir. Hovakimian, Opler ve Titman (2001) ise hisse fiyatındaki artışların özkaynak ihracı olasılığını yükselttiğini, ancak firmaların ihraç ve geri ödeme kararlarında aynı zamanda bir hedef kaldıraca doğru hareket ettiğini göstererek iki yaklaşımın birbirini dışlamadığına dikkat çekmiştir.

Türkiye'de yüksek enflasyon döneminde yaşanan halka arz ve bedelli sermaye artırımı yoğunlaşması, piyasa zamanlaması yaklaşımı açısından ilgi çekici bir inceleme alanı sunmaktadır. Negatif reel faiz ortamında hisse senedi piyasasına yönelen yoğun talep, firmalara görece düşük maliyetle özkaynak sağlama imkânı yaratmış olabilir. Bu durum, dengeleme yaklaşımının vergi kanalı üzerinden öngördüğü kaldıraç artışının tersine, özkaynak finansmanının payının arttığı bir tabloya yol açabilir. Enflasyonun sermaye yapısı üzerindeki etkisinin tek yönlü olmayacağı düşüncesi, bu rakip kanalların varlığıyla da desteklenmektedir.

### *2.4. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Kurumsal Çevre*

Kaldıracın firma düzeyindeki belirleyicilerine ilişkin ampirik literatürün erken örneklerinden Titman ve Wessels (1988), firmaya özgü varlıkların ve benzersiz ürünlerin kaldıraçla negatif, firma büyüklüğünün ise kısa vadeli borçla negatif ilişkili olduğunu göstermiş; kârlılık ile kaldıraç arasındaki güçlü negatif ilişki de o tarihten bu yana en istikrarlı bulgulardan biri olarak kalmıştır. Rajan ve Zingales (1995), G-7 ülkelerinde kaldıracın belirleyicilerinin ülkeler arasında şaşırtıcı ölçüde benzer olduğunu göstermiştir. Maddi duran varlıkların payı, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü ve kârlılık, farklı kurumsal yapılara rağmen kaldıraçla benzer yönde ilişkilidir. Booth, Aivazian, Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (2001), aynı değişkenlerin gelişmekte olan ülkelerde de benzer işaretlerle anlamlı olduğunu, ancak kaldıraç düzeylerinin ülkeler arasında büyük farklılıklar gösterdiğini ve bu farklılıkların enflasyon, sermaye piyasalarının gelişmişliği ve vergi sistemleri gibi ülkeye özgü etkenlerle ilişkili olduğunu raporlamıştır. Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1999) ile Fan, Titman ve Twite (2012) ise hukuki çevrenin, enflasyonun ve finansal sistemin yapısının özellikle borç vadesi üzerinde belirleyici olduğunu göstermiştir. Bu çalışmalarda ortak olarak ulaşılan bulgulardan biri, yüksek enflasyonlu ülkelerde firmaların uzun vadeli borca erişiminin sınırlı olduğu ve borç yapısının kısa vadeye kaydığıdır.

Bu bulgu Türkiye açısından özellikle önemlidir. Yüksek enflasyon döneminde uzun vadeli sabit faizli borçlanma imkânının daralması, firmaların kısa vadeli ya da değişken faizli borçlanmaya yönelmesine yol açar. Kısa vadeli borcun sık sık yenilenmesi gerektiğinden, faiz

oranı ve refinansman riski artar. Ayrıca yerel para cinsinden uzun vadeli finansmanın kısıtlı olması, firmaları yabancı para cinsinden borçlanmaya yönlendirebilir; bu da bilançoda kur riskinin birikmesi anlamına gelir. Dolayısıyla yüksek enflasyon, yalnızca kaldıraç düzeyini değil, borcun vade ve para birimi kompozisyonunu da etkileyen bir faktör olarak ele alınmalıdır.

## 3. Enflasyon ve Kaldıracın Ölçülmesi

### *3.1. Tarihî Maliyet Esasının Yarattığı Sapma*

Sermaye yapısı çalışmalarında kaldıraç çoğunlukla toplam borcun (ya da finansal borcun) toplam varlıklara veya özkaynaklara oranı biçiminde, defter değerleri kullanılarak ölçülür. Tarihî maliyet esasına göre hazırlanan bir bilançoda parasal kalemler, yani nakit, alacaklar ve borçlar, cari satın alma gücüyle ifade edilir. Buna karşılık maddi duran varlıklar, stoklar ve özkaynak kalemleri gibi parasal olmayan kalemler, edinildikleri tarihteki nominal tutarlarla taşınır. Enflasyon ortamında bu durum, bilançonun iki tarafında farklı satın alma gücüne sahip tutarların toplanması sonucunu doğurur.

Bu yapının kaldıraç oranları üzerindeki etkisi sistematiktir. Borçlar parasal kalem olduğundan cari değerleriyle görünürken, özkaynak dolaylı olarak düşük değerlenmiş parasal olmayan varlıkların tutarını yansıtır. Dolayısıyla tarihî maliyet esaslı kaldıraç oranları, enflasyon ortamında firmaların gerçek ekonomik kaldıracını olduğundan yüksek gösterir. Sapmanın büyüklüğü, firmanın varlık yapısında parasal olmayan kalemlerin payına, bu kalemlerin ortalama yaşına ve söz konusu dönemdeki birikimli enflasyona bağlıdır. Sanayi şirketleri gibi maddi duran varlık yoğun firmalarda sapma büyük, hizmet ve ticaret şirketleri gibi parasal varlıkları ağırlıklı firmalarda ise görece küçük olacaktır.

Bu noktada sapmanın rastgele olmadığının altını çizmek gerekir. Kaldıracın belirleyicileri üzerine yapılan çalışmalarda maddi duran varlık yoğunluğu, neredeyse her zaman kaldıraçla pozitif ilişkili bulunan bir açıklayıcı değişkendir (Rajan ve Zingales, 1995; Frank ve Goyal, 2009). Oysa enflasyon ortamında tarihî maliyet esaslı kaldıraçtaki yukarı yönlü sapma da tam olarak maddi duran varlık yoğun firmalarda büyüktür. Bu durum, yüksek enflasyon dönemlerini içeren örneklemlerde maddi duran varlık yoğunluğu ile kaldıraç arasındaki ilişkinin bir kısmının ekonomik değil, mekanik bir ilişki olabileceği anlamına gelir. Benzer bir mekanik ilişki, varlık yaşı ile de ortaya çıkabilir: eski varlıklara sahip firmaların defter değerleri daha düşük kalacağından, bu firmalar olduğundan daha yüksek kaldıraçlı görünecektir.

### *3.2. Sayısal Örnek*

Söz konusu sapmanın büyüklüğünü somutlaştırmak amacıyla basitleştirilmiş bir örnek ele alınabilir. Bir firmanın tüm maddi duran varlıklarını genel fiyat endeksinin 100 olduğu bir tarihte 600 birim karşılığında edindiğini, raporlama tarihinde ise fiyat endeksinin 250'ye

ulaştığını, yani aradaki dönemde birikimli enflasyonun yüzde 150 olduğunu varsayalım. Firmanın raporlama tarihinde 400 birim parasal varlığı (nakit ve alacaklar) ve 500 birim parasal borcu bulunmaktadır. Örneğin sade kalması için amortisman ve ertelenmiş vergi etkileri göz ardı edilmiş, özkaynak ise varlıklar ile borçlar arasındaki fark olarak hesaplanmıştır. Tablo 1, tarihî maliyet esaslı ve enflasyona göre düzeltilmiş bilanço rakamlarını ve bunlara karşılık gelen kaldıraç oranlarını karşılaştırmaktadır.

**Tablo 1. Tarihî Maliyet ve TMS 29 Esaslı Bilanço ile Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması (Varsayımsal Örnek)**

| Kalem | Tarihî maliyet esası | Düzeltme katsayısı | Enflasyona göre düzeltilmiş |
|---|---|---|---|
| Maddi duran varlıklar (parasal olmayan) | 600 | 250 / 100 = 2,50 | 1.500 |
| Nakit ve alacaklar (parasal) | 400 | Düzeltilmez | 400 |
| Toplam varlıklar | 1.000 | – | 1.900 |
| Borçlar (parasal) | 500 | Düzeltilmez | 500 |
| Özkaynaklar (kalıntı) | 500 | – | 1.400 |
| Borç / Toplam varlıklar | 0,50 | – | 0,26 |
| Borç / Özkaynaklar | 1,00 | – | 0,36 |

Not: Rakamlar yazar tarafından yalnızca açıklama amacıyla oluşturulmuş varsayımsal değerlerdir. Amortisman, ertelenmiş vergi ve özkaynak kalemlerinin ayrı ayrı endekslenmesinin etkileri basitleştirme amacıyla dikkate alınmamıştır.

Tablo 1'de görüldüğü üzere, firmanın ekonomik yapısında herhangi bir değişiklik olmamasına karşın yalnızca ölçüm esasının değiştirilmesi, borç/toplam varlıklar oranını 0,50'den yaklaşık 0,26'ya, borç/özkaynak oranını ise 1,00'den yaklaşık 0,36'ya düşürmektedir. Başka bir deyişle, tarihî maliyet esasına göre yüksek kaldıraçlı görünen bir firma, düzeltme sonrasında orta düzeyde kaldıraçlı bir görünüm kazanmaktadır. Gerçek uygulamada amortisman ve ertelenmiş vergi yükümlülükleri bu farkı bir miktar azaltacaktır; ancak sapmanın yönü değişmeyecektir.

Örnekteki firmanın net parasal pozisyonunun da ayrıca değerlendirilmesi gerekir. Firmanın parasal borçları (500) parasal varlıklarını (400) aştığından, firma net parasal borç pozisyonundadır. TMS 29 çerçevesinde bu pozisyon, raporlama dönemi boyunca yaşanan enflasyon nedeniyle bir net parasal pozisyon kazancı doğurur ve bu kazanç kâr veya zarar tablosunda raporlanır. Ekonomik açıdan bu kazanç, borç verenlerden borçluya enflasyon yoluyla gerçekleşen servet transferinin muhasebe karşılığıdır. Sermaye yapısı araştırmaları açısından bu kalemin özel bir önemi vardır: net parasal pozisyon kazancı, dönem kârını artırdığından kârlılık değişkenini etkiler ve bu etki doğrudan kaldıraç düzeyiyle ilişkilidir. Dolayısıyla düzeltilmiş verilerle yapılan regresyonlarda kârlılık ile kaldıraç arasındaki ilişki, bu mekanik bağlantı nedeniyle yanıltıcı olabilir. Kârlılık değişkeninin net parasal pozisyon kazanç

veya kaybından arındırılmış faaliyet kârı üzerinden tanımlanması, bu sorunu hafifletmek açısından önerilmektedir.

### *3.3. Piyasa Değeri Esaslı Kaldıraç*

Defter değerine dayalı ölçümlerdeki bu sorunlar, piyasa değeri esaslı kaldıraç ölçümlerini akla getirmektedir. Piyasa değeri esaslı kaldıraç, özkaynağın defter değeri yerine hisse senetlerinin piyasa değerini kullanır ve bu yönüyle enflasyonun parasal olmayan varlıklar üzerindeki etkisini, en azından ilke olarak, yatırımcı beklentileri aracılığıyla içerir. Ancak bu ölçümün de kendine özgü sorunları vardır. Welch (2004), firmaların hisse fiyatı hareketlerinin ardından kaldıracı hedef düzeye döndürme yönünde çok sınırlı bir eğilim gösterdiğini ve piyasa değeri esaslı kaldıraçtaki değişimlerin büyük bölümünün finansman kararlarından değil, hisse getirilerinden kaynaklandığını göstermiştir. Yüksek enflasyon ve yüksek piyasa oynaklığının bir arada olduğu ortamlarda bu sorun daha da belirginleşir. Ayrıca piyasa değeri esaslı ölçüm yalnızca borsada işlem gören firmalar için hesaplanabildiğinden, örneklemi önemli ölçüde daraltır. Bu nedenle piyasa değeri esaslı kaldıraç, defter değeri esaslı ölçümlerin yerine değil, onlarla birlikte kullanılması gereken tamamlayıcı bir gösterge olarak değerlendirilmelidir.

Borcun kendisinin piyasa değeri de tartışılmaya değerdir. Yüksek enflasyon ve buna bağlı olarak yükselen faiz oranları, sabit faizli uzun vadeli borçların piyasa değerini defter değerinin altına düşürür. Bu durumda defter değeri esaslı borç tutarı, firmanın gerçek ekonomik yükümlülüğünü olduğundan yüksek gösterir. Türkiye'de şirket borçlarının önemli bir kısmının banka kredisi niteliğinde olması ve ikincil piyasada işlem görmemesi, borcun piyasa değerinin doğrudan gözlenmesini zorlaştırır. Bununla birlikte, borç vadesi ve faiz yapısına ilişkin dipnot bilgileri kullanılarak yaklaşık piyasa değerlerinin hesaplanması mümkündür.

## 4. TMS 29 Uygulamasının Ampirik Araştırmalar Açısından Doğurduğu Sorunlar

### *4.1. Ölçüm Esasında Süreksizlik*

TMS 29'un ilk kez uygulandığı raporlama döneminde, işletmeler cari dönem finansal tablolarının yanı sıra karşılaştırmalı önceki dönem tablolarını da raporlama dönemi sonundaki ölçüm birimine göre yeniden düzenlemiştir. Ancak ampirik araştırmalarda yaygın olarak kullanılan veri tabanları, her döneme ait finansal tabloları o dönemde yayımlandığı biçimiyle kaydetmektedir. Bu durumda 2022 ve öncesine ait tarihî maliyet esaslı veriler ile 2023 ve sonrasına ait düzeltilmiş veriler aynı seri içinde yan yana yer alır. Seri içinde oluşan bu kırılma, kaldıraç oranlarında belirgin bir düşüş, maddi duran varlık yoğunluğunda ise belirgin bir artış olarak görünecektir.

Bu süreksizlik, özellikle kaldıraç değişkeninin kendi gecikmeli değerini içeren dinamik modellerde ciddi sonuçlar doğurur. Hedef kaldıraca doğru kısmi uyum modelleri, kaldıracın

her dönemde hedef ile mevcut düzey arasındaki farkın belirli bir oranı kadar ayarlandığını varsayar (Flannery ve Rangan, 2006). Ölçüm esasındaki değişiklik nedeniyle ortaya çıkan ani kaldıraç düşüşü, bu modellerde hızlı bir ayarlama olarak yorumlanabilir ve tahmini uyum hızını yapay biçimde yükseltebilir. Benzer biçimde, Leary ve Roberts (2005) tarafından önerilen, firmaların kaldıracını ne sıklıkla ve hangi eşiklerde yeniden dengelediğini inceleyen yaklaşımlarda da ölçüm kaynaklı sıçramalar, gerçek dengeleme hareketlerinden ayırt edilemeyebilir.

### *4.2. Açıklayıcı Değişkenlerin Etkilenmesi*

Ölçüm esasındaki değişiklik yalnızca bağımlı değişkeni değil, açıklayıcı değişkenlerin önemli bir bölümünü de etkiler. Kaldıraç çalışmalarında sıkça kullanılan açıklayıcı değişkenler ve bunların TMS 29 uygulamasından beklenen etkilenme biçimleri Tablo 2'de özetlenmiştir.

**Tablo 2. Başlıca Sermaye Yapısı Değişkenlerinin TMS 29 Uygulamasından Etkilenme Biçimi**

| Değişken | Yaygın tanım | Düzeltme sonrası beklenen değişim | Araştırmacı için öneri |
|---|---|---|---|
| Kaldıraç (defter değeri) | Toplam borç / Toplam varlıklar | Düşüş | Düzeltme öncesi dönemi yeniden ifade etmek ya da kırılma kukla değişkeni kullanmak |
| Maddi duran varlık yoğunluğu | Net maddi duran varlıklar / Toplam varlıklar | Artış | Varlık yaşına göre kontrol etmek |
| Kârlılık | FAVÖK / Toplam varlıklar ya da net kâr / Toplam varlıklar | Belirsiz; net parasal pozisyon kazancına bağlı | Net parasal pozisyon kalemini kârdan ayrıştırmak |
| Firma büyüklüğü | Toplam varlıkların doğal logaritması | Artış | Reel tutarlarla ya da yıl sabit etkisiyle çalışmak |
| Büyüme fırsatları | Piyasa değeri / Defter değeri | Düşüş | Satış büyümesi gibi alternatif ölçümlerle desteklemek |
| Borç dışı vergi kalkanı | Amortisman / Toplam varlıklar | Belirsiz | Vergi amaçlı düzeltme ile finansal raporlama düzeltmesini ayrı değerlendirmek |

Tablo 2'den anlaşılacağı üzere, düzeltme sonrasında birden fazla değişken aynı anda ve birbirleriyle bağlantılı biçimde değişmektedir. Örneğin maddi duran varlık yoğunluğunun artması ve kaldıracın düşmesi birlikte gerçekleştiğinde, bu iki değişken arasındaki yaygın olarak raporlanan pozitif ilişki, düzeltme öncesi ve sonrası dönemleri birleştiren bir örneklemde zayıflayabilir ya da işaret değiştirebilir. Bu sonuç, kuramsal olarak anlamlı bir bulgu değil, ölçüm tutarsızlığının doğal bir ürünü olacaktır.

Piyasa değeri/defter değeri oranı da benzer bir etkiye maruz kalır. Özkaynağın defter değeri düzeltme sonrasında belirgin biçimde yükseldiğinden, bu oran düşer. Büyüme fırsatlarının bir göstergesi olarak kullanılan bu oranın düşmesi, firmaların büyüme fırsatlarının azaldığı

yönünde yanlış bir yoruma yol açabilir. Myers (1977) tarafından ortaya konan borç fazlası sorununa göre büyüme fırsatları yüksek firmaların daha az borçlanması beklenir; ancak bu ilişkinin sınanmasında ölçüm kaynaklı değişimlerin gerçek büyüme fırsatlarındaki değişimden ayrıştırılması gerekmektedir.

### *4.3. Sektörel Farklılıklar ve Seçilim*

TMS 29'un etkisi sektörler arasında homojen değildir. Maddi duran varlık yoğun sanayi, enerji ve gayrimenkul şirketlerinde düzeltme etkisi büyük olurken, finansal kuruluşlarda ve parasal varlık ağırlıklı ticaret şirketlerinde görece sınırlı kalacaktır. Dolayısıyla yıl sabit etkileri, ölçüm değişikliğinin ortalama etkisini kontrol etse de sektörler arasındaki farklı etkileri kontrol edemez. Bu durum, sektör ve yıl etkileşimlerinin modele dâhil edilmesini gerektirir.

Ayrıca bazı işletmelerin, örneğin finansal tablolarını farklı bir çerçeveye göre hazırlayanların ya da düzenleyici kurumların belirli sektörler için farklı uygulama tarihleri belirlediği işletmelerin, TMS 29'u farklı zamanlarda uygulamaya başlaması olasıdır. Bu tür zamanlama farklılıkları, bir yandan analizleri karmaşıklaştırırken diğer yandan araştırmacılara doğal bir deney imkânı sunabilir. Düzeltmeyi erken ve geç uygulayan firmaların karşılaştırılması, ölçüm etkisinin gerçek davranış değişikliğinden ayrıştırılmasına yardımcı olabilir. Ancak burada uygulama zamanlamasının rastgele olmadığı ve firma özellikleriyle ilişkili olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

## 5. Önerilen Araştırma Protokolü

Önceki bölümlerde tartışılan sorunlar dikkate alındığında, yüksek enflasyon dönemini kapsayan sermaye yapısı çalışmalarında aşağıdaki protokolün izlenmesi önerilmektedir.

**Birinci adım: Tutarlı ölçüm esası.** En güvenilir yaklaşım, tüm dönemlerin aynı ölçüm esasına göre ifade edilmesidir. Bu amaçla ya TMS 29 öncesi dönemlere ait veriler, düzeltilmiş tabloların karşılaştırmalı dönem bilgileri kullanılarak yeniden ifade edilmeli ya da düzeltme sonrası dönemler için tarihî maliyet esaslı veriler, dipnotlarda ve vergi amaçlı tablolarda yer alan bilgilerden hareketle yeniden oluşturulmalıdır. Her iki yaklaşımın da veri gereksinimi yüksektir; ancak özellikle ilk uygulama yılında karşılaştırmalı tabloların yayımlanmış olması, en azından bir yıllık örtüşme dönemi için iki esasın doğrudan karşılaştırılmasına imkân tanımaktadır. Bu örtüşme dönemi, her firma için bir dönüştürme katsayısı tahmin etmek amacıyla kullanılabilir.

**İkinci adım: Yapısal kırılma kontrolü.** Tutarlı ölçüm sağlanamadığında, modele düzeltme sonrası dönem için bir kukla değişken ve bu kuklanın temel açıklayıcı değişkenlerle etkileşimleri eklenmelidir. Bu yaklaşım, kırılmanın hem düzey hem de eğim etkilerini ayrıştırmaya yardımcı olur. Kukla değişkenin, maddi duran varlık yoğunluğu ve varlık yaşı ile

etkileşimi, düzeltme etkisinin firma bazında farklılaşmasını yakalamak açısından özellikle önemlidir.

**Üçüncü adım: Çoklu kaldıraç tanımı.** Sonuçların sağlamlığı, defter değeri esaslı toplam borç oranı, finansal borç oranı, net borç oranı ve piyasa değeri esaslı kaldıraç için ayrı ayrı raporlanmalıdır. Net borç oranı, parasal varlıkların borçtan düşülmesiyle hesaplandığından, parasal ve parasal olmayan kalem ayrımına duyarlılığı daha düşüktür ve enflasyon ortamında görece daha tutarlı bir gösterge olabilir. Piyasa değeri esaslı ölçüm ise, Welch (2004) tarafından vurgulanan hisse getirisi etkisinin kontrol edilmesi koşuluyla, tamamlayıcı bir bilgi sağlar.

**Dördüncü adım: Vade ve para birimi kompozisyonu.** Yüksek enflasyon ortamında toplam kaldıraç kadar borcun kompozisyonu da önemlidir. Bu nedenle kısa vadeli borcun toplam borç içindeki payı ve yabancı para cinsinden borcun toplam borç içindeki payı ayrı bağımlı değişkenler olarak incelenmelidir. Kur hareketlerinin yabancı para borcun yerel para karşılığını mekanik olarak değiştirdiği dikkate alınarak, bu oranların sabit kur ile hesaplanmış versiyonları da raporlanmalıdır.

**Beşinci adım: Dinamik modellerde dikkat.** Kısmi uyum modellerinde uyum hızı tahmin edilirken ölçüm değişikliğinin yaşandığı dönem ayrıca ele alınmalı, ideal olarak bu dönem hariç tutularak model yeniden tahmin edilmelidir. Dinamik panel tahmin yöntemlerinin küçük örneklemde yanlı sonuçlar verebileceği ve Borsa İstanbul'da işlem gören firma sayısının sınırlı olduğu dikkate alındığında, farklı tahmincilerle elde edilen sonuçların karşılaştırılması önerilmektedir. Ayrıca Lemmon, Roberts ve Zender (2008) tarafından gösterildiği üzere, kaldıracın önemli bir kısmının firmaya özgü ve zaman içinde son derece kalıcı bir bileşenden oluştuğu göz önünde bulundurulmalı ve firma sabit etkilerinin varlığında kısa panel yanlılığı dikkate alınmalıdır.

**Altıncı adım: Kuramsal kanalların ayrıştırılması.** Enflasyonun kaldıraç üzerindeki net etkisini yorumlarken, vergi kanalı, finansal sıkıntı kanalı ve piyasa zamanlaması kanalı mümkün olduğunca ayrıştırılmalıdır. Vergi kanalı için efektif vergi oranı ve borç dışı vergi kalkanlarının büyüklüğü; finansal sıkıntı kanalı için kazanç oynaklığı ve faiz karşılama oranı; piyasa zamanlaması kanalı için ise Baker ve Wurgler (2002) tarafından önerilen dış finansman ağırlıklı piyasa değeri/defter değeri oranı kullanılabilir. Bu değişkenlerin enflasyon dönemi kuklası ile etkileşimlerinin incelenmesi, hangi kanalın baskın olduğuna ilişkin ipuçları sağlayacaktır.

## 6. Sonuç

Bu çalışmada yüksek enflasyonun sermaye yapısı üzerindeki etkisi hem kuramsal hem de ölçüm boyutuyla ele alınmış ve Türkiye'de TMS 29 uygulamasının başlamasıyla birlikte ortaya

çıkan yöntemsel sorunlar tartışılmıştır. Kuramsal açıdan, enflasyonun sermaye yapısı üzerindeki etkisinin tek yönlü olmadığı görülmektedir. Dengeleme yaklaşımı, nominal faizin vergiden düşülebilmesi nedeniyle enflasyonun borcun vergi avantajını artıracağını ve kaldıraç artışını teşvik edeceğini öngörürken, aynı yaklaşımın diğer bileşeni olan finansal sıkıntı maliyetleri enflasyon ve buna bağlı oynaklıkla birlikte yükselmektedir. Finansman hiyerarşisi yaklaşımı, tarihî maliyet esaslı kârın reel iç kaynakları olduğundan yüksek göstermesi ve bilgi asimetrisinin artması nedeniyle dış finansmana erken ve borç ağırlıklı başvuruyu öngörmektedir. Piyasa zamanlaması yaklaşımı ise negatif reel faiz ortamında hisse senedi piyasasına yönelen talebin özkaynak finansmanını cazip kılabileceğine işaret etmektedir. Bu rakip kanalların net etkisinin belirlenmesi ampirik bir sorudur.

Ölçüm açısından ise çalışmanın temel mesajı açıktır: tarihî maliyet esaslı kaldıraç ölçümleri yüksek enflasyon ortamında sistematik bir yukarı yönlü sapma taşır ve bu sapma, kaldıracın başlıca belirleyicilerinden biri olan maddi duran varlık yoğunluğuyla ilişkilidir. TMS 29'un uygulanmaya başlaması bu sapmayı gidermekle birlikte, düzeltme öncesi ve sonrası dönemler arasında bir süreksizlik yaratmıştır. Bu süreksizliği dikkate almayan panel çalışmaları, kaldıraçtaki düşüşü gerçek bir finansman davranışı değişikliği olarak, kaldıraç belirleyicileri arasındaki ilişkilerdeki değişimi ise kuramsal olarak anlamlı bir bulgu olarak yanlış yorumlama riski taşır.

Çalışmanın önerdiği araştırma protokolü, tutarlı ölçüm esası, yapısal kırılma kontrolü, çoklu kaldıraç tanımı, borç kompozisyonunun ayrıca incelenmesi, dinamik modellerde dikkatli tahmin ve kuramsal kanalların ayrıştırılması olmak üzere altı adımdan oluşmaktadır. Bu protokolün uygulanması, Türkiye'de yüksek enflasyon döneminde firmaların finansman davranışına ilişkin bulguların güvenilirliğini ve farklı çalışmalar arasındaki karşılaştırılabilirliği artıracaktır.

Çalışmanın bazı sınırlılıkları bulunmaktadır. Sunulan sayısal örnek, ertelenmiş vergi ve amortisman gibi etkileri göz ardı eden basitleştirilmiş bir örnektir ve gerçek düzeltme etkilerinin büyüklüğünü değil, yalnızca yönünü ve mekanizmasını göstermeyi amaçlamaktadır. Gerçek firma verileriyle yapılacak bir çalışmanın, sapmanın büyüklüğünü sektörler ve firma özellikleri itibarıyla ortaya koyması önemli bir katkı olacaktır. Ayrıca çalışma, finansal raporlama amaçlı düzeltme ile vergi amaçlı düzeltmenin etkilerini ayrıntılı biçimde ayrıştırmamıştır; oysa dengeleme yaklaşımının vergi kanalı açısından asıl belirleyici olan, vergi amaçlı düzeltmedir. Gelecek araştırmaların bu ayrımı dikkate alarak, enflasyon muhasebesinin vergi yükü ve dolayısıyla borcun vergi avantajı üzerindeki etkisini incelemesi, hem akademik literatüre hem de politika tartışmalarına anlamlı bir katkı sağlayacaktır. Son olarak, TMS 29'un uygulamadan kaldırılmasının gündeme gelebileceği olası bir dezenflasyon döneminde, ters

yönlü bir ölçüm süreksizliğinin ortaya çıkacağı ve bu çalışmada önerilen protokolün o dönem için de geçerli olacağı belirtilmelidir.

## Kaynakça


Baker, M. ve Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance, 57*(1), 1–32.

Booth, L., Aivazian, V., Demirgüç-Kunt, A. ve Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance, 56*(1), 87–130.

DeAngelo, H. ve Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics, 8*(1), 3–29.

Demirgüç-Kunt, A. ve Maksimovic, V. (1999). Institutions, financial markets, and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics, 54*(3), 295–336.

Fan, J. P. H., Titman, S. ve Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 47*(1), 23–56.

Flannery, M. J. ve Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics, 79*(3), 469–506.

Frank, M. Z. ve Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management, 38*(1), 1–37.

Graham, J. R. ve Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics, 60*(2–3), 187–243.

Hovakimian, A., Opler, T. ve Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36*(1), 1–24.

International Accounting Standards Board (IASB). IAS 29 Financial Reporting in Hyperinflationary Economies. IFRS Foundation.

Jensen, M. C. ve Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360.

Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK). (2023). Türkiye Finansal Raporlama Standartlarını uygulayan işletmelerin TMS 29 kapsamında enflasyon düzeltmesi yapmasına ilişkin kamuoyu duyurusu (23 Kasım 2023). Ankara: KGK.

Kraus, A. ve Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance, 28*(4), 911–922.

Leary, M. T. ve Roberts, M. R. (2005). Do firms rebalance their capital structures? *Journal of Finance, 60*(6), 2575–2619.

Lemmon, M. L., Roberts, M. R. ve Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *Journal of Finance, 63*(4), 1575–1608.

Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance, 32*(2), 261–275.

Modigliani, F. ve Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review, 48*(3), 261–297.

Modigliani, F. ve Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review, 53*(3), 433–443.

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics, 5*(2), 147–175.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance, 39*(3), 575–592.

Myers, S. C. ve 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.

Rajan, R. G. ve Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance, 50*(5), 1421–1460.

Titman, S. ve Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance, 43*(1), 1–19.

Welch, I. (2004). Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy, 112*(1), 106–131.