

Halka Kapalı KOBİ'lerin Sermaye Yapıları

Capital Structure of Private SME's

İbrahim Emre KARAA, Celal Bayar Üniversitesi, Türkiye, emre.karaa@cbu.edu.tr
Umut Burak GEYİKÇİ, Celal Bayar Üniversitesi, Türkiye, umutburak.geyikci@cbu.edu.tr

Öz: Mikro, Küçük ve Orta ölçekli firmalar, tecrübelerine bakılmaksızın farklı gelişim süreçleri ve yaşam evrelerinde bulunabilmekte ve halka kapalı oluşları finansal önceliklerini ve tercihlerini dolayısıyla sermaye yapılarını değiştirebilmektedir. Sermaye yapıları, birçok faktörden etkilenerek biçimlenebilmekte, halka açık firmalara göre otofinansman ve özsermaye uygulamaları farklılaşabilmektedir. Bu çalışmada, Manisa'da faaliyet gösteren halka kapalı 148 KOBİ'nin 2013-2014 yılları itibarıyla sermaye yapısı incelenmekte, etkileyen faktörler ölçeklere göre belirlenmektedir. Bulgularımıza göre, (a) firmaların borç yapısını yoğun olarak ticari borç finansmanı oluşturmaktadır, (b) otofinansman kullanımları firma ölçeğine paralel olarak değişmektedir (c) firmaların sermaye yapıları, firmaların büyüklüğü, varlık yapıları, kârlılıkları ve borçlanma maliyetlerinden etkilenmektedir.

Anahtar Sözcükler: Sermaye Yapısı, Halka Kapalı Firmalar, KOBİ, Otofinsman, Borç Yapısı

Abstract: Micro, Small, and Medium-size enterprises might evolve development processes, experience different evolving stages and because they are privately held, might lead them to change financial priorities, choice and capital structures, eventually. The capital structure of firms might be influenced by a variety of factors and internal financing and equity applications might differ. In this study, we surveyed 148 private firms in Manisa and delivered data from 2013-2014 and analyzed capital structures, determined its influencing factors. We find that, (a) the debt structure of firms formed by accounts payable financing intensively (b) auto-financing do not increase by SME scales, (c) the capital structure of SME's are affected by firm size, tangibility, profitability and cost of debt.

Keywords: Capital Structure, Private Firms, SMEs, Internal Financing, Debt Structure

1.Giriş

Sermaye yapısı teorilerine ilişkin ampirik çalışmalarda, firmaların sermaye yapısı tercihlerine ilişkin birçok kanıt sunulmuştur ancak, bu çalışmalar büyük ölçüde halka açık firmalar üzerinde gerçekleştirilmiştir. Araştırmaların halka kapalı firmalara doğru genişletilmesi ve yeni kanıtlar sunulmasıyla teoriler daha büyük bir geçerliliğe kavuşabilir. Modigliani ve Miller'in yetmiş yaşındaki sermaye yapısı teorisi, firma değeri ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Halka açık firmalarda yürütülen birçok ampirik çalışmada; firma yaşı, büyüklüğü, Ar-ge yatırımları ve varlık yapısı faktörlerinin firmaların sermaye yapısını etkilediğini ortaya konmuştur. Söz konusu faktörlerin Türkiye'de halka kapalı KOBİ'lerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi ise bildiğimiz kadarıyla araştırılmıştır değildir.

Önceki çalışmaların halka açık firmalara odaklanmasının çeşitli sebepleri vardır. İlk önemli sebep, sermaye yapısına ilişkin teorilerin firmanın piyasa değeri ile sermaye yapısı arasındaki ilişkileri inceliyor oluşudur. Piyasa değeri halka açık firmalarda kesin olarak belirlenebilmektedir. Halka kapalı firmalar için şirket değerlendirme yöntemleri kullanılabilirse de, bu hesaplamalar spekülasyon tahminlere dayanması sebebiyle objektiflikten uzak ve göreceli olmaktadır. Dolayısıyla sonuçlar hiçbir zaman piyasanın az yanılmalı kararlarına benzemeyecektir. İkinci sebep ise, halka açık firmaların firma değeri ve mali tablo verilerine erişimin kolay oluşudur. KOBİ'lerin büyük kısmının verilerine halka kapalı oluşun doğası gereği açık erişim yoktur. Ancak dünyada bazı özel kuruluşların veri derledikleri görülebilmektedir. Türkiye'de ise, bazı devlet kurumlarının derlediği sektör anketleri ile çalışmak son derece zorlu süreçlerle dolu olduğu için, alternatif veriye erişim ancak firmalara anket uygulanması yoluyla olabilmektedir. Bahsedilen nedenler sebebiyle, halka kapalı KOBİ'lerin finansal yapılarıyla ilgili çalışmalar oldukça azdır.

Bu çalışmanın mantıksal zemini (rasyonel) ve motivasyon kaynağı; halka açık büyük anonim ortaklıklar ile halka kapalı KOBİ'lerin, tamamen farklı finansal çevrelere sahip ayrı evrenler oluşlarıdır. Türkiye'de halka açık firmaların hemen tamamı büyük ölçeklidir, halka kapalı firmaların ise büyük çoğunluğu KOBİ ölçeğindedir. Halka açık veya kapalı oluşlarına göre firmaların sermaye yapılarında farklılıklar olması ve sermaye yapısını etkileyen faktörlerin, otofinansman ve borçlanma uygulamalarının farklılaşması beklenir. Ayrıca, KOBİ'ler kendi içinde mikro, küçük ve orta ölçeklere ayrıştırıldığında, farklı ölçeklerde farklı sermaye yapıları ve etki eden farklı faktörlerin etkileri söz konusu olabilecektir.

Bu çalışma, KOBİ'lerin sermaye yapılarına ilişkin bir bilgi açığını kapatmak üzere Manisa özelinde bir başlangıç çalışmasıdır. Çalışmanın amaçları; (a) KOBİ'lerin tüm ölçeklerinde sermaye yapılarının belirlenmesidir. Bunun için sadece elde edilen sonuçların gösterimi ile yetinilmemiş, anketten elde edilen bilanço

verileri, Türkiye'yi yansıtan TCMB reel sektör ortalamaları verileriyle karşılaştırmalı olarak verilmiştir. (b) Önceki çalışmalardan farklı olarak halka açık ve görece büyük firmaların sermaye yapısını etkilediği ileri sürülen faktörlerin, halka kapalı farklı ölçeklerdeki KOBİ'lerin sermaye yapısı üzerindeki etkilerinin belirlenmesidir.

Sermaye yapısı tercihi, her zaman firma için bir tercih meselesi değildir, bazen bir zorunluluk olarak ortaya çıkabilir. Ekonomideki ağırlıklarına karşın, KOBİ'ler finansmana erişim problemi yaşadıklarını ifade etmektedirler. Türkçe literatürde, özellikle yüksek kredi maliyetleri ve faiz oranları, yüksek teminat talepleri, bankaların kredi kullandırma konusundaki isteksizliği gibi şikâyetler tespit edilmiştir. Finansmana erişim problemleri, sermaye yapısı hakkında ipuçları vermektedir. Borç finansmanın zayıf olma olasılığı, bunun karşısında özsermaye finansmanının ağırlığının fazla olması mantıksal bir çıkarımdır ancak, her ölçekte durumun belirlenmesi yerinde olacaktır. Hangi faktörlerin sermaye yapısına etki ettiğinin belirlenmesiyle, gelecek yıllarda firmalar AR-GE yatırımlarına gittiklerinde, varlıklarını büyüttüklerinde, kârlılıklarını artırdıklarında firmaların finansmana erişimde hangi türden, hangi vadede finansman sağlamaya çalışacakları ile ilgili ön kestirimler yapılması mümkün olacaktır.

Çalışmanın amacını gerçekleştirmek için, Manisa'da halka kapalı 300 KOBİ'ye anket uygulanmış, 166 firmadan geri dönüş alınmıştır (geri dönüş oranı: %55,3). Demografik ve iki yıllık finansal tabloların verileri derlenmiştir. KOBİ'lerin sermaye yapıları ve ilgili faktörler finansal oranlar kullanılarak belirlenmiştir. Daha önce literatürde, halka açık firmalar için belirlenen faktörlerin sermaye yapıları üzerindeki etkileri, halka kapalı KOBİ'ler için yatay-kesit regresyon analizleri ile araştırıldığında; firma büyüklüğü, varlık yapısı, kârlılık, borçlanma maliyetleri faktörleri ile sermaye yapıları arasında ilişki bulgulanmış, ancak likidite ile ilişkisi bulunamamıştır. Sermaye yapıları ve yapıları etkileyen faktörler, farklı ölçeklerde farklı derecede etkileşim göstermektedir. Ölçekler büyüdükçe yabancı kaynak kullanımı artmaktadır. Ayrıca, bazı ölçeklerde ticari borçların, mali borçlara tercih edilmesi dikkat çekmektedir.

2. İlgili Literatür

2.1. KOBİ'lerin Finansmana Erişim Sorunu

KOBİ'lerin finansmana erişimi ile sermaye yapılarının biçimlenmesi arasında bir ilişki vardır. Örneğin, firmaların istedikleri miktarda ve vadede dış borçlanma kaynaklarına ulaşamamaları nedeniyle özsermaye finansmanını kullanmaları bir tercih değil, bir zaruret olabilir. Dolayısıyla sermaye yapıları incelenirken, finansmana erişim sorununa temas etmemek büyük bir eksiklik olacaktır. Bu sorun ayrıca önemli bir yatırım iklimi engeli olarak da kabul edilmektedir. Dünya Bankası verilerine göre, yatırım iklimi engelleri içinde finansmana erişim, ölçek fark etmeksizin tüm şirketler için birinci sıradaki engel olarak görülmektedir ve orta ölçekli firmalarda yüzde 36.2, küçük ölçeklilerde yüzde 24.2 ve mikro ölçeklilerde yüzde 26.2 olarak ortaya çıkmıştır (Turkey Investment Climate Report, 2010).

TÜİK İş kayıtlarına göre 'Girişim Sayıları Çalışması' sonuçları, 2014 yılında Türkiye'de 3.525.431 girişimin yüzde 99.8'inin KOBİ'lerden oluştuğunu göstermiştir. (KOSGEB, 2015). KOBİ'lerin ekonomiye, yatırıma, istihdama, ihracata, sosyal kalkınmaya, vergilere yaptıkları önemli katkılar bilinmektedir. Dünyanın hemen her yerinde KOBİ niteliğindeki firmalar teşviklerle desteklenmesine rağmen finansmana erişim sorunları devamlılık göstermektedir. Bu sorun evrensel niteliktedir ve gelişmekte olan ülkelere özgülenmiş değildir. Örneğin, İngiltere (Hughes, 1997), Almanya (Audretsch ve Elston, 1997; Egelnd vd., 1997), Belçika (Manigart ve Struyf, 1997) gibi gelişmiş ülkelerde de KOBİ'lerin finansmana erişim sorunları olduğu belirlenmiştir.

Finansman hiyerarşisi teorisine göre; firmaların ilk değerlendirmeleri beklenen finansman kaynağı otofinansmandır. Firmaların bir önceki yıldan elde ettikleri kârları dağıtmayarak sermayeye ilâve etmek suretiyle sağladıkları otofinansmanın, fırsat maliyeti dışında bir maliyeti bulunmadığı için öncelikli olarak tercih edildiği düşünülmektedir. Müftüoğlu (1991, 57), otofinansman bakımından KOBİ'lerin büyük işletmelere göre daha olumsuz şartlar taşımakta olduklarını söylemektedir. Bu durumda, eğer ölçeklere göre otofinansman kullanımı değişiyorsa, küçük ölçekli firmaların orta firmalardan, mikro firmaların da küçük firmalardan daha olumsuz şartlar taşıması beklenir. Otofinansman esasen firmaların kârlılık düzeylerine ve firma sahip/ortaklarının kararlarına bağlıdır. Ölçeklere göre bu kaynağın ne kadar kullanıldığının belirlenmesi değerli olabilecektir.

Finansman hiyerarşisi teorisi, ikincil finansman kaynağı kullanımının borç finansmanı olduğunu önermektedir. Geleneksel borç finansmanı, bankalardan kredi kullanımınıdır. Tarihsel olarak da kıta Avrupası ve Japonya'da olduğu gibi Türk finansal sistemini bankacılık domine etmektedir. Bankalarla kurulan ilişki, özel bir ilişki olup, gizlilik prensibine dayandığı için de daha fazla tercih ediliyor olabilir. Ayrıca piyasanın yatırım yapılabilir bulmayacağı düşük getirili-riskli projelerin finansmanı, bankalardan kredi bulmak yoluyla çözülebilmektedir (Fama,1985).

Firmaların özellikle bankalardan kredi kullanma ile ilgili sorunlar yaşadıkları bilinmektedir. Finans kuruluşları riskli gördükleri KOBİ'lerle kredi ilişkisine girmek için yüksek teminatlar istemekte (örn. Kendirli vd., 2007) ve KOBİ'ler de istenen teminatları göstermekte güçlükler yaşanmaktadır (örn. Koyuncuğil ve Özgülbaş, 2006: 159; Kutlu ve Demirci, 2007: 191-193). Daha yakın dönemde de problemlerin kronik olarak devam ettiği görülmektedir. Kredi maliyetlerinin yüksekliği ve özkaynak yaratılamama problemi, Kendirli

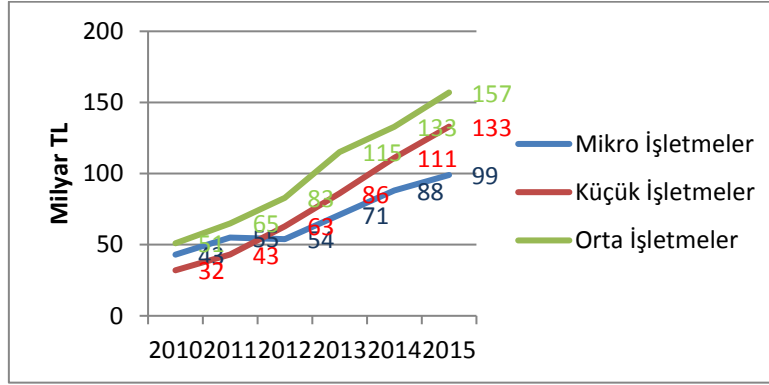
vd.,(2007, 510) çalışmasında ve Çan (2015) araştırmasında görülmektedir. Buna göre, gerek küçük ölçekli gerekse orta ölçekli firmaların en önemli sorunları; (i) kredi maliyetlerinin yüksekliği, (ii) işletme sermayesi ihtiyacı artışı ve (iii) özkaynak yaratamama olarak sıralanmıştır. Çan'ın araştırmanın son iki periyodundan elde edilen veriler düzenlenerek Tablo 1. oluşturulmuştur.

Tablo 1. Küçük ve Orta Ölçekli Firmaların Finansman Problemleri

Dönemler	Küçük Ölçekli		Orta Ölçekli	
	2012/2	2013/1	2012/2	2013/1
Kredi maliyetlerinin yüksekliği	67.8	65.8	68.8	74.5
İşletme sermayesi yetersizliği	44.5	52.5	48.4	57.5
Özkaynak yaratamamak	39.7	47.5	37.6	39.6

*Çan (2015) araştırmasından özetlenmiştir(Anket devam etmediği için son veriler)

Yıllar itibariyle finansmana erişime ilişkin problemlerin çözülmediği, artarak devam ettiği, buna karşın KOBİ'lerin banka kredilerinden giderek daha fazla yararlandıkları da görülmektedir. Şekil 1'de Türk bankacılık sektörünün KOBİ'lere kullandığı kredilerin giderek arttığı gözlemlenebilmektedir. En hızlı artış, 2011'den 2012'ye geçişte görülse de bu durum KOBİ tanımının resmi olarak genişletilmesinden kaynaklanmış olabilir. 2015 yılı değerlendirildiğinde tüm ölçeklerdeki KOBİ'lerin son iki yılda kullanılan kredilerin artış hızının giderek yavaşladığı görülmektedir. Dolayısıyla KOBİ'lerin krediler yoluyla borçlanma imkânlarının önceki yıllara göre biraz daralmış olduğu düşünülebilir.



Şekil 1. KOBİ'lere Kullanılan Krediler (Tutar, Yıl)

Kaynak: BDDK, Türk Bankacılık Sektörü Aralık 2015 verilerinden elde edilmiştir

KOBİ ölçeğindeki firmaların borçlanmalarına ilişkin güçlüklerin temelinde, kreditorlerin faaliyette buldukları ekonominin içinde bulunduğu genel durum ve Devlet İç Borçlanma Senetlerine (DİBS) ödenen faizlerin yüksekliği olduğu düşünülmelidir. Türk hazinesi, yüksek enflasyon beklentileri karşısında yüksek faizler önermek durumunda kalmaktadır. Daha önceki yıllarda hazinenin çok büyük tutarlardaki fon talebinin bir dışlama etkisi yarattığı da söylenebilirdi ancak, kamu borçlanmaları günümüzde oldukça düşük olduğundan bu etkinin ağırlığının azaldığı düşünülebilir. Bankalardan kredi yoluyla borç finansmanına alternatif olarak, finansal piyasalarda tahvil ihracı akla gelse de çok mümkün değildir, çünkü tahvil ihracı ancak olgunluk evresindeki firmalarda görülebilir. Örneğin, ABD'de tahvil ihracı 50 yaşındaki firmalarda görülmektedir (Madura, 2015). Bu sebeple borç finansmanının büyük ölçüde banka kredileri ve ticari borçlara dayanması beklenir.

Kredi yoluyla fon bulmak güçleştiğinde genellikle piyasada firmalar ticari borçlar yoluyla finansman sağlama eğilimi göstermekte, bu durum da firmalarda işletme sermayesi problemleri doğurmaktadır. Açık bir ifade ile kimse vaktinde ödeme yapmadığında, her firmada bir işletme sermayesi problemi doğacaktır. Bu durumda vadeli satışlar, özkaynaklar veya ticari borçlarla finanse edilmek zorunda kalacaktır. Nitekim ticari alacakların tahsilinde yaşanan güçlükler de sorunların ilk sıralarında yer aldığı (örn. Konuk ve Aygen, 2007, 518) düşünülürse, KOBİ'lerin borç finansmanı ve alacak yönetimi konularında ne kadar sıkıntılı oldukları anlaşılabilir.

2.2. Firmaların Sermaye Yapıları

Firmaların sermaye yapısı, borç ve özkaynak arasındaki tercihlerini bir kombinasyon şeklinde yansıtır. Bu tercihin altında yatan nedenler literatürde teorize edilmiştir. Uygun sermaye yapısının her zaman firma değer maksimizasyonu prensibine göre biçimleneceği değerlendirilmiştir. Bu anlamda ilk çalışma, Modigliani-Miller'in 1958 yılındaki çalışması olup, borçlanmanın kaldıraç etkisi vergi bağlamında değerlendirilerek bunun değer maksimizasyonuna nasıl hizmet ettiği gösterilmektedir. Sonrasında finansman kararlarının nasıl ve neye

göre verildiği farklı faktörlerle değerlendirilmiştir. Dış finansmana kullanımı, firmanın sermaye yapısı kararıdır. Buna göre, sermaye yapısı teorileri temelde 4 teoriden oluşmaktadır. Statik ödünleşme teorisi (Kraus ve Litzenger, 1973), Finansman hiyerarşisi teorisi (Myers ve Majluf, 1984), Piyasa zamanlaması teorisi (Baker ve Wurgler, 2002), Vekâlet maliyeti teorisi (Jensen ve Meckling, 1976). Bu teoriler, optimal sermaye yapısı düşüncesini ortaya çıkartmışsa da genel geçer, her firma için uygulanabilir bir formül yoktur. Teoriler, işletmenin değerini etkileyen finansal bileşenlerin seçiminin nasıl olacağına odaklanmaktadır. (Gitman, 1991: 497-498).

Teorileri test eden amprik çalışmalarda, firmanın kaldıraç oranı, firma karakteristiklerinin bir fonksiyonu olarak alınmaktadır. Vergi kalkanı yüksek firmaların, finansal başarısızlık maliyetleri düşer ve borcun özsermayeye göre yanlış fiyatlanması söz konusu olduğunda da yüksek kaldıraç oranlarıyla karşılaşılır. Şayet, borcun faydası pozitif ise, bu takdirde daha çok borçlanmaları beklenir (Faulkender ve Petersen, 2006).

Sermaye yapısını etkileyen faktörler; firma büyüklüğü, büyüme olanakları, varlık yapısı, yaş, Ar-ge yatırımları, borç dışı vergi kalkanı, kârlılık, mülkiyet yapısı, işletmenin itibarı, işletmenin kalitesi (NBD’i pozitif proje sayısı), maddi varlıklar (Aktifler- Maddi olmayan duran varlıklar), vergi, likidite faktörleri ile araştırılmıştır. Alanın temel makalelerinden kabul edilen Balakrisnan ve Fox (1993) çalışmasında, sermaye yapısını etkileyen firma karakteristiklerinin özellikle borç kaldırıcı üzerinde yatay kesit analizlere göre daha fazla etkili olduğunu ölçmüşlerdir.

Firmaların sermaye yapısı, varlıkların finansmanında kullanılan borç ve özsermaye kombinasyonunu gösterir ve farklı biçimlerde izlenebilir. Sermaye yapısı kaldıraç oranı ile izlenebilir. Bu oran (Toplam borçlar / Toplam Aktif) ve (Borç / Özsermaye) oranlarıdır (İskenderoğlu vd., 2012, 291-311). Sermaye yapısı, yönetimin tercihlerini yansıttığı kadar bazı faktörlerden etkilenerek de biçimlenir. Sermaye yapısını etkileyen faktörlerin etkilerini açıklayan en kapsamlı çalışmalardan Rajan ve Zingales (1995); G7 ülkelerinde varlık yapısı, büyüklük, kârlılık ve büyüme olanakları faktörlerinin etkili olduğunu bulgulamıştır. Ardıl çalışmalardan kabul edilebilecek Booth vd., (2001) 10 gelişmekte olan ülkede, Buferna vd. (2005) ise Libya’da aynı faktörlerin sermaye yapısını üzerindeki etkilerini ortaya koymuşlardır. Büyüklük ve büyüme olanakları faktörlerinin sermaye yapısını etkilediği, Banerjee vd. (1999) çalışmasında görülebilmektedir.

Bancel ve Mittoo (2004), 17 Avrupa ülkesinde yaptıkları çalışmada finansal esneklik, borçlanmada kredi derecesi ve vergi avantajının borçlanma politikasının en önemli belirleyicileri olduğunu, özsermaye içine hisse başına kâr değişkeninin etkili olduğunu bulgulamışlardır. DeAngelo ve Roll (2015) çalışmasında (Toplam Borç / Toplam Aktifler) oranının birçok halka açık firmada farklı zamanlarda yüksek ve düşük olduğunu, bu oranı devamlı surette %50’nin üzerinde devam ettirenlerin pek az olduğunu bildirmektedir.

Ülkelerin farklı ekonomik koşulları, farklı finansal çevreler de sermaye yapısını etkileyebilir. Bu yüzden Türkiye’deki orta ve büyük ölçekli halka açık firmaların sermaye yapılarını ele alan çalışmalar incelenmiştir. Korkmaz vd. (2007), 1997-2004 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören KOBİ’lerin sermaye yapılarını incelemişler adimsal regresyon yöntemi ile sermaye yapısını etkileyen değişkenleri; işletme büyüklüğü, kârlılık, büyüme, işletme riski, borç dışı vergi kalkanı ve vergi olarak belirlemişlerdir. Daha sonra Korkmaz vd. (2009) araştırmasını otomotiv sektöründe faaliyet gösteren 16 halka açık firmaya genişleterek, 2003-2006 yılları arasında incelemiş ve firmaların sermaye yapıları ile özsermaye kârlılığı ve borç dışı vergi kalkanı arasında ilişki bulgulamıştır. Ayrıca finansman hiyerarşisi teorisini doğrulayıcı bulgulara ulaşılmıştır.

Sarıoğlu vd. (2013), borsaya kayıtlı çimento, otomotiv ve otomotiv yan sanayi ve bilişim sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını 2007-2011 yılları arasında izleyerek, sektörler arası farklılıklar bulgulamışlardır. Bilişim sektöründe büyüklük ve varlık yapısı, firmaların sermaye yapısını pozitif yönde etkilemektedir. Çimento ve bilişim sektörlerinde şirket büyüklüklerinin, (Toplam Borç / Toplam Aktifler) oranını pozitif etkilediği belirlenmiştir. Okuyan ve Taşçı (2010), Türkiye’deki 1000 sanayi şirketinde sermaye yapılarını 1993-2007 yıllarında izleyerek, finansman hiyerarşisi teorisini destekler bulgular elde etmişlerdir.

Ata ve Ağ’ın (2010) çalışmalarında borsaya kayıtlı, metal ana sanayi ve metal eşya, makine ve gereç yapım sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler incelendiğinde firma büyüklüğü dışında sermaye yapısı üzerinde pozitif etkili faktör bulunamamıştır. Terim ve Kayalı (2009), Türkiye’de imalat sanayinde faaliyet gösteren 134 halka açık firma 2000-2007 yılları arasında incelenmiş ve sermaye yapıları ile net sabit varlıklar, kârlılık ve büyüme fırsatları arasında güçlü ilişkiler regresyon analizi ile bulgulanmıştır.

Güler (2010), çalışmasında koentegrasyon yöntemi kullanarak 1996 ve 2007 yılları arasında Borsada işlem gören firmaların sermaye yapılarını incelemiştir. Buna göre etkili olan faktörler, Panel koentegrasyon (eşbütünleşme) sonuçlarına göre (Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Aktifler), (Toplam Borçlar / Toplam Aktifler), (Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktifler), (Toplam Borçlar / Özsermaye), (Kısa Vadeli Borçlar / Özsermaye) ve Uzun Vadeli Borçlar / Özsermaye), sermaye yapısı değişkenlerinden (Toplam Borçlar / Toplam Aktifler) ve (Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Aktifler) modellerinde anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. (Toplam Borçlar / Toplam Aktifler) ve (Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Aktifler) modellerinde etkili olan bağımsız değişkenler; likidite, borç dışı vergi kalkanı ve işletme büyüklüğüdür. Bu değişkenler, iki modelde de benzer ilişkiler göstermiştir.

Firmaların sermaye yapıları, özellikle halka açık firmalarda araştırılmıştır. Halka açık firmalar genellikle büyük firmalardır ki sermaye yapılarının tamamen farklı bir doğası olabilir. Ancak, sermaye yapısını etkileyen

faktörlerin, halka açıklık durumuna göre farklılaşması beklenmemektedir. Ang (1992, 194-196), halka kapalı firmaların sermaye yapılarının halka açık firmalardan farklı oluşunu; firmaların şöhreti, formal olmayan ilişkileri, sınırlı sorumluluk taşıyor olmaları yani limited ortaklık oluşları, çok az sayıda borç vereni olması, sermayemsi (quasi-equity) yani raporlanmamış özsermayeleri oluşu, aşırı iyimser girişimcilerin yüksek riskler alışı gibi unsurlarla açıklamaktadır. Aynı zamanda, düşük borçlanma oranları için de gerekçe olarak halka açık firmalara göre vergisel avantajları oluşu, yönetim hâkimiyeti olması sebebiyle dış finansman isteyen projeleri gerçekleştirmemeleri, kişisel portföylerinde riskin dağıtılmıyor oluşu, kreditorlerin çok sayıdaki küçük ve orta işletmeleri izlemelerinin yüksek maliyetli oluşunu ileri sürmektedir.

3. Araştırmanın Bulguları

3.1. Veri Seti

Çalışma kapsamında Manisa ilinde KOBİ niteliği taşıdığı düşünülen 300 firmaya anketler gönderilmiş, 166'sından geri dönüş sağlanmıştır (geri dönüş oranı, %55,3). Firmaların bir kısmının KOBİ statüsünün dışında olduğunun anlaşılması ile kullanılabilir firma verisi 148 adede düşmüştür. Görüşülen firmaların bir kısmı satış gelirleri ile yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar kalemlerinde yer alan rakamları, bir kısmı aktiflerini vermek istemediği için analizlere uygun ve ana kalemlerde veri eksikliği bulunmayan 110 firma belirlenmiştir. Firma isimlerinin gizliliği ile ilgili teminat verilmiştir.

KOBİ niteliğindeki firmalar; mikro, küçük ve orta ölçekli olarak sınıflandırılmıştır. Mikro ölçekliler; on kişiden az çalışan istihdam eden, yıllık net satış hasılatı ya da bilançosu bir milyon lirayı aşmayan firmalardır. Küçük ölçekliler; on kişiden fazla, elli kişiden az çalışan istihdam eden ve net satış hasılatı (veya bilançosu) bir milyondan yukarı, sekiz milyon lirayı aşmayan firmalardır. Orta ölçekliler ise, elli kişiden fazla, ikiyüzelli kişiden az çalışan olan ve net satış hasılatı (veya bilançosu) sekiz milyondan yukarı, kırk milyon lirayı aşmayan firmalardır.

Çalışmada regresyon analizlerinin yapıldığı bölüme geçildiğinde, bazı gözlemlerin yıl bazında, bazılarının ilgili hesaplarda veri eksiklikleri olması ve regresyon analizinin sağlığını etkileyebileceği düşüncesiyle örneklem kümesinden çıkartılmıştır. Bu yüzden değerlendirilen firma sayısı 89'a düşmüştür. Mikro ölçekli firmaların sayısı düşük olduğu için analize dahil edilememiştir.

3.2. Manisa ve Türkiye'de Halka Kapalı Firmaların Bilançoları (2013-2014)

Manisa ilinde faaliyet gösteren halka kapalı finansal olmayan 110 KOBİ ölçeğindeki firmanın verilerinin toplamından, Türkiye reel sektör ortalamaları ise TCMB verilerinden elde edilmiştir. Her bir değer, toplam varlıklar içinde kalemlerin ağırlıklarını yansıtacak şekilde düzenlenmiştir. Sadece reel sektör alınmıştır.

Tablo 2. Manisa'da halka kapalı KOBİ'ler ve Türkiye KOBİ'leri Bilançoları 2013-2014

Bilançolar	Mikro		Küçük		Orta		Toplam		Reel Sektör Toplamı	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
VARLIKLAR										
Nakit ve menkul kıymetler	6.9	7.3	11.9	13.3	11.1	14.8	11.2	14.4	9.8	9.6
Alacaklar	14.7	34.7	26.6	25.3	27.7	29.6	27.3	28.8	22.3	22.3
Stoklar	38.8	16.1	19.0	19.6	25.7	24.2	24.5	23.3	14.0	13.6
Diğer dönen varlıklar	28.1	23.0	7.0	7.3	2.0	2.3	3.3	3.4	5.6	5.7
Dönen varlıklar Toplam	88.6	81.0	64.5	65.5	66.5	70.9	66.3	69.9	51.8	51.2
Maddi Duran varlıklar	8.8	17.3	30.9	29.3	31.4	27.2	31.0	27.6	26.6	27.0
Maddi olmayan duran varlıklar	0.4	0.8	3.0	4.1	1.2	1.5	1.6	2.0	6.8	6.7
Diğer duran varlıklar	1.7	0.8	1.7	1.0	0.9	0.4	1.1	0.5	14.8	28.5
Duran Varlık Toplamı	11.4	19.0	35.5	34.5	33.5	29.1	33.7	30.1	48.2	48.8
Toplam Aktifler	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
KAYNAKLAR										
Mali Borçlar	10.7	7.9	16.9	16.8	18.8	16.0	18.4	16.1	12.0	12.5
Ticari Borçlar	2.2	26.2	20.9	20.7	28.0	28.5	26.3	26.9	13.2	12.6
Diğer kısa vadeli borçlar	29.3	14.2	21.8	21.9	11.5	12.8	13.7	14.5	12.1	12.2
Toplam kısa vadeli borçlar	42.2	48.3	59.6	59.4	58.3	57.2	58.4	57.6	37.3	37.2
Uzun vadeli borçlar	9.2	8.2	9.9	12.7	9.0	11.9	9.2	12.0	23.1	24.6

Toplam Borçlar	51.4	56.5	69.5	72.1	67.3	69.1	67.6	69.6	60.5	61.8
Yedek akçeler*	22.6	27.4	3.4	2.8	1.6	1.1	2.2	1.7	11.8	11.4
Diğer pasifler	26.1	16.1	25.0	25.0	31.1	29.7	29.8	28.7	27.8	26.8
Öz Kaynaklar	48.6	43.5	30.5	27.9	32.7	30.8	32.4	30.4	39.5	38.2
Pasif Toplamı	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	(n=14)	(n=52)	(n=44)	(n=110)	(n=10376)					

* Sermaye ve kâr yedekleri toplamı

Örneklemedeki firmaların bilançolarının ortalamaları alınarak mikro, küçük ve orta ölçekli firmalar arasında kıyaslamalar yapılabileceği gibi, Türkiye ortalaması ile de karşılaştırma yapılabilir. Varlıklar ölçekler arasında anlamlı farklılıklara sahip olması doğaldır. Bu tabloda özellikle mikro ölçekli firmalarda varlıklarının ağırlıklı olarak stoklara toplanmış olması dikkat çekicidir.

Borç kaldırıcı, en geniş tanımıyla, toplam yükümlülüklerin toplam varlıklara oranlanması ile elde edilir. Bu aynı zamanda özsermayenin ağırlığını görmeye yardımcı da olur, çünkü bu oran 1'den çıkartıldığında kalan kısmı özsermayenin ağırlığını gösterir. Toplam yükümlülükler içerisinde ticari borçlar kalemi de bulunmaktadır, dolayısıyla bu firmaların gerçek riskliliklerini yansıtmayabilecektir (Rajan ve Zingales, 1995). Gerçekten de ticari borçlar, ticari alacaklar, firmanın faaliyet gösterdiği sektör koşullarından etkilenmektedir. Bu kalem daha çok finansmanın nasıl sağlandığının bir göstergesi olabilir ve kaldırıcının daha doğru belirlenmesi için hesaptan düşülmesi uygun olacaktır.

Bir başka yaklaşım ise kaldırıcının doğrudan etkisini görmek için, öncelikle mali borçların (kısa ve uzun dönemli) toplam varlıklara oranının alınarak hesaplanmasıdır. Toplam varlıklardan alacakların düşülmesi ile net varlıklar elde edilir. Alacaklar da ticari borçlar gibi faaliyet gösterilen sektörün genel uygulamalarına bağlıdır, firmanın kendi tercihlerine bağlı olmayabilir. Bu sebeple, net varlıkların hesaplanması ile doğruya daha yakın çıkarımlar yapılabilir.

Borçlanmalar karşısında riskin değerlendirildiği ölçütlerden biri de faiz yükünü karşılama oranıdır. Vergi öncesi ya da vergi ve amortisman sonrası kârların faiz ödemelerine oranlanması ile bulunur. Bu biçimdeki faiz yükümlülükleri, borç yükümlülüğünden daha büyük öneme sahiptir çünkü firmanın düşük borç seviyeleri olabilir buna karşın borçları karşılama gücü yeterli olmayabilir.

3.3. KOBİ'lerin Sermaye Yapıları

KOBİ'ler, mikro küçük ve orta ölçekli olarak tasnif edilmiştir. Her iki yılın verilerinden, sermaye yapısına ilişkin oranlar elde edilerek, Tablo 3'de sunulmuştur.

Tablo 3. Yıllara ve Ölçeklere göre KOBİ'lerin Sermaye Yapıları

Yıllar ve ölçeklere göre Sermaye Yapısı	Mikro		Küçük		Orta	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
T. Mali Borçlar/ T. Aktifler	0.1174	0.0862	0.2560	0.2802	0.2537	0.2545
T. Mali Borçlar/ Net Aktif Toplamı	0.1195	0.1116	0.2976	0.3182	0.3307	0.3313
T. Mali Borçlar/ Özsermaye	0.2413	0.1980	0.8190	0.9889	0.8022	0.8250
T. Mali Borçlar/ T. Sermaye1*	0.0107	0.1653	0.4502	0.4972	0.4451	0.4521
T. Mali Borçlar/ T. Sermaye2*	0.4864	0.4064	0.4927	0.5508	0.5254	0.5516
T. Yükümlülükler/ T. Aktifler	0.5136	0.5649	0.7073	0.7211	0.6728	0.6915
T. Yükümlülükler/ Net Aktif Toplamı	0.5228	0.7318	0.8249	0.8321	0.8780	0.9003
T. Yükümlülükler/ Özsermaye	1.0559	1.2982	1.2982	2.5861	2.1277	2.2419
Faiz yükü karşılama oranı	10.7952	1.5350	3.5039	2.1752	0.6573	2.6060

Not: T.Sermaye1, Toplam mali borçlar ve özkaynaklar toplamı ile hesaplanmıştır. T.Sermaye2 ise, toplam mali borçlar ve ödenmiş sermaye toplanarak hesaplanmıştır.

Sermaye yapısına ilişkin analizlerde özellikle borç kaldırıcı birçok çalışmanın ana konusu olagelmıştır. Toplam yabancı kaynaklar açısından değerlendirme yapıldığı gibi, toplam mali borçlar açısından da değerlendirme yapılabilir. Toplam yabancı kaynaklar içerisinde, farklı türden birçok yükümlülükler bulunur ve bunların hepsi finansman tercihlerine bağlı değildir. Firmanın borç finansmanı en açık şekilde mali borçlar kalemi ile izlenebilir. Ayrıca mali borçlar, ödenmediği takdirde firmayı iflasa sürükleyebilecek, itibarını sarsabilecek ve sonraki borç finansmanını etkileyecek öneme sahip olduğu için özellikle değerlendirilmesi yerinde olacaktır.

Kaldıraç oranının paydasında yer alan toplam aktifler, net aktifler olarak da değerlendirilebilir. Toplam Aktifler yerine net aktifler alındığında, ölçekler büyüdükçe ölçekler arası farklar artmıştır. Özsermayeye göre borç kullanımı mikro firmalar haricinde oldukça yüksektir. Bu durum, beklentilere uygundur. Ölçeklerdeki büyüme ile birlikte firmaların dış finansmana, özellikle borç finansmanına erişim olanaklarının arttığı düşünülebilir.

3.3.1. Otofinsanman

Firma ölçekleri büyüdükçe, artan kârlılıkların otofinansman imkânlarını artırması mantıksal bir sonuç olarak daha önceki çalışmalarda değerlendirilmiştir. Ancak araştırmamızda, otofinansman imkânlarının ölçekler büyüdükçe büyümediği görülmüştür. Kâr yedekleri, zorunlu ve özel yedekler cinsinden bir önceki yıldan elde edilenlerden firma içinde tutulan kısımları vermektedir. Buna göre, kâr yedeklerinin toplam aktifler karşısındaki ağırlıkları alınarak Tablo 4. oluşturulmuştur.

Tablo 4. KOBİ'lerde Otofinsanman

	Mikro		Küçük		Orta		KOBİ'ler	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
<i>Otofinsanman</i>	0.0724 (0.1758)	0.0079 (0.009)	0.07128 (0.2120)	0.1065 (0.2946)	0.45519 (0.0903)	0.0513 (0.7985)	0.0607 (0.1615)	0.7243 (0.2128)

Buna göre, farklı ölçeklerdeki firmaların farklı yıllarda farklı eğilimleri olabildiği görülmektedir. 2013 yılında orta ölçekli firmaların otofinansman için ayırdıkları kaynağın, orta ölçeklilerden daha yoğun olarak aktarıldığı, buna karşın 2014 senesinde ancak orta ölçeklilerin otofinansmanı diğer ölçeklere göre daha yoğun kullandıkları görülebilmektedir.

3.3.2. KOBİ'lerin Kısa Vade Konsantrasyonu

KOBİ'lerin kısa vadelere odaklı olarak faaliyet gösterdikleri görülmektedir. Bankalardan borçlanmalar ve ticari borçlar ağırlıklı olarak kısa vadelerdedir. Mali ve ticari borçların durumu tüm KOBİ ölçekleri için Tablo 5'de görülebilmektedir.

Tablo 5. KOBİ'lerin Kısa Vade Konsantrasyonu

<i>KOBİ'lerin Kısa Vade Konsantrasyonu</i>	Mikro		Küçük		Orta	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Kısa Vadeli Mali Borçlar/ Toplam Mali Borçlar	0.9128	0.6755	0.7410	0.9144	0.6104	0.6292
T. Mali Borçlar/ T. Yükümlülükler	0.2285	0.1526	0.3608	0.3824	0.3770	0.3680
T. Ticari Borçlar/ T. Yükümlülükler	0.0426	0.4643	0.3007	0.2866	0.4160	0.4119
T. Ticari Borçlar/ T. Aktifler	0.0219	0.2623	0.2134	0.2100	0.2799	0.2848

“Kısa Vadeli Mali Borçlar / Toplam Mali Borçlar” oranı, toplam mali borçlar içerisinde kısa vadeli borçların ağırlığını göstermektedir. Ancak ölçekler büyüdüğünde uzun vadeli mali borç kullanımı artmıştır. Bu durum beklenen bir sonuçtur, firma tedarikçilerinden giderek daha büyük miktarlarda finansman sağlayabilmektedir. Firmaların ölçekleri büyüdükçe, uzun vadeli dış finansmandan yararlanma imkânları artar.

Dikkat çekici olan, toplam ticari borçların (kısa ve uzun vadede) toplam yükümlülükler içindeki ağırlığıdır. Ticari borçlar, mali borçlarla karşılaştırıldığında; mikro ölçekli ve orta ölçekli firmalarda, her iki yılda da ticari borçlar, mali borçlara tercih edilmiştir. Buna karşın, küçük ölçekli firmalarda mali borçlar, ticari borçlardan daha fazla bir ağırlığa sahiptir. Yine de, ölçekler büyüdükçe ticari borç kullanım oranı da artmaktadır. Uzun vadeli ticari borçlar ise oldukça düşüktür.

Orta ölçekli firmaların, mikro ve küçük ölçekli firmalara göre daha az özsermaye kullandığı görülmektedir. Firmaların büyüklüğü, kreditorleri olumlu etkilemekte, risklilikleri daha düşük değerlemektedirler ve böylelikle de firma ölçekleri büyüdükçe borç kullanım koşulları rahatlamaktadır. Bu bulgular Rajan ve Zingales (1995) bulgularıyla uyumludur; borç finansmanı kullanımının ölçekler büyüdükçe arttığı görülmektedir.

3.4. KOBİ'lerin Borçlanmayla ilgili Faktör Korelasyonları

3.4.1. Modeller

$$\text{Model 1. } Kaldıraç_{firma i} = \alpha + \beta_1 tangi + \beta_2 Log Satis + \beta_3 ROA + \beta_4 borcmal + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 2. } Kaldıraç_{firma i} = \alpha + \beta_1 tangi + \beta_2 Log Satis + \beta_3 profit + \beta_4 borcmal + \varepsilon_i$$

$$\text{Model 3. } Kaldıraç_{firma i} = \alpha + \beta_1 tangi + \beta_2 Log Satis + \beta_3 profit + \beta_4 borcmal + \beta_5 likidite + \varepsilon_i$$

Modellerde kullanılan değişkenlere ait açıklamalar aşağıdaki gibidir:

Kaldıraç= Toplam Mali Borçlar/ Toplam Aktifler

tangi= Duran Varlıklar/ Toplam Aktifler

Log Satis= Net Satışların Logaritması

ROA= Dönem Net Kârı veya Zararı/ Toplam Aktifler

borcmal= Finansman Giderleri/ Toplam Borç

profit= FAVÖK/ Toplam Aktifler

likidite= Dönen Varlıklar/ Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Kaldıraç üzerinde etkili olan faktörleri belirlemek üzere 3 ayrı model kurulmuş, regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir. Kârlılık ölçümlenmesinde birbirinden farklı iki değişken kullanılmıştır. Bunların ilki varlıkların ne kadar kârlılık üretebildiğinin göstergesi olan, aktif kârlılığı (ROA) değişkenidir. İkincisi ise, Faiz, Vergi Amortisman öncesi kârın esas alındığı, (profit) değişkenidir. Firmanın varlıklarında büyüme ise yine benzer şekilde iki biçimde hesaplanmıştır. İlk olarak (tangi) değişkeni, duran varlıklar toplamının toplam varlıklara oranlanmasıyla elde edilmiş, ikinci olarak (tangi2) ile sadece “Maddi Duran Varlıklar/ Toplam Varlıklar” oranı incelenmiştir. Regresyon analizleri yapıldığında sonuçlara pek etkisinin olmadığı görülerek (tangi2) değişkeni analize alınmamıştır. Benzer biçimde (ROA) değişkeninin, likidite değişkeninin de bulunduğu model aynı sonucu verdiği için ayrıca gösterilmemiştir. Kaldıraç değişkeni, iki biçimde de hesaplanmıştır, ilk olarak yukarıdaki modelde alınan Toplam Mali Borçlar/ Toplam Varlıklar oranı, ikinci olarak da Toplam Yabancı Kaynaklar/ Toplam Varlıklar oranı ile hesaplanmıştır. Geliştirilen modellerden sadece anlamı sonuçlar türetenlere yer verilmiştir.

3.4.2. Analizler

Araştırmada, daha önce literatürde sermaye yapısını etkilediği bulgularan faktörlerden, çalışma kapsamındaki veri setinden hesaplanabilen değişkenler kullanılarak, halka kapalı KOBİ'lerde de aynı etkinin geçerli olup olmadığı, regresyon analizleri ile araştırılmıştır. Regresyon analizlerinde en küçük kareler (OLS) yöntemi kullanılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 6'de sunulmuştur.

Tablo 6. Kaldıraç üzerinde faktör korelasyonları

Ölçekler	Küçük	Orta	KOBİ (Mikro-Küçük-Orta)
Panel A: Birinci Model			
Büyüklik (Log_satis)	0.0336* (0.0125)	0.03616* (0.0646)	0.3181* (0.0009)
Varlık yapısı (tangi)	0.175** (0.1048)	0.0923** (0.0646)	0.1067** (0.0646)
Kârlılık (ROA)	-0.1616** (0.0937)	-0.3823** (0.0646)	-0.0679** (0.0679)
Gözlem Sayısı	82	74	178
R kare (tamamı)	0.1310	0.1281	0.1239
Panel B: İkinci Model			
Büyüklik (Log_satis)	0.0330** (0.0128)	0.03762* (0.0167)	0.0325* (0.0102)
Varlık yapısı (tangi)	0.1810** (0.1059)	0.06206 (0.1155)	0.1206** (0.0706)
Kârlılık (profit)	-0.1063 (0.0885)	-0.2538** (0.1528)	-0.1134* (0.0709)
Gözlem Sayısı	82	74	178

R kare (tamamı)	0.1120	0.0832	0.1131
Panel C: Üçüncü Model			
Büyüklik (Log_satis)	0.0425* (0.0156)	0.0352** (0.0195)	0.0385* (0.01301)
Varlık yapısı (tangi)	0.1448 (0.1061)	0.1614 (0.1132)	0.1638* (0.0788)
Kârlılık (profit)	-0.1012 (0.0974)	-0.2743 (0.1964)	-0.1314** (0.0781)
Borçlanma Maliyeti (borcml)	-0.0168 (0.0117)	-0.1032* (0.03632)	-0.0180** (0.0093)
Likidite (likidite)	0.00009 (0.0005)	0.0114 (0.0262)	-0.00007 (0.0005)
Gözlem Sayısı	82	74	178
R kare (tamamı)	0.1120	0.0832	0.1131

*,**, sırasıyla 5 ve 10 düzeylerinde anlamlılık derecesini göstermektedir.

Parantez içi, standart sapma değerleridir

Firma büyüklüğünün üç modelde de sermaye yapısıyla ilişkili olduğu bulgulanmıştır. KOBİ'lerin tamamında, küçük ve orta ölçeklerde anlamlı bir şekilde etki bulgulanmıştır. İkinci modelin küçük ölçekli firmaları ve üçüncü modelin orta ölçekli firmalarında anlamlılık düzeyi %90 olurken, diğer tüm ölçekler ve modellerde anlamlılık %95 olasılıkla bulgulanmıştır.

Üç modelde de KOBİ'lerin tamamı ele alındığında firmaların varlık yapısının sermaye yapısıyla ilişkili olduğu bulgulanmıştır. Varlık yapısının sermaye yapısı üzerindeki etkisi, birinci ve ikinci modelde %90 anlamlılık düzeyindeyken, üçüncü modelde %95 anlamlılık düzeyinde görülmektedir. Ölçekler bazında bakıldığında, ikinci modelin orta ölçekli firmalarında, üçüncü modelin küçük ve orta ölçekli firmalarında anlamlı ilişkiler bulunamamıştır.

Firmaların kârlılık düzeylerinin sermaye yapısı ile ilişkisi vardır. Kaldıraç ile kârlılık arasındaki ilişkinin yönünün negatif olması beklenir. Açık bir söyleyişle, firmaların kârlılıkları arttıkça borçlanma ihtiyacı azalacaktır. Ölçekler büyüdükçe negatif etkinin arttığı da görülmektedir. Kârlılığın (ROA) olarak temsil edildiği ilk modelde ve (profit) olarak temsil edildiği diğer iki modelde de ilişkiler negatif yönlüdür. Tüm KOBİ'ler bazında kârlılığın sermaye yapısıyla ilişkili olduğu her üç modelde de %90 anlamlılık düzeyinde belirlenmiştir. Firma ölçekleri bazında değerlendirildiğinde ise, ikinci ve üçüncü modelin küçük ölçekli firmalarında ve üçüncü modelin orta ölçekli firmalarında anlamlı sonuçlar bulunamamıştır.

Üçüncü modelde, ikinci modelden farklı olarak; borçlanma maliyetleri (borcml) ve likidite faktörleri değerlendirilmiştir. Borçlanma maliyetleri ile kaldıraçın negatif yönlü ilişkisi vardır. Açık bir söyleyişle, maliyetler azaldıkça borç kullanımının artması beklenir. Üçüncü modelde tüm KOBİ'lerde borçlanma maliyetleri ve sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki %90 olasılıkla bulgulanmıştır. Ölçekler bazında bakıldığında ise, bu ilişki orta ölçekli firmalarda çok daha güçlü ve anlamlı (%95) olarak belirlenmiştir.

Tüm modellerde ve tüm ölçeklerde likidite faktörü ile sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki bulgulanmamıştır.

4. Sonuç

KOBİ ölçeğindeki halka kapalı firmalar, kendi içindeki sınıflandırmaya göre; mikro, küçük ve orta ölçekli olarak belirlenmiştir. Araştırmayla elde edilen KOBİ bilançoları, Türkiye için derlenen reel sektör bilançoları ile karşılaştırmalı olarak verilmiş, aktif büyüklüğü bakımından elde edilen örneklem kitlesi, TCMB sektör anketi örnekleminin adet olarak yaklaşık %1'ini temsil kabiliyetine sahiptir. Sermaye yapısını gösterir, firmanın finansman davranışları ile ilgili fikir veren finansal oranlar, halka kapalı KOBİ'lerin farklı ölçekleri için belirlenmiş ve tablo halinde sunulmuştur. Firmaların kısa vadeye aşırı konsantrasyonu dikkat çekici boyutlarda olduğu için, hem mali hem ticari borçlar açısından ayrıca değerlendirilmiştir. Uzun vadeli finansman kullanımları oldukça düşüktür.

Özellikle mikro firmalarda yoğun bir özsermaye kullanımı söz konusudur. Firma ölçeği büyüdükçe özsermaye kullanımı azalarak borç finansmanı artmaktadır. Mali borçlar da benzer biçimde artış göstermektedir. Tüm yabancı kaynaklar içinde ticari borçların ağırlığı dikkat çekici düzeyde yüksektir. Bazı dönemlerde mali borçlardan çok ticari borçların tercih edildiği görülmüştür. Ayrıca, araştırma örnekleminde yer alan firmaların otofinansman kullanım yoğunlukları ölçekler büyüdükçe artış göstermemektedir. Bu bulgu, daha önce literatürde ileri sürülen argümanlarla örtüşmemektedir.

Halka açık, görece büyük ve orta ölçekli firmalarda sermaye yapısını etkilediği belirlenen; firmanın büyüklüğü, varlık yapısı, kârlılık, borçlanma maliyetleri, likidite faktörleri, halka kapalı ve halka açıkla görece daha küçük KOBİ'lerde araştırılmış, likidite dışında sayılan faktörlerin sermaye yapısını anlamlı düzeylerde

etkilediği belirlenmiştir. Bu bulgular, halka açık firmalar üzerinde yapılan araştırmalardaki bulguları destekler niteliktedir. Sonraki araştırmalarda uzun yıllara yayılı verilerin elde edilmesi ve örneklem sayısının artırılması ile yatay kesit analizler gclendirilebilir. Ayrıca, farklı şehirler, bölgeler seçilerek araştırma genişletilerek, halka kapalı firmaların finansman davranışları hakkındaki bilgi artırılabilir.

KAYNAKÇA

- Ang, James S. 1992. "On the Theory of Finance for Privately Held Firms." *The Journal of Entrepreneurial Finance* 1(3):185-203.
- Ata, H. Ali, ve Yusuf Ağ. 2010. "Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi." *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi* 11:45-60.
- Audretsch, Db, ve Ja Elston. 1997. "Financing the German Mittelstand." *Small Business Economics* 9(2):97-110. doi:10.1023/a:1007963621438.
- Baker, Malcolm, ve Jeffrey Wurgler. 2002. "Market Timing and Capital Structure." *The Journal of Finance* 57(1):1-32.
- Balakrishnan, Srinivasan, ve Isaac Fox. 1993. "Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure." *Strategic Management Journal* 14 (1): 3-16. doi:10.1002/smj.4250140103.
- Bancel, Franck, ve Usha R. Mittoo. 2004. "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms." *Financial Management* 33 (4): 103-32. doi:10.2139/ssrn.299172.
- Banerjee, Saugata, Almas Heshmati, ve Clas Wihlborg. 1999. *The Dynamics Of Capital Structure*. New York University-Salomon Center-Leonard N. Stern School of Business
- Booth, Laurence, Varouj Aivazian, Asli Demirguc-Kunt, ve Vojislav Maksimovic. 2001. "Capital Structures in Developing Countries." *Journal of Finance* 56(1):87-130. doi:10.1111/0022-1082.00320.
- Buferna, F, K Bangassa, ve L Hodgkinson. 2005. "Determinants of Capital Structure: Evidence from Libya." *Research Paper Series* 2(11):34-44.
- Cole, Rebel A. 2013. "What Do We Know about the Capital Structure of Privately Held US Firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance." *Financial Management* 42(4):777-813. doi:10.1111/fima.12015.
- Çan, Erkan. 2015. "KOBİ'lerin Finansman Desteği Açısından Kredi ve Sermaye Piyasalarının Bütünleşmesi ve KOBİ Menkul Kıymetleştirme Uygulaması." *Bankacılar Dergisi* 26(92):25-52.
- DeAngelo, Harry, ve Richard Roll. 2015. "How Stable Are Corporate Capital Structures?." *The Journal of Finance* 70(1):373-418.
- Düzce, Çetin. 2007. "Türkiye'de KOBİ'lerin Finansal Sorunları ve Alternatif Finansman İmkânları." Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- Egeln, Jurgen, Georg Licht, ve Fabian Steil. 1997. "Firm Foundations and the Role of Financial Constraints." *Small Business Economics* 9(2):137-150. doi:10.1023/A:1007919806417.
- Fama, Eugene F. 1985. "What's Different about Banks?" *Journal of Monetary Economics* 15(1):29-39. doi:10.1016/0304-3932(85)90051-0.
- Faulkender, Michael, ve Mitchell A. Petersen. 2006. "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?" *Review of Financial Studies*. doi:10.1093/rfs/hhj003.
- Glass, Gene V., Percy D. Peckham, ve James R. Sanders. 1972. "Consequences of Failure To Meet Assumptions Underlying the Fixed Effects Analyses of Variance and Covariance." *Review of Educational Research* 42(3):237-88. doi:10.3102/00346543042003237.
- Gitman, Lawrence J. 1991. *Principles of Managerial Finance*. 6. Baskı. San Diego State University, Harper Collins Publishers
- Güler, Sevinç (2010). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) Kayıtlı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Sermaye Yapıları Üzerine Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 15 (3): 353-371.
- Güzeldere, Harun, ve Eren S. Sarioğlu. 2014. "Financing Problems and Use of Bank Credits of Small and Medium Sized Enterprises in Turkey: Evaluation of A Survey Implemented on Sme's Operating in Istanbul." *Journal of Economics Finance and Accounting* 1(3):218-236.
- Harwell, M.R. 1992. "Summarizing Monte Carlo Results in Methodological Research." *Journal of Educational Statistics* 17(4):297-313. doi:10.3102/10769986017004297.
- Hughes, Alan. 1997. "Finance for SMEs: A U.K. Perspective." *Small Business Economics* 9:151-166. doi:10.1023/A:1007971823255.
- Jensen, Michael C., ve William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3(4):305-360.
- Kendirli, Selçuk, Muharrem Tuna ve Fatih Şanöz. 2007. "AB'ye Giriş Sürecinde İşletmelerde Yönetim Bilinci ve Finansal Politikalara Etkileri." *VI. Anadolu İşletmecilik Kongresi*, Kırıkkale Üniversitesi, 31 Mayıs - 2 Haziran, Kırıkkale, 500-514
- Konuk, Faruk A., ve Filiz Aygen. 2007. "KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları ve Bu Sorunların Giderilmesine Yönelik Çözüm Önerileri: Sakarya Örneği." *VI. Anadolu İşletmecilik Kongresi*, Kırıkkale Üniversitesi, 31 Mayıs - 2 Haziran, Kırıkkale, 515-525

- Korkmaz, Turhan, Ali S. Albayrak ve A. Karataş. 2007. "Hisse Senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Gören Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Sermaye Yapısı Üzerine Bir İnceleme: 1997-2004 Dönemi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 22(253):79-96.
- Korkmaz, Turhan, Ümit Başaran ve Rasim İ. Gökbulut. 2009. "İMKB'de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 24(277):29-60
- KOSGEB. 2015. *Stratejik Plan 2016-2020*. ([http://www.kosgeb.gov.tr/Content/Upload/Dosya/Mali%20Tablolar/KOSGEBN%20Stratejik%20Plan/KOSGEB_Stratejik_Plan_\(2016-2020\).pdf](http://www.kosgeb.gov.tr/Content/Upload/Dosya/Mali%20Tablolar/KOSGEBN%20Stratejik%20Plan/KOSGEB_Stratejik_Plan_(2016-2020).pdf), Erişim tarihi, 21.02.2017)
- Koyuncugil, Ali S. ve Nermin Özgülbaş, 2008. "İMKB'de İşlem Gören Kobi'lerin Güçlü ve Zayıf Yönleri: Chaid Karar Ağacı Uygulaması." *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 23(1):1-21.
- Kraus, Alan, ve Robert H. Litzenberger. 1973. "A state- preference model of optimal financial leverage." *The Journal of Finance* 28(4):911-922.
- Kutlu, Hüseyin A., ve Savaş N. Demirci. 2007. "KOBİ'lerin Finansal Sorunları ve Çözüm Önerileri", 4. *KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi*, İstanbul Kültür Üniversitesi, 7-8 Aralık.
- Lix, L. M., J. C. Keselman, ve H. J. Keselman. 1996. "Consequences of Assumption Violations Revisited: A Quantitative Review of Alternatives to the One-Way Analysis of Variance F Test." *Review of Educational Research* 66(4):579-619. doi:10.3102/00346543066004579.
- Madura, Jeff. 2015. *Financial Markets and Institutions*. Nelson Education
- Manigart, Sophie, ve Carol Struyf. 1997. "Financing High Technology Startups in Belgium: An Explorative Study." *Small Business Economics* 9(2):125-35. doi:10.1023/A:1007967722346.
- Müftüoğlu, Tamer. 1991. *Türkiye' de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler : Sorunlar ve Öneriler*. Ankara : Sevinç Yayınevi
- Myers, Stewart C., ve Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13(2):187-221.
- Okuyan, H. Aydın ve Mehmet H. Taşçı. 2010. "Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama" *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi* 4(1):105-120.
- Rajan, Raghuram G, ve Luigi Zingales. 1995. "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data." *Journal of Finance* 50(5):1421-1460. doi:10.2307/2329322.
- Sarıoğlu, Eren S., Engin Kurun, ve Harun Güzeldere. 2013. "Sermaye Yapısının Belirleyicileri: İMKB'de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı Analizi." *Ege Academic Review*, 13(4).
- Terim, Burak, ve Cevdet A. Kayalı. 2009. "Sermaye yapısını belirleyici etmenler: Türkiye'de imalat sanayi örneği." *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 7(1): 125-154.
- Uçkun, Nurulah. 2009. "KOBİ'lerin Finansal Sorunlarına Melek Sermaye Çözüm Olabilir mi?." *Muhasebe Finansman Dergisi* 41
- World Bank Report (2010). *Turkey Investment Climate Assessment*, Report No. 54123-TR (<http://documents.worldbank.org/curated/en/491381468121133932/pdf/541230ESW0Whit1TOR0LED0GROWTH0final.pdf>, Erişim tarihi: 03.03.2017)