

TC
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ

**KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ
İŞLETMELERİN (KOBİ)
SERMAYE YAPILARININ OLUŞUMUNDA ETKİLİ OLAN
FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK
ANALİTİK BİR YAKLAŞIM:
İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI
(İMKB)'NDA BİR UYGULAMA**

Sevinç GÜLER

Danışman
Prof.Dr. Öcal USTA

2009

YEMİN METNİ

Doktora Tezi olarak sunduğum “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Sermaye Yapılarının Oluşumunda Etkili Olan Faktörlerin Belirlenmesine Yönelik Analitik Bir Yaklaşım: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda Bir Uygulama” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

Sevinç GÜLER

İmza

DOKTORA TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı : Sevinç GÜLER
Anabilim Dalı : İşletme
Programı : Doktora
Tez Konusu : Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Sermaye Yapılarının Oluşumunda Etkili Olan Faktörlerin Belirlenmesine Yönelik Analitik Bir Yaklaşım: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda Bir Uygulama”

Sınav Tarihi ve Saati :

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün tarih ve Sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliğinin 30.maddesi gereğince doktora tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI OLDUĞUNA OY BİRLİĞİ O
DÜZELTİLMESİNE O* OY ÇOKLUĞU O
REDDİNE O**

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır. O***
Öğrenci sınava gelmemiştir. O**

* Bu halde adaya 6 ay süre verilir.

** Bu halde adayın kaydı silinir.

*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez, burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fulbright vb.) aday olabilir. Evet
Tez, mevcut hali ile basılabilir. O
Tez, gözden geçirildikten sonra basılabilir. O
Tezin, basımı gerekliliği yoktur. O

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

Prof.Dr. Öcal USTA Başarılı Düzeltme Red

Prof.Dr. Berna TANER Başarılı Düzeltme Red

Prof.Dr. Semra ÖNCÜ Başarılı Düzeltme Red

Prof.Dr. Ülkü ERGUN Başarılı Düzeltme Red

Doç.Dr. Kaan YARALIOĞLU Başarılı Düzeltme Red

ÖZET

Doktora Tezi

“Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Sermaye Yapılarının Oluşumunda Etkili Olan Faktörlerin Belirlenmesine Yönelik Analitik Bir Yaklaşım: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’nda Bir Uygulama”

Sevinç GÜLER

**Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı
Doktora Programı**

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ), küçük ve esnek yapılarıyla ekonomilerin vazgeçilmez unsurları haline gelmişlerdir. İstihdam ve katma değer yaratan, ekonomik kalkınmaya katkı sağlayan KOBİ’lerin, birçok sorunu bulunmaktadır. Özellikle Türkiye açısından en önemli sorun, finansman sorunu olarak kabul edilmektedir. Bu açıdan ele alındığında, finansman sorunlarının başında güçlü bir sermaye yapısının oluşturulmaması yer almaktadır.

Çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde; Türkiye’de ve çeşitli ülkelerde KOBİ kavramı ve özellikleri, KOBİ’lerin ekonomiler için yeri ve önemi, KOBİ’lerin genel ve finansman sorunları, KOBİ’lerin finansman kaynakları ele alınmaktadır.

İkinci bölümde; sermaye yapısı, sermaye maliyeti, optimum sermaye maliyeti kavramları, sermaye yapısı teorileri, sermaye yapısı kararlarında etkili olan değişkenler incelenmektedir.

Üçüncü ve son bölümde, 1996-2007 yılları arasında İMKB’de işlem gören Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin sermaye yapıları ve sermaye yapılarında etkili olan faktörler analiz edilmekte ve bu incelemeye ilişkin bulgulara yer verilmektedir.

Anahtar Kelimeler: KOBİ Finansmanı, Sermaye Yapısı, Panel Koentegrasyon

ABSTRACT

Doctoral Thesis

**An Analytical Approach Aimed at Forming
Capital Structure Factors of
Small and Medium Sized Enterprises (SMEs) :
An Application in Istanbul Stock Exchange (ISE)**

Sevinc GULER

**Dokuz Eylul University
Institute of Social Sciences
Department of Business Administration
Doctoral Program**

With small and elastic structure, small and medium sized enterprises (SMEs), have become indispensable component of economies. SMEs, which create employment and added value and supplement economic development, have many problems. Especially for Türkiye, it is accepted that the most important problem is financial issues. If it is deal with in this respect, have inefficient capital structure is the head of financial issues.

Dissertation consists of three sections.

In the first section; devoted to concept of SMEs in Türkiye and several countries, role and importance of SMEs in economies, basic financial problems of SMEs and financial resources of SMEs.

Second section includes, concept of capital structure, cost of capital and optimal capital structure, capital structure theories and the specific characteristics that influence capital structure decisions.

In the third and the final section of the study it is analysed the specific characteristics that influence capital structure decisions of small and medium sized enterprises of which shares are traded in Istanbul Stock Exchange (ISE) between 1996-2007. Results and concluding comments are included in this section of the study.

Key Words: SMEs Finance, Capital Structure, Panel Coentegration

İÇİNDEKİLER

KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELERİN (KOBİ) SERMAYE YAPILARININ OLUŞUMUNDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK ANALİTİK BİR YAKLAŞIM: İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB)'NDA BİR UYGULAMA

YEMİN METNİ	ii
DOKTORA TEZ SINAV TUTANAĞI	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR	ix
TABLolar LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
EKLER LİSTESİ	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELER (KOBİLER) VE FİNANSAL SORUNLARI

1.1. KOBİ KAVRAMI, TANIMI VE ÖZELLİKLERİ	4
1.1.1. Türkiye'de Çeşitli Kurum ve Kuruluşların KOBİ Tanımları	6
1.1.1.1. KOSGEB (3624 Sayılı Kanun)'in Tanımı	10
1.1.1.2. HALK BANKASI'nın Tanımı	10
1.1.1.3. EXİMBANK'ın Tanımı	11
1.1.1.4. Hazine Müsteşarlığı'nın Tanımı	11
1.1.1.5. Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın (DTM) KOBİ Tanımı	11
1.1.1.6. Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK) ve Devlet Planlama Teşkilatı'nın (DPT) KOBİ Tanımı	11
1.1.1.7. Türkiye Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticileri'nin (TOSYÖV) KOBİ Tanımı	12

1.1.1.8. Merkez Bankası'nın (TCMB) KOBİ Tanımı.....	13
1.1.2. Avrupa Birliği'nin (AB) KOBİ Tanımı.....	13
1.1.3. Diğer Bazı Ülkelerde KOBİ Tanımları.....	15
1.1.4. Basel II' ye Göre KOBİ Tanımı	18
1.1.5. UFRS'ye Göre KOBİ Tanımı	20
1.2. KOBİ'LERİN ÖZELLİKLERİ.....	22
1.3. KOBİ'LERİN TÜRKİYE VE DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ YERİ VE ÖNEMİ	24
1.3.1. Türkiye'de KOBİ'lerin Yeri ve Önemi.....	24
1.3.2. Dünyada KOBİ'lerin Yeri ve Önemi	29
1.4. KOBİ'LERİN GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ	31
1.4.1. KOBİ' lerin Güçlü Yönleri.....	31
1.4.2. KOBİ' lerin Zayıf Yönleri	32
1.5. KOBİ'LERİN SORUNLARI.....	33
1.5.1. KOBİ'lerin Genel Sorunları	33
1.5.2. KOBİ'lerin Finansal Sorunları	34
1.6. KOBİ'LERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI.....	37
1.6.1. KOBİ'ler ve Özkaynak ile Finansman	39
1.6.2. Sermaye Piyasaları ve KOBİ'ler	40
1.6.3. Para Piyasaları ve KOBİ'ler	45
1.6.4. Satıcı Kredileri ve KOBİ'ler	47
1.6.5. Risk Sermayesi ve KOBİ'ler	48
1.6.6. Mikro Krediler, Kredi Garanti Fonu ve KOBİ'ler.....	51
1.6.7. Diğer Finans Yöntemleri ve KOBİ'ler.....	53

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI VE TEORİLERİ

2. 1. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ KAVRAMLAR.....	56
2.1.1. Sermaye Yapısı Kavramı.....	57
2.2.2. Sermaye Maliyeti ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	60
2.2.3. Finansal Kaldıraç.....	64
2.2. SERMAYE YAPISI TEORİLERİ	66
2.2.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	68
2.2.2. Net Gelir Yaklaşımı.....	73

2.2.3. Geleneksel Yaklaşım.....	77
2.2.4. Modigliani – Miller (MM) Yaklaşımı.....	81
2.2.5. Vergi Yaklaşımı	88
2.2.6. İflas Maliyetleri Yaklaşımı (Finansal Sıkıntı Maliyetleri) (Bankruptcy Costs)	93
2.2.7. Temsilcilik Maliyetleri (Agency Costs)	97
2.2.8. Dengeleme Teorisi (Trade Off Theory - TOT)	100
2.2.9. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order).....	102
2.2.10. Asimetrik Bilgi.....	104
2.3. SERMAYE YAPISI KARARLARINDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER	106

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB)' NA KAYITLI KOBİ'LERİN SERMAYE YAPILARININ OLUŞUMUNDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	113
3.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI	113
3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	116
3.4. ARAŞTIRMANIN KISITLARI	122
3.5. KOBİ'LERİN SERMAYE YAPILARI İLE İLGİLİ DENEYSEL ÇALIŞMALAR....	123
3.6. ARAŞTIRMANIN ANALİZİ VE BULGULARI.....	133
3.6.1. Finansal Haritalama Bulguları	133
3.6.2. Adımsal Regresyon (Stepwise) Bulguları	141
3.6.3. Panel Koentegrasyon (Eşbütünleşme) Bulguları.....	148
3.6.3.1. Panel Veri Analizi	148
3.6.3.2. Temel Birim Kök Testleri	150
3.6.3.3. Panel Birim Kök Testleri	151
3.6.3.4. Koentegrasyon (Eşbütünleşme) Testleri	154
SONUÇ VE ÖNERİLER	171
KAYNAKLAR.....	180
EKLER.....	199

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AIM	Alternative Investment Market
Akt. (akt.)	Aktaran
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma - Geliştirme
Bknz.	Bakınız
Çev.	Çeviren
FVÖK	Faiz ve Vergiden Önceki Kar
GİP	Gelişen İşletmeler Piyasası
GSİS	Genel Sanayi ve İşyeri Sayımı
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İSO	İstanbul Sanayi Odası
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DTM	Dış Ticaret Müsteşarlığı
KGF	Kredi Garanti Fonu
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükte İşletme
KOSGEB	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
MEKSA	Mesleki Eğitim ve Küçük Sanayi Destekleme Vakfı
MM	Modigliani - Miller
OECD	Organization of Economic Cooperation and Development
s.	sayfa no
SME	Small and Medium Sized Enterprise
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TESK	Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar Konfederasyonu
TOBB	Türkiye Odalar Borsalar Birliği
TOSYÖV	Türkiye Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticiler Vakfı
TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu

TÜSİAD	Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UMSK	Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu
vb.	ve benzeri
vd.	ve diğerleri

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1: Türkiye’de Bazı Kurum ve Kuruluşlara Ait KOBİ Tanımları	12
Tablo 1.2. Avrupa Birliği’nin KOBİ Tanımı	15
Tablo 1.3. Ülkelere ve Temel Alınan Kriterlere Göre Küçük ve Orta Boy İşletme	17
Tanımları	17
Tablo 1.4: Basel II’deki İşletme Sınıflandırması.....	19
Tablo 1.5. UFRS’ye Göre KOBİ Tanımı.....	21
Tablo 1.6: Toplam İşletmelerin Faaliyet Kollarına Göre Dağılımı (2002).....	25
Tablo 1.7: KOBİ’lerin Toplam İşyeri ve İmalat Sanayi İçindeki Durumları (2002).....	27
Tablo 1.8: Türkiye’de İmalat Sanayi Yapısı	27
Tablo 1.9: Toplam İşletmelerin Hukuki Durumlarına Göre Dağılımı	28
Tablo 1.10: Toplam İşletmelerin İller İtibariyle Dağılımı (2002)	29
Tablo 1.11: Çeşitli Ülkelerde ve Türkiye’de KOBİ’lerin Ekonomi İçerisindeki Durumları	30
Tablo 1.12: Küçük İşletmeler için Gelişim Aşamaları.....	38
Tablo 1.13: Seçilmiş Ekonomilerin KOBİ’lerle İlgili Bazı Göstergeleri	46
Tablo 1.14: İMKB’deki KOBİ’lerin Finansal Kaldıraç Oranları.....	47
Tablo 1.15: Türkiye’de ve Dünyada İşletmelerin Finansal Kaynakları	48
Tablo 1.16: Finansman Kaynaklarının İşletme Büyüklüğüne Göre Kullanımı	54
Tablo 2.1: Yabancı Kaynak ve Özkaynaklar Arasındaki Farklar.....	57
Tablo 2.2: Sermaye Yapısı Teorilerinin Varsayımları	92
Tablo 2.3: Diğer Sermaye Yapısı Değişkenlerinin Özeti.....	105
Tablo 2.3: Literatürde Yer Alan Sermaye Yapısı Araştırmaları.....	111
Tablo 3.1: AB Kriterlerine Göre İMKB’de İşlem Gören KOBİ’ler	114
Tablo 3.2: KOBİ’lerin Sektörlere Göre Dağılımı	115
Tablo 3.3. KOBİ’lerin Sektörlere Göre Dağılımı (Tekrarlayan) (1996-2007).....	116
Tablo 3.4: Sektörlere Göre Bağımlı Değişkenlere Ait Ortalama Değerler (1996-2007).....	140
Tablo 3.5: Gıda-İçecek Sektörünün Değişkenleri	141
Tablo 3.6: Hizmet ve Diğer Sektörlerin Değişkenleri	143
Tablo 3.7: Kimya-Petrol-Plastik Sektörünün Değişkenleri	144
Tablo 3.8: Metal Sektörünün Değişkenleri	145
Tablo 3.9: Orman-Taş-Toprak Sektörünün Değişkenleri	146
Tablo 3.10: Tekstil-Deri Sektörünün Değişkenleri	147
Tablo 3.11: Birim Kök Sonuçları (I (0)).....	159
Tablo 3.12: Birim Kök Sonuçları (I (1)).....	161

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1: Sermaye Maliyeti ve Sermaye Yapısı	63
Şekil 2.2: Borçlanma Seviyesine Göre Risk ve Sermaye Maliyeti	65
Şekil 2.2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti	70
Şekil 2.3: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre İşletmenin Değeri.....	70
Şekil 2.4: Net Gelir Yaklaşımına göre Sermaye Maliyeti	74
Şekil 2.5: Net Gelir Yaklaşımına göre İşletmenin Değeri	75
Şekil 2.6: Geleneksel Yaklaşımına göre Sermaye Maliyeti	78
Şekil 2.7: Geleneksel Yaklaşımına göre İşletmenin Değeri	79
Şekil 2.8: MM'e göre Varlıkların Getirisi	86
Şekil 2.9: MM'e göre Varlıkların Getirisi	87
Şekil 2.10: Vergilerle MM'e göre Sermaye Maliyeti	89
Şekil 2.11. MM'e göre İşletme Değeri	90
Şekil 2.12. MM'e göre İşletme Değeri	90
Şekil 2.13: Verginin Olmaması Durumunda Özsermayenin Beklenen Değeri.....	94
Şekil 2.14: Vergi ve İflas Maliyetleri ile İşletme Değeri	95
Şekil 2.15: Vergiler, İflas Maliyetleri ve Kontrol Maliyetleri ile İşletme Değeri	100
Şekil 2.16: Dengeleme Teorisine Göre Sermaye Yapısı	102
Şekil 2.17: Sermaye Yapısı Paradigması	110
Şekil 3.1:Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Aktif Haritası	133
Şekil 3.2: Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktif Haritası	134
Şekil 3.3: Toplam Borçlar / Toplam Aktif Haritası	135
Şekil 3.5: Uzun Vadeli Borçlar / Özkaynaklar Haritası	137
Şekil 3.6: Toplam Borçlar / Özkaynaklar Haritası	138
Şekil 3.7: Sektörel Bağımlı Değişkenler Haritası	139

EKLER LİSTESİ

EK 1: TB/TA Değişkenine Ait Panel Sonuçları.....	200
EK 2: KVB/TA Değişkenine Ait Panel Sonuçları.....	201

GİRİŞ

1970'li yıllardan sonra rekabetin küreselleşmesi süreci ile birlikte teknolojinin gelişmesi, kişi ve toplumlarda bağımsızlık eğilimlerinin artması, bilgi topluma geçilmesi gibi nedenler ekonomik yapılarda birtakım değişiklikleri de beraberinde getirmiştir. Ekonomik krizleri daha çabuk atlatabilen, ekonomik yapıdaki boşlukları doldurabilen, istihdamda ve kalkınmada önemli rol oynayan küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sayıları bu gelişmelerle birlikte artmıştır. Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ); sahip oldukları esnek, dinamik, değişen koşullara hızla uyabilen, bürokratik olmayan, yaratıcı, yenilikçi yapılarıyla, günümüzde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin vazgeçilmez unsurlarıdır.

Finans piyasalarından ihtiyaç duyduğu fonu sağlayan, küresel rekabete ayak uydurabilen KOBİ'ler, ürettikleri tamamlayıcı ürünlerle büyük işletmelerle rekabet edebilir duruma gelmişlerdir. Bu noktadan hareketle günümüzün bilgi toplumlarında esnek üretim tekniklerine sahip, girişimciliğin ön planda olduğu küçük işletmelerin önemi daha da artmaktadır.

Ülkemizde küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin; bölgesel sosyo-ekonomik dengesizliği gidermede, istihdam yaratmada, kalkınmayı sağlamada etkileri yadsınamaz boyutlara ulaşmıştır. Ancak bu özelliklerine rağmen birçok sorunu bulunmaktadır. KOBİ'ler, ülkelerin sosyo-ekonomik yapılarından ve kendi yapılarından kaynaklanan nedenlerle finansman, pazarlama, tedarik, üretim, yönetim, Ar-Ge, ihracat gibi konularda birçok sorunla karşı karşıya kalmaktadır. Bu sorunlardan KOBİ'lerin rekabet gücünü azaltan finansman sorunları en önemli sorun olarak kanul edilmektedir. Özellikle fon kaynaklarının yetersizliği ve tedarik edilen kaynakların yüksek maliyeti olması, KOBİ'lerin tüm faaliyetlerini etkilemekte ve ciddi bir finansman sorunuyla karşı karşıya bırakmaktadır.

İşletmelerin sermaye yapısı kararları, özkaynak ve yabancı kaynak dengesinin kurulmasını gerektirmektedir. KOBİ'lerin genellikle yetersiz özkaynakla faaliyetlerine devam etmek zorunda kalmaları ve yabancı kaynak temininde de çeşitli sorunlarla karşı karşıya kalmaları sermaye yapısı kararlarını daha da önemli hale getirmektedir.

Sermaye yapısı ile ilgili kuramsal yaklaşımlar; net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım, Modigliani-Miller yaklaşımı, vergi yaklaşımı, iflas maliyetleri yaklaşımı, finansal hiyerarşi yaklaşımı ve dengeleme yaklaşımıdır. Temsilcilik maliyetleri ve asimetrik bilgi sermaye yapısını etkileyen dinamikler olarak kabul edilmektedir.

Sermaye yapısı ile ilgili yapılan çalışmalar, genellikle büyük işletmeler üzerinde odaklanmaktadır. Yapılan literatür araştırması sonucu, KOBİ'lerin sermaye yapıları ve sermaye yapılarını etkileyen faktörler ile ilgili analitik çalışmaların yetersiz olduğu görülmüştür. Bu nedenle, ülkemizde toplam işletmelerin %98'ni oluşturan KOBİ'lerin sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin farklı bir bakış açısıyla değerlendirilmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Bu doğrultuda, Türkiye ekonomisinin vazgeçilmez unsurları olarak kabul edilen küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin, sermaye yapısı değişkenlerini analitik bir yaklaşımla belirleyerek, literatüre katkı yapmaya çalışılmıştır. Bu çerçevede, kuramsal bölümlere ayrıntılı bir şekilde yer verildikten sonra, çalışmamıza tüm sermaye yapısı değişkenleri dahil edilmiştir.

Çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır:

Birinci bölümde; Türkiye'de ve dünyada çeşitli kurumlara ait KOBİ kavramı tanımlanmakta ve KOBİ'lerin özellikleri hakkında bilgi verilmektedir. KOBİ'lerin Türkiye ve dünya ekonomisindeki yeri ve önemi, işletme sayıları, istihdam oranı ve yarattığı katma değer açısından değerlendirilmektedir. Bu kavramlardan sonra, KOBİ'leri büyük işletmelere göre güçlü ve zayıf yönleri üzerinde durulmaktadır. Ardından KOBİ'lerin genel sorunlarından ve finansal sorunlardan bahsedilmektedir. Daha sonra KOBİ finansmanın önemi belirtilerek, KOBİ'lerin kullandıkları finansman kaynakları ele alınmaktadır.

Çalışmamızın ikinci bölümde; öncelikle sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve finansal kaldıraç kavramları hakkında bilgi verilmektedir. Daha sonra sermaye yapısı teorileri ele alınmakta ve bu teorilerden yola çıkarak sermaye yapısını etkileyen değişkenlerden bahsedilmektedir.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde; İMKB'de işlem gören KOBİ'lerin sermaye yapılarında etkili olan faktörlerinin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Bu nedenle

öncelikle, konuya ilişkin yapılan araştırmalardan bahsedildikten sonra, kullanılan yöntem hakkında bilgi verilmekte ve 1996-2007 yıllarına ait Avrupa Birliği'nin tanımına göre KOBİ olmaz özelliğini koruyan işletmelerin sermaye yapılarına ait verilere ve bulgulara yer verilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELER (KOBİLER) VE FİNANSAL SORUNLARI

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ), küçük ve esnek yapılarıyla ekonomilerin vazgeçilmez unsurları haline gelmişlerdir. İstihdam ve katma değer yaratan, ekonomik kalkınmaya katkı sağlayan KOBİ'lerin birçok sorunu bulunmaktadır. Özellikle Türkiye açısından en önemli sorun, finansman sorunu olarak kabul edilmektedir. Bu bölümde öncelikle KOBİ kavramı üzerinde durulmakta, ardından KOBİ'lerin ekonomilerdeki yeri ve öneminden bahsedilmekte ve KOBİ'lerin finansman sorunları ile finansman kaynakları açıklanmaktadır.

1.1. KOBİ KAVRAMI, TANIMI VE ÖZELLİKLERİ

İşletmeler, iş yapmakta oldukları alan, yürüttükleri faaliyet, finansal yapıları ve daha birçok açıdan çeşitli sınıflara ayrılmaktadır. Bu sınıflamalardan en çok kullanılanlardan biri, işletmelerin boyutlarına göre sınıflandırılmasıdır.

Forrester Araştırmacılık, 2003 yılında yayınladığı bir raporda işletmeleri, şu şekilde sınıflandırmıştır (Chorafas, 2004: 276):

- Çok Geniş Büyük İşletmeler,
- Orta-Geniş Büyük İşletmeler,
- Küçük-Geniş Büyük İşletmeler,
- Küçük ve Orta Büyüklükte İşletmeler,
- Mikro ve En Küçük İşletmelerdir.

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ), yapıları gereği, literatürde genellikle dar bir bakış açısıyla incelenmekte ve “Boyutu küçük olan işletmeler” olarak algılanmaktadır (Reason ve Sear, 2007: 1). Ancak, bugünün dünyasında KOBİ'lerin önemi yadsınamaz bir gerçektir. KOBİ'ler konusunda bilimsel araştırmaların geçmişi 1960'lara kadar uzanmaktadır. 1967 yılında Brigham ve Smith'in yaptığı çalışma konu hakkındaki ilk akademik çalışma olarak görülmektedir. Ancak 1971 yılında İngiltere'de yayınlanan Bolton Raporu ve aynı yıl Avustralya'da

yayınlanan Wiltshire Raporu uzun yıllar göz ardı edilen bu işletmelerin durumunu ön plana çıkarmada önemli bir rol oynamıştır (Al-Quirim, 1997: vii).

KOBİ'lerin dünya ekonomisindeki önemini ortaya çıkaran en büyük gelişmeler ise, son 20 yıl içerisinde gerçekleşmiştir. Yaşanan “*İkiz Petrol Krizi*” KOBİ'lerin dünya ekonomisindeki rolünün görülmesinde oldukça önemli olmuştur (Acs vd., 1999: 5).

Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ), her ülkede ekonomik yapı içerisinde çok önemli görülmekte, bu ekonomik yapının temel dinamikleri içerisinde ele alınmakta ve ülkenin rekabet edilebilirliği için temel yapı taşı olarak kabul edilmektedir (Demir vd., 2008: 5). Günümüzde KOBİ'ler, istihdamı ve üretimi artırıcı, işsizliği önleyici, bölgelerarası işsizliği giderici, büyük işletmeleri tamamlayıcı rolleriyle ekonomik ve sosyal yaşamın vazgeçilmez bir unsuru haline gelmişler (Yörük, 2001: 59) ve toplumsal politikaları belirleyenler için bir odak noktası oluşturmuşlardır (Giaoutzi vd., 1988: 2). Özellikle gelirin ve ekonomik büyümenin düşük olduğu gelişmekte olan ekonomilerde küçük ve orta büyüklükteki işletmeler can alıcı bir ekonomik rol oynamaktadır (Analoui ve Al-Madhoun, 2006: 1).

İtalyan üretim sektörünün %99'unu, Amerikan üretim sektörünün ise %80'ini KOBİ'ler oluşturmaktadır (SourceOECD, 2006: 34). Poutziouris (2006: 461)' e göre Çin, KOBİ'leri ve aile işletmelerini anlamak için yaşayan bir laboratuardır. Dünya çapında devletler, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin önemini ve onların ekonomik büyümeye, istihdama, sosyal uyuma ve yerel gelişmeye katkılarını kabul etmektedir (OECD, 2000: 9). Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler ülke ekonomilerinde istihdam dahil olmak üzere, birçok konuya hakim olsalar da, tam potansiyelleri atıl durumda kalmıştır (OECD, 2005: 7). Bunun nedeni, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sorunlarından kaynaklanmaktadır.

Küçük ve orta büyüklükteki işletme için yapılan tanımlara bakıldığında, hemen hemen her ülkenin ve kuruluşun farklı tanımlamada buldukları görülmektedir. Tanımlamadaki sınırlamaların genelde ülke ekonomilerinin büyüklüğüne bağlı olarak değiştiği görülmektedir (Uludağ ve Serin, 1991: 14). Bunun nedeni, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin evinde tek başına el yapımı ürünler

üreten bir sanatçıdan, dünya çapında niş pazarlara ulaşan bir yazılım şirketine kadar değişen, heterojen iş gruplarından oluşmalarıdır (Fisher ve Reuber, 2000: 2).

Yapılmış olan küçük ve orta büyüklükte işletme tanımlarında, bilim adamları ve araştırmacılar arasında, aynı zamanda ülkelerde yer alan çeşitli kurumlar ve yasalar arasında da görüş birliğine varılmamıştır. KOBİ kavramının hukuki olmaktan çok ekonomik bir anlam taşımaktadır. İşletmelerin faaliyette buldukları iş kollarına ve kullandıkları üretim tekniğine bağlı olarak, kültürden kültüre, ülkeden ülkeye ve bölgeden bölgeye farklı tanımlar yapılmaktadır (Şimşek, 2002: 1).

KOBİ tanımları işletmelerin ulusal ve uluslararası düzeyde teşvik ve yardımlardan faydalanması açısından son derece önemlidir. Bir KOBİ'nin ulusal ve uluslararası herhangi bir kurumdan yardım ve destek alabilmesi için o kurumun yapmış olduğu KOBİ tanımının da uygun olması gerekmektedir (Durman ve Önder, 2003: 3).

Bu bölümde öncelikle Türkiye'de yapılan KOBİ tanımları üzerinde durulmakta ve ardından Avrupa Birliği (AB) ülkeleri ve diğer ülkelerde yapılan tanımlardan bahsedilmektedir.

1.1.1. Türkiye'de Çeşitli Kurum ve Kuruluşların KOBİ Tanımları

Türkiye'de KOBİ geçmişi, 13. Yüzyılda Ahilik Sistemine kadar dayanmaktadır. Ahilik Sistemi; bir taraftan esnafın meslek eğitimi, sosyal güvenliği gibi hizmetleri yerine getirirken; diğer taraftan esnafı sağlam duygularla birbirine bağlayan mesleki ve insani ahlak kurallarına dayanan manevi bir birliği temsil etmekteydi. Daha sonraları kurulan Lonca Sistemi de bu amaçla ortaya çıkmıştır. Her iş kolunda kurulmuş birlik anlamına gelen "Lonca", günümüzde üretim kooperatiflerine benzer bir yapıya sahiptir ve en önemli fonksiyonu, malın kalitesini yüksek tutmak ve standart üretimi gerçekleştirmektir. Ayrıca usta işçinin yetişmesi, iş ve ticaret ahlakının korunması, işçinin elinden tutulması, belirli zamanda bağımsız sermaye sahibi olunması, elde edilen malın müşterinin eline en kısa yoldan geçmesi, malın değerlendirilmesi, değerini koruması loncaların yerine getiren kuruluşlar olmuşlardır. Loncalar, esnaf ve sanat sahiplerini sıkı bir disiplin içinde tutan kuruluşlardı. Ancak Sanayi Devrimi ile birlikte Batı ülkelerinde "*fabrika sanayi*" adı verilen modern makineli üretime geçilmesi ve bu gelişmelere Osmanlı

İmparatorluğu'nun ayak uydurmakta gecikmesi Lonca Sistemini olumsuz etkilemiştir (KOSGEB, 2003: 3).

Türkiye ekonomisinin gelişmesi alanında atılan ilk adım İzmir İktisat Kongresi'dir. Dolayısıyla KOBİ'ler konusundaki ilk yaklaşımlar İzmir İktisat Kongresi'nde yapılanmaya başlamıştır (KOSGEB, 2003: 4).

1930'lu yıllardan itibaren kurulan İktisadi Devlet Teşekkülleri (İDT) aracılığı ile 1933 ve 1938 tarihlerinde iki sanayi planı yürürlüğe konmuştur. Esnaf ve küçük sanayicinin kredi ihtiyacını karşılamak amacıyla 1933 yılında Halk Bankası kurulmuştur. 1963 yılında başlayan planlı dönemle beraber, KOBİ'ler hemen her planda ele alınarak KOBİ'lere ilişkin önemli düzenlemeler yapılmıştır (Demir vd, 2008: 7).

Farklı ülkelerde ve iktisadi oluşumlarda birtakım ölçütler göz önüne alınarak KOBİ'lere ilişkin çeşitli tanımlamalar getirilmiş, ancak tanımlama konusunda belli bir uzlaşma sağlanmamıştır. Ancak "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme" kavramının tanımı, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı kurulması hakkında kanunda yer almaktadır (KOSGEB, 2003: 2).

Genellikle KOBİ'ler, belirli rakamsal ölçütler ve büyüklük ölçütleri ile tanımlanmaktadır. KOBİ'ler üretim, pazarlama, finansman, personel ve yönetim gibi temel işletmecilik fonksiyonlarının yanı sıra istihdam ettikleri personel sayısı, satış hacmi, sabit sermaye ve makine parkı alanı, kullandıkları enerji miktarı, kurulu kapasite düzeyi, katma değerleri, kar büyüklükleri ve piyasa payı gibi ölçülebilen özellikleri açısından da farklılıklar göstermektedir. Bu durum, tüm nitel ve nicel özellikleri kapsayan ve genel geçerliliği olabilecek bir tanım yapılmasını zorlaştırmaktadır (Çatal, 2007a: 5-6). Uygulamada genellikle işletme büyüklüğünün saptaması ölçme kolaylığı sağladığından, nicel özellikler daha çok kullanılmaktadır (Döm, 2006: 64).

Bu noktadan hareketle, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin belirlenmesinde literatürde kabul edilen veya alternatif olarak önerilen ölçütler nicel ve nitel olmak üzere iki grupta incelenmektedir. Nicel ölçütler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Müftüoğlu ve Durukan, 2004:76-77):

- İşletmede istihdam edilen personel sayısı,
- İşgücünün toplam çalışma süresi,
- Ücret toplamı veya işgücü maliyeti toplamı,
- Sabit varlıklarının toplamı,
- Sabit varlıklarının değeri,
- Makine sayısı,
- Makine parkı değeri,
- Makinelerin toplam çalışma süresi,
- Yıllık amortisman tutarı,
- Kullanılan alan,
- Kullanılan hacim,
- Kullanılan malzeme miktarı,
- Kullanılan malzeme maliyeti,
- Kullanılan enerji miktarı,
- Kullanılan enerji maliyeti,
- Toplam sermaye,
- Özsermaye,
- Çalışma (işletme) sermayesi,
- Sabit sermaye,
- İş istasyonu sayısı,
- Sipariş sayısı,
- Sipariş tutarı,
- İşletme kapasitesi,
- Kapasite kullanım derecesi,
- Vardiya sayısı,
- Üretim derinliği (üretim aşamaları sayısı),
- Satış tutarı,
- Kar hacmi,
- Katma değer,
- Ödenen vergi tutarı,
- Net pazar payı.

İşletmelerin büyüklüğünü belirlemede kullanılan nitel ölçütler, işletme sahiplerinin kendisinden ve işletmeden kaynaklanan özellikler olmak üzere iki grupta toplanmaktadır. İlk gruptaki özellikler arasında, küçük ve orta büyüklükteki işletme olgusunun altında yatan ve ona damgasını vuran işletme sahibi veya girişimci ön plana çıkmaktadır. İkinci grup niteliklerde ise, işletmenin yapısına ve kendisine ilişkin özellikler dikkate alınmaktadır (Müftüoğlu, 2002: 43).

Müftüoğlu (2002)'nin ifade ettiği gibi, küçük ve orta büyüklükteki işletme tanımı yapılırken, herkes tarafından kabul edilecek, her zaman ve her yerde geçerli bir tanım değil, amaca uygun bir tanım geliştirilmelidir. Bu anlamda, ülkemizde de KOBİ tanımının Avrupa Birliği ile uyumlaştırılması ve küresel bir kavram niteliği kazanması amacıyla Bakanlar Kurulu'nca 19.10.2005 tarihinde kararlaştırılan ve 18.11.2005 tarih ve 25997 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelikte, KOBİ'ler üçe ayrılmaktadır (Resmi Gazete, 18.11.2005: 1-2):

1. *Mikro işletme*, on kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu bir milyon Türk Lirasını aşmayan çok küçük büyüklükteki işletmelerdir.

2. *Küçük işletme*; eli kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu beş milyon Türk Lirasını aşmayan işletmelerdir.

3. *Orta büyüklükteki işletme*, ikiyüzelli kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu yirmi beş milyon Türk Lirasını aşmayan işletmelerdir.

İlgili kanunun KOBİ'lere ilişkin bağımsızlık kriteri aşağıdaki gibi ifade edilmiştir (Resmi Gazete, 18.11.2005: 1-2):

- Başka bir işletmenin %25 veya daha fazlasına sahip değilse,
- Herhangi bir tüzel kişi veya kamu kurum ve kuruluşu veya birkaç bağlı işletme tek başına veya müştereken bir işletmenin %25 veya daha fazla hissesine sahip değilse,

- Konsolide edilmiş hesaplar düzenlenmiyorsa ve konsolide hesaplar düzenleyen başka bir işletmenin hesaplarında yer almıyorsa ve bu nedenle bağlı bir işletme değilse, bağımsız işletme kabul edilir şeklinde belirtilmiştir.

Yukarıda belirtilen yönetmelik kapsamına, daha önce sadece imalat sanayini kapsayan tanıma, hizmet sektörü alanına giren basın kuruluşları ve yerel medya kuruluşları da dahil edilmektedir (<http://www.dunyagazetesi.com.tr>, 25.12.2007)

Ülkemizde KOBİ'lerle ilgili resmi ve finansal kurumların kabul ettiği çeşitli tanımlar bulunmaktadır. Söz konusu bu kurumlar, KOSGEB, Halkbank, Eximbank, Hazine Müsteşarlığı, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), Devlet Planlama Teşkilatı (DTP) ve Türkiye Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticiler Vakfı (TOSYÖV) ve Merkez Bankası'dır.

1.1.1.1. KOSGEB (3624 Sayılı Kanun)'in Tanımı

KOSGEB, ülkemiz sanayinde önemli bir yeri olan küçük ve orta büyüklükteki sanayi işletmelerini desteklemek, rekabet güçlerini geliştirmek ve böylece ulusal ekonomiye katkılarını artırmak amacıyla 12 Nisan 1990 tarihinde 3624 sayılı yasa ile kurulmuştur. Bu kanuna göre KOBİ tanımı aşağıdaki gibi belirtilmiştir (Resmi Gazete, 20.04.1990: 1):

İmalat sanayi sektöründe 1-50 arası işçi çalıştıran işletmeler küçük işletmeleri, 51-150 arası işçi çalıştıran işletmeler orta büyüklükteki sanayi işletmelerini ifade etmektedir.

1.1.1.2. HALK BANKASI'nın Tanımı

Halkbankası'nın tanıma göre KOBİ'ler teşvik belgeli ve normal KOBİ olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır (Yılmaz, 2003: 1).

Teşvik Belgeli KOBİ; 1-150 işçi çalıştıran, sabit yatırım tutarı 100.000 TL'ni aşmayan işletmelerdir.

Normal KOBİ; 1-250 işçi çalıştıran, sabit yatırım tutarı 400.000 TL'ni aşmayan işletmelerdir.

1.1.1.3. EXIMBANK'ın Tanımı

1-200 işçi çalıştıran, imalat sanayinde faaliyette bulunan ve arsa, bina hariç, mevcut sabit sermaye tutarı, bilanço net değeri itibariyle 2 milyon ABD Doları karşılığı Türk Lirası'nı aşmayan işletmeler KOBİ olarak nitelendirilmektedir. (Çolakoğlu, 2002: 7)

1.1.1.4. Hazine Müsteşarlığı'nın Tanımı

İmalat sanayinde faaliyette bulunan ve yasal defter kayıtlarında arsa ve bina hariç, makine ve teçhizat, tesis, taşıt araç ve gereçleri, demirbaşlar vb. toplam net tutarı 600.000 TL'yi aşmayan;

1-9 işçi çalıştıran işletmeler, çok küçük ölçekli;

10-49 işçi çalıştıran işletmeler, küçük ölçekli;

50-250 işçi çalıştıran işletmeler ise orta ölçekli işletmelerdir (Durman ve Önder, 2007: 7).

1.1.1.5. Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın (DTM) KOBİ Tanımı

1-200 işçi çalıştıran, gerçek usulde defter tutan, imalat sanayinde faaliyette bulunan ve arsa bina hariç, mevcut sabit sermaye tutarı, bilanço net değeri itibariyle 2 milyon ABD Doları karşılığı Türk Lirası'nı aşmayan işletmelerdir (<http://www.kobifinans.com.tr>, 23.05.2008).

1.1.1.6. Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK) ve Devlet Planlama Teşkilatı'nın (DPT) KOBİ Tanımı

TÜİK ve DPT'nin tanımına göre; 1-9 işçi çalıştıran işletmeler çok küçük ölçekli, 10-49 işçi çalıştıran işletmeler küçük ölçekli ve 50-99 işçi çalıştıran işletmeler orta ölçekli işletmelerdir (Durman ve Önder, 2007: 8).

1.1.1.7. Türkiye Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticileri'nin (TOSYÖV) KOBİ Tanımı

1-5 işçi çalıştıran işletmeler çok küçük ölçekli, 5-100 işçi çalıştıran işletmeler küçük ölçekli ve 100-200 işçi çalıştıran işletmeler orta ölçekli işletmelerdir (Yılmaz, 2003: 2).

Yukarıda bahsedilen tanımlar kapsam, ölçüt ve işletme çeşidi bakımından aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Tablo 1.1: Türkiye'de Bazı Kurum ve Kuruluşlara Ait KOBİ Tanımları

Kuruluş	Tanım Kapsamı	Ölçüt	Mikro Ölçekli İşletme	Küçük Ölçekli İşletme	Orta Ölçekli İşletme
KOSGEB	İmalat Sanayi	İşçi Sayısı	1-50 işçi		51-150 işçi
Halkbank	İmalat Sanayi, Turizm, Yazılım Geliştirme	İşçi Sayısı	1-250		
		Sabit Sermaye Tutarı (TL)	600.000 TL'yi aşmayan		
Eximbank	İmalat Sanayi	İşçi Sayısı	1-200		
		Sabit Sermaye Tutarı (ABD \$)	2 milyon ABD Doları karşılığı TL'yi aşmayan		
Hazine Müsteşarlığı	İmalat Sanayi, Turizm, Tarımsal Sanayi, Eğitim, Sağlık, Yazılım Geliştirme	İşçi Sayısı	1-9	10-49	50-250
		Yatırım Tutarı, KOBİ Teşvik Belgesine Konu Yatırım Tutarı (Euro)	600.000 TL'yi Aşmayan		
Dış Ticaret Müsteşarlığı	İmalat Sanayi	İşçi Sayısı	1-200		
		Sabit Sermaye Tutarı (ABD \$)	2.000.000 ABD Doları Karşılığı TL'yi aşmayan		
TÜİK ve DPT	İmalat Sanayi	İşçi Sayısı	1-9	10-49	50-99
TOSYÖV	İmalat Sanayi	İşçi Sayısı	1-5	5-100	100-200

Kaynak: ÇATAL, M. Faruk (2007a); "Küçük ve Orta Boy İşletmeler ve KOBİ Borsası, Erzurum Ticaret ve Sanayi Odası Yayınları No: 2007/1, s.12

1.1.1.8. Merkez Bankası'nın (TCMB) KOBİ Tanımı

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) her yıl çok sayıda işletmeden aldığı verileri derleyerek sektörler itibariyle bilançolar yayımlamakta, ele aldığı işletmelerin ölçek dağılımına göre net satış, aktif ve öz kaynak büyüklüklerini de yayınlamaktadır. TCMB çalışan sayısı ve net satışlar olmak üzere iki ayrı ölçek kullanmaktadır. Bu kapsamda;

1-50 kişi çalıştıran ya da net satışları 7 milyon Euroyu aşmayan işletmeler küçük ölçekli olarak kabul edilmiştir. Çalıştırdığı kişi sayısı 50-500 veya net satışları 7-40 milyon Euro arasında olan işletmeler orta ölçekli; çalıştırdığı kişi sayısı 500'ü, net satışları 40 milyon Euro'yu aşan işletmeler de büyük ölçekli kabul edilmiştir (Yılmaz, 2003: 9).

TCMB'nin orta ölçekli işletme büyüklüğü "çalışan sayısı ölçütü" bakımından Türkiye'de genel kabul gören KOBİ ölçeklerini aşmakta, "net satış ölçütü" bakımından ise AB Komisyonu'nun KOBİ tanımına girmektedir (Yılmaz, 2003: 9).

TCMB 2002 yılında gerçekleştirdiği araştırmada, çalışan sayısı ölçütüne göre incelediği 8.007 işletmenin % 57,1'i küçük ölçekli, % 36,9'u orta ölçeklidir. Çalışanların % 7,6'sı küçük ölçekli işletmelerde, %38,1'i orta ölçekli işletmelerde istihdam edilmiştir. Net satış ölçütüne göre ise 2002 yılında incelenen işletmelerin % 68,8'i küçük, % 22,8'i orta ölçeklidir. Çalışanların % 21,2'sini küçük ölçekli işletme; % 31,5'ini orta ölçekli işletmelerde istihdam etmiştir.

1.1.2. Avrupa Birliği'nin (AB) KOBİ Tanımı

AB'de de dinamik yapıları ve esnek karar alma mekanizmaları ile yeniliklere, talep değişikliklerine daha kolay uyum sağlayabilen, daha düşük yatırım maliyetleriyle istihdam imkânı yaratan ve ekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenen KOBİ'ler, istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyüme hedefinin gerçekleştirilmesinde temel unsur olarak görülmektedir. Dünyada en rekabetçi ve en dinamik ekonomiye sahip olmayı hedefleyen AB'de, KOBİ'lerin ekonomiye ve buna paralel olarak makro ekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesine sağladığı katkı tüm üye devletlerce kabul edilmektedir. Bu çerçevede KOBİ'leri tüm yönleriyle ele alarak

uygulanacak mekanizmaları aynı çatı altında toplayacak bir işletme politikası gerekmektedir. Bu kapsamda AB'de işletme politikası çok yıllık programlar dahilinde gerçekleştirilmekte olup, işletmelerin performansının artırılmasına ve girişimci faaliyetlerinin teşvik edilmesine yönelik uygulamalar çerçevesinde oluşturulmuştur. AB'de KOBİ'ler için gerçekleştirilen faaliyetlere bakıldığında özellikle finansal kaynaklar üzerinde durulduğu ve Araştırma-Geliştirme (AR-GE)' ye ayrı bir önem verildiği gözlenmektedir (Maşmanav, 2002: 39).

Avrupa Birliği'nin KOBİ'lere verdiği önem 1986 yılından itibaren belirgin hale gelmiştir. Birliğe İspanya ve Portekiz'in katılımının ardından Haziran ayında bağımsız bir KOBİ görev kuvveti oluşturulmuş ve aynı yılın Kasım ayında, "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler için Aksiyon Programı" birlik tarafından yürürlüğe konmuştur (Dyson, 1990: 2).

Avrupa Birliği kapsamında, ülkemizde yaşanan tanım sorunlarının benzeri yaşandığından, ilgili ülke temsilcileri çeşitli önlemler geliştirmişlerdir. AB ülkelerinde KOBİ tanımları uyumlaştırılarak, üye ülke işletmelerine sağlanan teknik ve finansal destekler ile çeşitli işbirliklerinde yaşanan sorunlar kısmen de olsa giderilmiştir (Çelik ve Akgemci, 2007:116).

Avrupa Birliği'nin KOBİ tanımı çalışan sayısı, sermaye ve bilanço değerlerinden oluşmaktadır. Bu tanım diğer birçok KOBİ tanımına bir standart getirmekle birlikte sektör konusunda herhangi bir açıklama içermemesi tanımın en büyük eksikliği olarak kabul edilmektedir (Hillary, 2000: 13). 3 Nisan 1996 tarihli, Avrupa Komisyonunca üye ülkelere tavsiye niteliğindeki KOBİ ve çok küçük (mikro) işletme tanımında esas alınanlar Tablo 1.2.'de görülmektedir. Bir işletmenin KOBİ olarak ya da çok küçük işletme olarak sınıflandırılabilmesi için işçi sayısı ile finansal ölçütlerden en az birini (satış hacmi ya da bilanço toplamı) ve bağımsızlık ölçütü karşılaması gerekmektedir. Ayrıca, değişen ekonomik koşullar göz önünde bulundurularak finansal ölçütlerin her 4 yılda bir revizyonu öngörülmektedir (Döm, 2006: 64-65). Dolayısıyla Konsey kararı çerçevesinde belirgin bir şekilde ortaya konulan KOBİ tanımı; çalışan sayısı, bilanço büyüklüğü ve bağımsızlık ölçütlerini kapsamaktadır (Çatal, 2007a:16).

Avrupa Birliği'ne göre KOBİ'ler; mikro, küçük ve orta ölçekli işletmeler olarak üç grupta tanımlanmıştır. Buna göre;

Mikro lekli işletmeler; çalışan sayısı 10'dan az olan, yıllık cirosu 2 milyon €'dan veya bilanço büyüklüğü 2 milyon Euro'dan düşük olan,

Küçük lekli işletmeler; 10-49 arasında çalışana sahip, yıllık cirosu 2-10 milyon Euro arasında veya bilanço büyüklüğü 2-10 milyon Euro arasında olan,

Orta lekli işletmeler; 50-250 arasında çalışanı olan, yıllık cirosu 10-50 milyon Euro arasında veya bilanço büyüklüğü 10-43 milyon Euro arasında olan, işletmeler olarak tanımlanmıştır (http://europa.eu/scadplus/glossary/sme_en.htm, 30.12.2007).

Tablo 1.2. Avrupa Birliği'nin KOBİ Tanımı

KOBİ Tanımı	alışan Sayısı	Satış Büyüklüğü	Aktif Büyüklüğü	Bağımsızlık
Mikro lekli işletme	1-9	< 2 Milyon Euro	< 2 Milyon Euro	Bir ya da birkaç işletmeye %25 veya üstünde ait olmaması
Küçük lekli işletme	10-49	< 10 Milyon Euro	< 10 Milyon Euro	
Orta lekli işletmeler	50-249	< 50 Milyon Euro	< 43 Milyon Euro	

Kaynak: European Commision, 2005, "The New SME Definition", s.14

Avrupa Yatırım Bankası' nın tanımına göre KOBİ, alışan sayısı 500'den az ve toplam varlıkları 75 milyon Euro'dan az olan işletmeleri ifade etmektedir. Avrupa Yatırım Bankası, Avrupa Birliği'nin tanımını Ocak 2005'te kabul etmiştir (Djoufelkit-Cottenet, 2005: 37).

1.1.3. Diğer Bazı lkelerde KOBİ Tanımları

KOBİ tanımı ülkeden ülkeye, kurumdan kuruma, sektörden sektöre farklılık göstermektedir. Hillary (2000)'ye göre bu tanımları operasyonel tanımlar ve teorik tanımlar olmak üzere iki grup altında toplamaktadır (Hillary, 2000: 12). Hemen hemen her ülkede farklı bir KOBİ tanımının yapıldığı görülmekte ve bu tanımlamadaki ölçütlerin genellikle ülke ekonomilerinin büyüklüğüne bağlı olarak değiştiği görülmektedir (KOSGEB, 2004: 5). Bazı ülkelerin resmi olarak açıkladıkları KOBİ tanımı mevcut iken (Arnavutluk, Avustralya, Avusturya, Brezilya, Kolombiya,

Hırvatistan, Danimarka, Almanya, Yunanistan, İzlanda, İtalya, Japonya, İrlanda, Hollanda, Norveç, Filipinler, Romanya, Singapur, İsveç, İspanya, Amerika, Fransa gibi), bazı ülkelerin resmi bir KOBİ tanımı bulunmamaktadır (Türkiye, Arjantin, Belçika, Azerbaycan, Kanada, Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, Gürcistan, Lüksemburg, Rusya, Slovenya, Ukrayna, İngiltere gibi). Ülkelerin yanı sıra ulusal ve uluslararası kurumların da kabul ettiği farklı KOBİ tanımları bulunmaktadır (Döm, 2007: 64).

Dünyada KOBİ tanımı yapılırken esas alınan ölçütlerden biri, işçi sayısıdır. Bazı ülkeler KOBİ'leri çok küçük (mikro), küçük ve orta olarak sınıflarken; bazı ülkelerde bu ayırım görülmemektedir. Dünya Bankası ve Türkiye arasında imzalanan 3067 TU Sayılı İkinci Küçük ve Orta Boy Sanayi Projesi uyarınca sektör için belirlenen ölçütlere göre KOBİ'lerin tespitinde; yeni yatırımlarda bina ve arsa hariç sabit yatırım tutarının, küçük ölçekli işletmelerde 800.000 Dolara eşdeğer TL ya da daha az olması; orta ölçekli işletmelerde ise 4 milyon Doları aşmaması gerekmektedir. Yeni yatırımlarda bina ve arsa hariç sabit yatırım tutarı 4 milyon Dolar'ın üzerindeki işletmeler ise büyük işletme olarak belirtilmektedir (Erdoğan vd., 2006: 17).

OECD (Organization of Economic Cooperation and Development - Avrupa Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)'nın KOBİ tanımına göre, 20'den az işçi çalıştıran işletmeler çok küçük, 20-99 arasında işçi çalıştıran işletmeler küçük, 100-199 arasında işçi çalıştıran işletmeler orta ölçekli işletme olarak kabul edilmektedir (Müftüoğlu ve Durukan, 2004: 91).

Filipinler'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme Konseyi tarafından yapılan KOBİ tanımı ise şöyledir:

Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler, varlıkları belirlenen sınırları geçmemek üzere kişisel girişim, ortaklık, kooperatif ya da şirket olmaları fark etmeksizin, endüstri, tarım veya hizmet alanında faaliyet gösteren girişimlerdir (Moha Asri Hj ve Mohd, 2000: 3).

Belçika'da da birbirinden çok farklı KOBİ tanımları bulunmaktadır. KOBİ'ler ve Tarımdan Sorumlu Devlet Bakanlığı 50 çalışandan az çalışanı olan işletmeleri KOBİ olarak tanımlamaktadır (OECD, 1997: 21).

Tablo 1.3. Ülkelere ve Temel Alınan Ölçütlere Göre Küçük ve Orta Boy İşletme Tanımları

ÜLKELER		Temel Alınan Kriter		
		İşçi Sayısı	Yatırılan Sermaye	Yıllık Satış Miktarı
A.B.D.	Küçük	500		İmalat Sektörü için 25 Milyon \$ Hizmet Sektörü için 3-13 Milyon \$
	Orta	1500		
ALMANYA	Küçük	50		
	Orta	500		
İNGİLTERE	Küçük ve Orta	200		Perakande 50.000 paund Toptan 200.000 paund
İTALYA	Küçük	100		
	Orta	250		
KOLOMBİYA	Küçük	50		
	Orta	100		
JAPONYA	Küçük	20	10 Milyon Yen	
	Orta	300	100 Milyon Yen	
GÜNEY KORE	Küçük	5-19		
	Orta	20-300		
MEKSİKA	Küçük	16-100		290.000 USD
	Orta	101-250		2.900.000 USD
FRANSA	Küçük	50		
	Orta	500		
BREZİLYA	Küçük	11-49		
	Orta	50-99		
DANİMARKA	Küçük ve Orta	6-50		
BELÇİKA	Küçük ve Orta	1-50		
İRLANDA	Küçük ve Orta	1-50		
HOLLANDA	Küçük ve Orta	1-100		

Kaynak: Çelik ve Akgemci, 2007: 116-121

İngiltere’de ise küçük büyüklükteki işletmeler ve orta büyüklükteki işletmeler farklı tanımlanmıştır. 2006 yılında yapılan işletmelerle ilgili düzenlemede 50’den az çalışanı olan, sermayesi en fazla 6.5 Milyon pound ve bilanço toplamı 3.26 Milyon

pound olan şirketler küçük işletme, en fazla 250 çalışanı olan sermayesi en fazla 25.9 Milyon pound ve bilanço toplamı 12.9 Milyon pound olan şirketler ise orta büyüklükte işletme olarak tanımlanmıştır (<http://www.lib.strath.ac.uk/busweb/guides/smedefine.htm>, 03.03.2009).

Tablo 1.3' te ülkelere ve temel alınan ölçütlere göre KOBİ tanımlarına yer verilmektedir.

1.1.4. Basel II' ye Göre KOBİ Tanımı

Basel II düzenlemeleri BIS (Bank of International Settlements) adı verilen organizasyonun Basel Komitesi tarafından gerçekleştirilen bir düzenlemedir. Komitenin ilk düzenlemesi 1988 yılında yayımlanan Basel I'e göre bankaların uymaları gereken kriterler belirlenmiş, bankacılık sektörünün değişik alanlarında ortak standartlar getirilmiştir (Babuşçu, 2003; 47-48).

Basel I kriterlerinin yetersiz kaldığı 1990'lı yıllarda görülen krizlerde de görülmekte ve krizlerin değişen piyasa mekanizmalarına ayak uyduramadığı görülmektedir. Bu noktada getirilen sermaye yükümlüğü bankaların risk düzeyini ölçmekte yeterli olmamaktadır. Söz konusu eksikliklerin giderilmesine yönelik olarak Basel Komitesi Haziran 2004'te "Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı (Basel II)'ni yayımlamıştır (BDDK, 2005; 1-2).

Basel II; bankalarda etkin risk yönetimi, denetim ve piyasa disiplini geliştirmek, sermaye yeterliliği ölçümlerinin etkinliğini artırmak ve bu sayede sağlam bankacılık sistemi oluşturmak ve dolayısıyla finansal istikrara katkıda bulunmak için oluşturulmuş bir düzenlemedir. Amaçlanan, bankanın bilanço içindeki ve dışındaki risk doğuran her kalemi için belli bir sermaye ayırmasıdır. Bu zorunluluğun altında yatan temel neden, ilgili bilanço kaleminden kaynaklanan riskin gerçekleşmesi durumunda bankanın yapısının bozulmaması ve bu durumdan sektörün olumsuz etkilenmemesidir (Babuşçu, 2005; 48-49).

Basel II, doğrudan bankacılık sektörü ile ilgili kapsamlı ve teknik hükümler içeren bir düzenleme olmasına rağmen büyük ölçüde reel sektöre yani işletmelere de büyük etkilerinin olacağı tahmin edilmektedir. Bu kapsamda değerlendirildiğinde,

düzenlemeden etkilenecek en önemli kesim, finansmanın temel kaynağında banka kredileri kullanan KOBİ'ler olmaktadır.

Yeni Basel Uzlaşısı hazırlanırken uzmanlar ve uygulamacılar, bütün ülkelerde, özellikle Avrupa Birliği'nde KOBİ'lerin ülke ekonomileri için artan önemini göz önünde bulundurarak, KOBİ'ler için iyileştirici bir yapı oluşturmaya çalışmışlardır (Ayadi ve Resti, 2004: 38).

Basel II'nin KOBİ'lere olan en önemli etkisi KOBİ tanımı ile ilgilidir. Bu kapsamda sermaye yeterliliğini belirtmek için kullanılan standart yöntemde KOBİ, toplam cirosu 50 milyon Euro'yu geçmeyen işletmeler olarak tanımlanmaktadır. Ülkemizde var olan KOBİ'lerin %99'u bu kapsam içerisinde yer aldığından, bu tanım Basel II'nin avantajlarından yararlanma açısından önemli bir ölçüt olarak kabul edilmektedir. Toplam cirosu, 50 milyon Euro'yu geçen işletmeler ise kurumsal olarak tanımlanmaktadır. Böylelikle KOBİ sınıfının sınırlarını belirlemede yıllık toplam satış cirosu esas alınmaktadır (Uz vd., 2004: 5-6)

KOBİ tanımına bağlı olarak, "perakende – kurumsal KOBİ" kavramları ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda; bir işletmeye verilen kredinin perakende olarak sınıflandırılması için işletmenin KOBİ olması, kredi tutarının 1 milyon Euro'dan az olması gerekmektedir. Farklı bir ifadeyle bir bankadaki toplam kredisi 1 milyon Euro'nun altında kalan KOBİ'ler perakende portföy içinde yer almaktadır. Bir bankadan kullandığı kredi toplamı 1 milyon Euro'nun üzerinde olan KOBİ'ler ise kurumsal portföy içinde yer almaktadır (Uz vd., 2004: 5-6).

Tablo 1.4: Basel II'deki İşletme Sınıflandırması

Kredi Tutarı	Yıllık Satış Cirosu	Sınıflandırma
Kredi mik. > 1 000 000 Euro	Ciro > 50 000 000 Euro	Kurumsal
Kredi mik. > 1 000 000 Euro	Ciro < 50 000 000 Euro	Kurumsal KOBİ
Kredi mik. < 1 000 000 Euro	Ciro > 50 000 000 Euro	Kurumsal
Kredi mik. < 1 000 000 Euro	Ciro < 50 000 000 Euro	Perakende KOBİ

Kaynak: Uz vd, 2004: 6

Ülkemizde farklı kurumların farklı tanımlar ortaya koymaları uygulamada karmaşa yaratmaktadır. Basel II, işletmelerin kesin bir ayrıma tabi tutulmasını sağlamaktadır. Nitekim Yılmaz ve Küçükçolak (2006) yaptıkları araştırmada 2004 ve 2005 yıllarında Basel II kriterlerine göre, İMKB'ye kayıtlı olan KOBİ sayısını tespit etmişlerdir. Yaptıkları araştırmada yıllık satış cirosu ve çalışan sayısı dikkate alınmışlardır. İnceledikleri 105 işletmeden, 60 tanesinin (%57) Basel II standartlarına (yıllık satış cirosu 50 milyon euro'nun altında), 29 tanesinin (%29) Türkiye'de yapılan KOBİ tanımına (yıllık satış cirosu 25 milyon YTL'nin altında) uygun olduğunu belirtilmişlerdir (Yılmaz ve Küçükçolak, 2006: 225).

Basel II'nin diğer etkileri, kredi maliyetleri ve risk yönetimi ile ilgilidir. Basel II ile birlikte Bankaların KOBİ'lerden talep edecekleri verilerin kapsamı genişlemekte ve borçlanma maliyetleri de değişmektedir. Ayrıca Basel II KOBİ'lerin risk yönetim sistemi oluşturmalarını ve risk ölçüm yöntemleri kullanmalarını gerekli kılmaktadır. Yüksek risklilikteki KOBİ'lerin, kredi maliyetleri de artmaktadır (Ege, 2006: 112).

1.1.5. UFRS'ye Göre KOBİ Tanımı

Küreselleşmenin artan etkisiyle birlikte son yıllarda, uluslararası finansal piyasalarda tek bir finansal raporlama dilinin kullanılması yönünde atılan adımların hız kazandığı görülmektedir. Bu kapsamda yapılan çalışmaların en büyüğü Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (UMSK) tarafından hazırlanarak dünya çapında kabul görmüş olan Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)'dir. UFRS'ler özellikle halka açık ve büyük ölçekli şirketlerin kullanımına yönelik, kamunun tam ve doğru aydınlatılması ilkesi çerçevesinde, kaliteli finansal tabloların hazırlanarak sunulmasını amaçlamaktadır. Bununla birlikte KOBİ'ler için de tek bir finansal raporlama dilinin geliştirilmesi ve uygulanması ihtiyacı da gündeme gelmiştir. Bu amaçla UMSK, KOBİ'ler için muhasebe ve finansal raporlama standartlarının geliştirilmesine yönelik bir proje başlatmıştır. Bunun için Haziran 2004 tarihinde bu standartların kapsam ve içeriğine ilişkin bir görüş açıklanmış, Nisan 2005 tarihinde esaslara ilişkin anket yapılarak taslak metin üzerinde çalışmalar hız kazanmıştır (Sayar ve Okur, 2007: 74).

Uluslararası muhasebe/finansal raporlama standartlarının KOBİ'lere uygulanması maliyetleri artırmaktadır. Bu nedenle KOBİ'ler açısından kolaylaştırıcı

tedbirlerin alınması gerekmektedir (Apak ve Yıldız, 2006: 118). KOBİ'ler için UFRS uygulamasına ilişkin yapılan anket sonuçları, KOBİ'lerin orijinal UFRS'leri aynen uygulamamaları ve KOBİ'ler için yeni standartların oluşturulması veya UFRS'nin bazı standartlarından KOBİ'lerin muaf tutulması şeklindedir.

Türkiye'de finansal raporlama sürecinde kullanılacak ortak ve geçerli bir standart bulunmamakta, raporlamalar uygulama ağırlıklı olarak vergi mevzuatı çerçevesinde şekillenmektedir. Bu nedenle, mali tablolar vergi üzerine odaklanmakta, gerçeği yansıtmamaktadır. KOBİ'ler genelde vergi mevzuatından kaynaklanan yükümlülükleri yerine getirme anlamında, başka bir deyişle vergisel finansal raporlama yapmaktadırlar. Ancak Basel II ile birlikte finansman terimi, şeffaf finansal raporlama temeline dayalı bir sistemi zorunlu kılmaktadır (<http://www.muhasabetr.com>, 28.12.2008).

Bütün KOBİ'ler için aynı muhasebe standardının uygulanıp uygulanmayacağı da ayrıca tartışma konusudur. Bu amaçla muhasebe ve finansal raporlama uygulamaları açısından KOBİ'ler üç başlıkta değerlendirilmektedir:

Tablo 1.5. UFRS'ye Göre KOBİ Tanımı

Sınıflandırma	Tanımı	Önerilen Standart
Büyük KOBİ'ler	Halka Açık Şirketler, Borsa Şirketleri	UFRS
Orta KOBİ'ler	Faaliyet Hacmi Büyük ancak Halka Açık Olmayan Şirketler	UFRS'ye sınırlı uyum, sınırlı kamuyu aydınlatma, değerlendirme ve mali tablolara alma ilkelerine uyum
Küçük KOBİ'ler	Patron İşletmeler, birkaç kişi çalışan mikro işletmeler	Temel Muhasebe İlkeleri, Tahakkuk Esası

Kaynak: http://www.unctad.org/en/docs/iteteb20035_en.pdf, 25.12.2008

http://www.unctad.org/en/docs/iteteb20036_en.pdf, 25.12.2008

Tablonun ilk satırında yer alan Büyük KOBİ'lerin UFRS standartlarına tam uyumu beklenirken, ikinci satırda yer alan KOBİ'ler için bazı basitleştirilmiş standartlar oluşturulmuştur (Epstein ve Jermakowitz, 2008: 47).

1.2. KOBİ'LERİN ÖZELLİKLERİ

Büyük işletmeler, 19. yüzyılda ve 20. yüzyılın başında başarının ve saygınlığın sembolü anlamına gelmiştir. Ülkelerin başarısı ve geleceği ekonomik sistemde büyük işletmelerin varlığı ile değerlendirilmiştir. Ölçek ekonomisi sağlayan büyük işletmeler, kitle üretiminin ve makineleşmenin temel unsurlarıdır. Ancak bu bakış açısı, 20. yüzyılın sonlarına doğru değişim göstermeye başlamıştır. Schumacher'ın 1973 yılında yayımlanan "Küçük Güzeldir" (Small is Beautiful) çalışması, büyük işletmeler yerine değişen koşullara cevap verebilecek esnek yapılı küçük işletmelerin önemine işaret etmiştir. Hızla değişen iş ortamı, küresel rekabet ve bu değişime ayak uydurabilme olgusu, büyük işletmelerin kademe sayısını azaltma ve küçülerek daha esnek yapılar haline gelmelerini sağlamıştır (Döm, 2006: 69).

Artan rekabet, teknolojik gelişmelerdeki hızlı değişim baskısı ile işletmeler eski organizasyon yapılarını değiştirerek yeni koşullara cevap verebilecek yapılanma yoluna gitmek durumunda kalmıştır. Moda ve teknolojik değişim, ürün yaşam eğrilerini çoğu sektörde hızla kısaltmıştır. Bu durum, işletmelerin rekabetçi avantaja sahip olduğu temel yeteneklerine (core competence) odaklanma ve bunların dışındaki işlerin alt sözleşme (sub-contracting) ile diğer işletmelere yaptırılması eğilimlerini artırmıştır. Temel ya da öz yeteneklere eğilme, işletmelerin sabit maliyetlerini ve riskini azaltarak, pazardaki değişimlere çabuk cevap verebilme yeteneğini artırmıştır. Bu eğilimin sonucu, özellikle 20. yüzyılın ikinci yarısında yeniden yapılanma faaliyetleri hız kazanmıştır (Döm, 2006: 69-70).

KOBİ'lere ilişkin yapılan çalışmalar, bu işletmelerin istihdamın ana kaynağı olma, bölgelerarası dengeli büyüme, bölgesel sosyo-ekonomik dengesizlikleri giderme, esnek üretim süreci yapısına sahip olma, ekonomiye dinamizm ve rekabet kazandırma, sürdürülebilir kalkınmayı sağlama, mülkiyeti tabana yayma gibi özellikler taşıdıklarını ortaya koymuştur (Zor ve Akın, 2007: 527). Dolayısıyla ekonomik yapıda sayısal miktar, üretim değeri, istihdam hacmi ve mülkiyetin tabana yayılması açısından KOBİ'ler büyük bir ağırlığa sahiptir (Doğan, 2007: 45).

Büyük işletmelerle kıyaslandıklarında KOBİ'lerin ayırt edici birçok özelliği vardır. Pettit ve Singer (1985)'in çalışmaları da bunu doğrulamakta ve KOBİ'lerin

büyük işletmelere göre daha az karlılıkla çalışmalarına rağmen, daha az vergi ödeyen ve daha az dış kaynak kullanan işletmeler olduklarını vurgulamışlardır (Pettit ve Singer, 1985: 48). Bu doğrultuda, KOBİ'lerin özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Doğan, 2007: 44; KOSGEB, 2003:2):

- Genellikle bireysel veya şahıs ortaklığı hukuki yapısına sahiptirler.
- İşletmelerde “sahip-yönetici” modeli egemendir. Diğer bir deyişle, sahiplik ve yöneticilik aynı kişide toplanmıştır. Az sayıda veya bazı hizmetlere özgü olmak üzere profesyonel yöneticiden yararlanılmaktadır. İşletme ve sahiplik bütünleşmiştir.
- Yönetici durumunda olan işletme sahibi bağımsız karar alabilmektedir.
- Faaliyetler iş bölümü olmadan veya daha basit işbölümüne dayanan bir organizasyon ile yürütülebilmektedir. Uzmanlaşma çok sınırlı boyutlarda kalmaktadır.
- İşçi-işveren arasında olduğu gibi, işletme-müşteri arasında da yakın bir ilişki vardır.
- Sınırlı bir sermayeye sahiptirler. Finansman için gerekli fonları genellikle özkaynaklardan veya özsermayeden temin etmektedirler.
- Duran (sabit) ve dönen varlıkların hacmi, mal ve hizmet kapasiteleri sınırlıdır.
- Satış hacmi veya pazar payları sınırlıdır; genellikle küçük veya yöresel düzeyde kalmaktadır.
- Tedarik ve pazarlamada pazarlık güçleri zayıftır.
- İstihdam oranı düşüktür. İşletme sahibi ya da aile bireyleri bizzat iş yerinde çalışırlar.
- Yeniliğe açık, dinamik bir yapıya sahiptirler.
- Daha az yatırımla daha çok üretim ve üretim çeşitliliği sağlama olanakları vardır.
- Daha düşük yatırım maliyetleri ile istihdam imkanı yaratabilirler.
- Talep değişikliklerine ve çeşitliliklerine daha kolay uyum sağlayabilirler.
- Teknolojik yeniliklere yatkınlıkları yüksektir.
- Bölgelerarası dengeli kalkınmayı sağlarlar.
- Gelir dağılımındaki çarpıklığı asgariye indirirler.
- Bireysel tasarrufları teşvik etme, yönlendirme ve hareketlendirme olanakları vardır.

- Büyük sanayi işletmelerinin destekleyicisi ve tamamlayıcısı olma rolünü üstlenirler.
- Politik ve sosyal sistemlerin denge ve istikrar unsurudurlar.
- Demokratik ve liberal ekonominin ana sigortaları olarak kabul edilirler.

1.3. KOBİ'LERİN TÜRKİYE VE DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ YERİ VE ÖNEMİ

KOBİ'lerin temel özelliği, büyük işletme olabilmek için gereken ölçütlere henüz ulaşmamış olmalarıdır. KOBİ'lerin bir kısmı, zaman içerisinde büyüyerek büyük işletme durumuna geçmekte, bazıları ise KOBİ olma özelliğini korumaktadır.

KOBİ'lerin ekonomik yapıları ne kadar farklı olursa olsun, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından büyük önem taşımaktadırlar. Bir ülkede faaliyet gösteren KOBİ'lerin ülke ekonomisine katkılarını Yılmaz ve Küçükçolak (2006:220) beş noktada ele almışlardır:

- İstihdam,
- Esneklik,
- Girişimciliği teşvik,
- Ürün farklılaşması.
- Büyük işletmelere ara malı sağlama.

1.3.1. Türkiye'de KOBİ'lerin Yeri ve Önemi

KOBİ'ler her ülkede olduğu gibi ülkemizde de son derece önemli bir yer ve öneme sahip olmakta birlikte, ekonomik canlılığın bir göstergesi durumundadırlar. Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler sadece büyük işletmelerin ürettiği aynı mal ve hizmetleri üretilip onları rekabetçi ortama çekerek ekonomik canlılık kazandıran birimler değil, aynı zamanda büyük işletmelerin kullandıkları mamul ve yarı mamul girdileri üreterek onların gelişimini de tamamlarlar. Farklı bir deyişle, bir yandan büyük işletmelerle rekabet halinde ekonomik kalkınmaya katkıda bulunurken, diğer yandan da büyük işletmeleri tamamlayarak veya destekleyerek ekonomilerde yan sanayi oluşturmaktadır (Doğan, 2007: 43).

KOBİ'lerin Türkiye ekonomisindeki yerini belirleyebilmek için istihdam edilen kişi sayısı, iş yeri sayısı ve bu işletmelerin oluşturdukları katma değer gibi önemli

göstergelere bakılmaktadır. Bu nedenle, Türkiye’de KOBİ’lerin gelişimini incelemek amacıyla Türkiye İstatistik Kurumu’ nun (TÜİK) 2002 yılı Genel Sanayi ve İşyeri Sayımı (GSİS) sonuçları incelendiğinde, KOBİ’lerin önemi açıkça görülmektedir (Çatal, 2007a: 17).

Tablo 1.6: Toplam İşletmelerin Faaliyet Kollarına Göre Dağılımı (2002)

Faaliyet Kolları	İşletme Sayısı	Pay (%)	Çalışan Sayısı	Pay (%)	İşletmelerin Ortalama Ölçek Büyüklükleri (Çalışan Sayısı / İşletme Sayısı)
Madencilik ve Taşocaklığı	2.394	0,1	70.953	1,1	29,6
İmalat Sanayi	267.184	14,2	2.110.277	32,5	7,9
Gıda, İçki, Tütün	30.988	1,6	267.871	4,1	8,6
Tekstil, Konfeksiyon, Deri	63.412	3,4	749.932	11,6	11,8
Ağaç ve Mantar Ürünleri (Mobilya Hariç)	28.334	1,5	78.120	1,2	2,8
Kağıt ve Kağıt Ürünleri	2.119	0,1	35.680	0,6	16,8
Basım Yayın	9.340	0,5	46.274	0,7	5,0
Kok Kömürü, Refine Edilmiş Petrol Ürünleri	157	0,0	6.940	0,1	44,2
Kimyasal Madde Ürünleri	4.171	0,2	75.730	1,2	18,2
Plastik – Kauçuk Ürünler	8.999	0,5	83.746	1,3	9,3
Taş ve Yoprağa Dayalı Ürünler	12.323	0,7	131.485	2,0	10,7
Ana Metal Sanayi	6.027	0,3	75.467	1,2	12,5
Metal Eşya Sanayi (Mak.Teç.Hariç)	35.258	1,9	137.163	2,1	3,9
Makine ve Teçhizat	18.955	1,0	139.525	2,2	7,4
Büro, Muhasebe, Bilgi İşl. Makineleri	415	0,0	2.524	0,0	6,1
Elektrikli Makine ve Cihazlar	4.355	0,2	37.764	0,6	8,7
Radyo, TV, Haberleşme Cihazları	562	0,0	11.955	0,2	21,3
Tıbbi, Hassas ve Optik Aletler, Saat	2.198	0,1	16.729	0,3	7,6
Motorlu Kara Taşıtları ve Karoseri	4.075	0,2	84.171	1,3	20,7
Diğer Ulaşım Araçları	984	0,1	13.052	0,2	13,3
Mobilya	34.427	1,8	115.200	1,8	3,3
Hurda Yeniden Değerlendirme	85	0,0	949	0,0	11,2

Elektrik, Gaz ve Su	3.790	0,2	67.464	1,0	17,8
İnşaat	35.782	1,9	219.702	3,4	6,1
Toptan ve Perakende Ticaret, Komisyonculuk, Tamirat	872.155	46,4	2.057.683	31,7	2,4
Otel ve Lokantalar	175.604	9,3	550.376	8,5	3,1
Ulaştırma, Depolama, Haberleşme	267.729	14,2	505.475	7,8	1,9
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	20.540	1,1	174.544	2,7	8,5
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri	94.883	5,0	327.263	5,0	3,4
Eğitim Hizmetleri	6.699	0,4	78.770	1,2	11,8
Sağlık İşleri ve Sosyal Hizmetler	33.333	1,8	99.179	1,5	3,0
Diğer Sosyal, Toplumsal ve Kişisel Hizmet Faaliyetleri	101.340	5,4	222.482	3,4	2,2
Genel Toplam	1.881.433	100	6.484.168	100	3,4

Kaynak: TÜİK, 2002 GSİS

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi, işletmelerin yoğunlaştığı sektörler, ticaret, komisyonculuk, tamirat; ulaştırma, depolama, haberleşme; imalat sanayi; otel ve lokantalar; diğer sosyal, toplumsal ve kişisel hizmet faaliyetleri ile gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleridir. Toplam işletmelerin % 94,6'sı bu sektörlerde faaliyet göstermektedir. İmalat sanayi işletmeleri sırasıyla tekstil, konfeksiyon, deri; metal eşya sanayi; mobilya; gıda, içki, tütün; ağaç ve mantar ürünleri ile makine ve teçhizat sektörlerinde yoğunlaşma vardır. İşletmelerin ortalama ölçek büyüklüğü 3,4 kişidir. Ortalama ölçek büyüklüğü mikro işletme boyutunu aşan sektörler: kok kömürü, rafine edilmiş petrol ürünleri; madencilik, taşocakçılığı; radyo, TV, haberleşme cihazları; motorlu kara taşıtları, karoseri; kimyasal madde ürünleri; elektrik, gaz, su; kâğıt ve kağıt ürünleri; diğer ulaşım araçları; ana metal sanayi; tekstil, konfeksiyon, deri; eğitim hizmetleri; hurda yeniden değerlendirme ile taş ve toprağa dayalı ürünlerdir.

Tablo 1.7: KOBİ'lerin Toplam İşyeri ve İmalat Sanayi İçindeki Durumları (2002)

Ölçek (Kişi)	İşletme Sayısı	Yüzde (%)	İmalat Sanayi İşletme Sayısı	Yüzde (%)
Sadece İşletme Sahibi	23.762	1.38	1.509	0.61
1-9	1.633.509	94.94	220.030	89.12
10-49	53.246	3.09	20.325	8.23
50-99	5.080	0.30	2.453	0.99
100-150	1.804	0.10	946	0.38
151-250	1.387	0.08	719	0.29
KOBİ	1.718.788	99.89	245.982	99.62
251+	1.810	0.11	917	0.37
TOPLAM	1.720.598	100	246.899	100

Kaynak: TÜİK, 2002 GSİS

TÜİK'in yapmış olduğu GSİS'na göre Türkiye'de toplam 1.720.598 adet işletme bulunmakta ve bu işletmelerde toplam 6.325.036 kişi çalışmaktadır. Çalışan kişi sayısına göre bu işletmelerin %99,89'u KOBİ'dir. Daha farklı bir ifadeyle Türkiye'deki işletmelerin %0,11'i büyük işletmedir. Sadece imalat sanayi dikkate alındığında ise, 2002 yılı verilerine göre 246.899 işletmeden 245.982 tanesi (%99,62) KOBİ'dir (Çatal, 2007a: 17-18).

Tablo 1.8: Türkiye'de İmalat Sanayi Yapısı

Büüklük (Çalışan Sayısı)	Sektör Sınıflaması	İşyeri Sayısı (%)	Çalışanların Yıllık Ortalama Sayısı (%)	Katma Değer (%)
1-150	Toplam	99.18	56	27
1-150	Kamu	0.04	0.33	0.26
1-150	Özel	99.14	55.33	26.69
151+	Toplam	0.82	44	73
151+	Kamu	0.11	7.86	15.50
151+	Özel	0.71	36.47	57.56
Toplam	Toplam	100	100	100
Toplam	Kamu	0.15	8.20	15.76
Toplam	Özel	99.85	91.80	84.24

Kaynak: TÜİK, 2002 GSİS

Türkiye İstatistik Kurumu'nun verilerine göre KOBİ'ler kamu ve özel mülkiyet açısından değerlendirildiğinde KOBİ'lerin %99,85' inin özel mülkiyete sahip olduğu, %0,15' inin ise kamu mülkiyeti olduğu görülmektedir. KOBİ'lerin hukuksal yapıları incelendiğinde %80,6'sının ferdi mülkiyetli, %13,6'sının limited şirket olduğu görülmektedir. Bununla ilgili ayrıntılar Tablo 1,9'da yer almaktadır.

Tablo 1.9: Toplam İşletmelerin Hukuki Durumlarına Göre Dağılımı

Hukuki Durum	Dağılım (%)
Ferdi Mülkiyet	80,6
Limited Şirket	13,6
Anonim Şirket	2,0
Adi Ortaklık	1,7
Diğer	2,1
Toplam	100,0

Kaynak: TÜİK, 2002 GSİS

Tablo 1.10'da gösterildiği gibi işletmelerin yoğunlaştığı iller İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa, Antalya ve Konya'dır. İşletmelerin % 43,1' i bu altı ilde yer alırken, çalışanların da % 53,8' i bu illerde istihdam edilmektedir.

1.3.2. Dünyada KOBİ'lerin Yeri ve Önemi

Kalkınma düzeyleri, ekonomik, coğrafi, kültürel ve politik yapıları birbirinden büyük farklılıklar gösteren birçok ülkenin, ortak yönleri ülkelerdeki KOBİ sayıları (Sogorb, 2002: 3), KOBİ'lerin ekonomilerinde yarattığı yatırım ve istihdam değerleridir (Çatal, 2007a: 19).

KOBİ'lere verilen önem, özellikle 70'li ve 80'li yıllardan sonra arttığı görülmektedir. KOBİ'ler dünya ekonomisinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Japonya ve AB; KOBİ'leri ekonominin iyileştirilmesi, rekabet gücünün artırılması gibi konularda bir araç olarak ele almaktadırlar (Demir vd., 2008: 13).

Tablo 1.10: Toplam İşletmelerin İller İtibariyle Dağılımı (2002)

İller	İşyeri Sayısı	İşyeri (%)	Çalışan Sayısı	Çalışan (%)
İstanbul	351.053	18,7	1.799.831	27,8
Ankara	133.652	7,1	544.607	8,4
İzmir	121.470	6,5	475.584	7,3
Bursa	78.278	4,2	324.204	5,0
Antalya	68.495	3,6	207.079	3,2
Konya	56.185	3,0	135.443	2,1
Adana	49.137	2,6	159.023	2,5
Mersin	43.854	2,3	110.624	1,7
Balıkesir	42.116	2,2	101.233	1,6
Manisa	38.848	2,1	100.722	1,6
Muğla	38.746	2,1	103.968	1,6
Aydın	36.200	1,9	91.462	1,4
Kocaeli	35.028	1,9	168.086	2,6
Gaziantep	34.756	1,8	113.451	1,7
Samsun	34.318	1,8	87.702	1,4
Denizli	33.065	1,8	123.167	1,9
Hatay	31.631	1,7	72.977	1,1
Diğer	654.601	34,9	1.765.005	27,4
Toplam	1.881.433	100,0	6.484.168	100,0

Kaynak: TÜİK, 2002: GSİS

Tablo 1.11: Çeşitli Ülkelerde ve Türkiye’de KOBİ’lerin Ekonomi İçerisindeki Durumları

	ABD	Almanya	Hindistan	Japonya	İngiltere	G.Kore	Fransa	İtalya	Türkiye
Küçük İşletmelerin Toplam İşletmelere Oranı (%)	97.2	99.8	98.6	99.4	96.0	97.8	99.9	97.0	98.8
Küçük İşletmelerde İstihdam Oranı (%)	50.4	64.0	63.2	81.4	36.0	61.9	49.4	56.0	45.6
Küçük İşletmelerin Yatırım Payı (%)	38.0	44.0	27.8	40.0	29.5	35.7	45.0	36.9	6.5
Küçük İşletmelerin Üretim Payı (%)	36.2	49.0	50.0	52.0	25.1	34.5	54.0	53.0	37.7
Küçük İşletmelerin İhracat Payı (%)	32.0	31.1	40.0	38.0	22.2	20.2	23.0	-	8.0
Küçük İşletmelerin Kredilerdeki Payı (%)	42.7	35.0	15.3	50.0	27.2	46.8	48.0	-	3-4

Kaynak: Akgemci, 2001: 17

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi, bütün ülkelerde küçük işletmelerin toplam işletmelere oranı %95’in üzerindedir. Bu oranlar içerisinde %99.9 ile Fransa, en yüksek paya sahiptir. Ülkemizde bu oran %98.8’dir. İstihdam oranı bakımından, %36 ile İngiltere en düşük değere sahip olup, onu %45.6’lık bir pay ile Türkiye izlemektedir. Toplam yatırım içindeki paylara bakıldığında, Türkiye dışındaki ülkelerde bu oranın %30 ve üzerinde olduğu, Türkiye’de ise %6.5 ile oldukça düşük seyrettiği görülmektedir. Toplam üretim bakımından, genel olarak birbirine yakın değerler görülmektedir. Ancak ihracat içindeki paylar ve verilen krediler açısından Türkiye aleyhine bir durum görülmektedir. Bu değerlerden hareketle, istihdamdan aldığı pay ve toplam işletmelerdeki ağırlığı açısından Türkiye diğer ülkelerle yakın bir orana sahiptir. Ancak kredi koşullarında ve uluslararası piyasalarla rekabet etmede, Türk KOBİ’lerinin yetersiz kaldığını göstermektedir (Gök, 2004: 215).

1.4. KOBİ'LERİN GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ

Büyük işletmelerin sahip olduğu güçlü yönler, KOBİ'ler için zayıflık oluşturabilirken, KOBİ'lerin güçlü yönleri büyük işletmelerin zayıflıklarına eş olabilir. Bunun yanı sıra bu güçlü ve zayıf yönler KOBİ'nin faaliyet alanına, coğrafi konumuna, büyüklüğüne vb. birçok faktöre bağlı olarak farklılık gösterebilir.

1.4.1. KOBİ'lerin Güçlü Yönleri

Ekonomik krizlerin sık sık tekrarlandığı, teknolojinin sürekli değiştiği, zevkleri ve modayı algılama biçimleri farklılık gösteren geniş tüketici kitlelerinin egemen olduğu günümüzde, işletmelerin süratle değişen bu koşullara uyum gösterebilecek esnek bir yapıda olmaları gerekmektedir. Dolayısıyla küçük ve orta ölçekli işletmeler, çağdaş esnek üretim sistemlerine uygun işletme türleridir (Doğan, 2007: 46).

Küçük bir işletmeye sahip olmak öncelikle büyük işletmelerle rekabet etmede girişimciye iki temel avantaj sağlamaktadır. Bunlar; müşteri ve işletme personeli ile daha yakın ilişkiler içerisine girebilmek ve pazarlama, üretim ve hizmet konularında büyük işletmelere göre daha esnek olabilmektir. Dolayısıyla aşağıda belirtilen ortamlarda KOBİ'ler avantaj elde etmektedir (Çelik ve Akgemci, 2007: 125):

- Büyük miktarda yatırıma girmeden önce yeni bir fikir veya buluşa pazarın tepkisinin bilinmesinin zorunlu olmasında,
- Yönetimde çok yakın denetime ihtiyaç hissedilmesinde,
- Üretilen mal ve hizmetin pazarının sınırlı olmasında,
- El emeğinin mal ve hizmetin üretilmesinde önemli bir faktör olarak yer almasında,
- Üretilen mal veya hizmete olan talebin sınırlı olmasında,
- Kolay bozulabilen malların pazarlanması ya da üretilmesinde,
- Personel ile yakın ilişkilerin gerekli olması,
- Teknik gelişmelere kısa sürede ayak uydurabilme yeteneğine sahip olunmasında,
- Yatırım yapılırken daha çok kendi öz sermayelerine ağırlık verilmesinde,
- Desteklenmelerinin aynı zamanda ülkedeki işsizliğin azalması anlamına gelmesinde,

- İşgörenlerin kendi bölgeleri veya yaşamak istedikleri bölgelerde kurulmasında,
- Ülke içindeki farklı bölgelerin kalkınmasında ve çevrenin korunmasında önemli rol üstlenmeleridir.

1.4.2. KOBİ' lerin Zayıf Yönleri

KOBİ'leri büyük işletmelerden ayıran çeşitli üstünlükleri olduğu gibi, çeşitli zayıf yönleri de bulunmaktadır.

KOBİ'lerin zayıf noktaları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Akgemci, 2004: 16):

- Olumsuz rekabet koşullarına sahip olma,
- Yönetimin yetersiz olması,
- Özellikle stratejik kararların işletme sahip veya ortaklarınca alınıp, orta ve/veya alt düzey görevlilerin tam katılımının sağlanamaması,
- İşletme bünyesinde, mali danışman veya uzman istihdam edememeleri,
- Uzman bir finansman ekibi veya departmanından yoksun olmaları,
- Sermayenin yetersiz olması,
- Finansal planlamanın yetersiz olması,
- Banka ve diğer finansal kurumlardan yeterli desteği görememeleri,
- Sermaye piyasasından yeterince yararlanamamaları,
- Ürün geliştirme konusunda eksikliklerin olması,
- Üretim ve satış arasındaki koordinasyonun yetersiz kalması,
- Modern pazarlama etkinlikleri sergileyememeleri,
- İhale vb. etkinlikleri izleyememeleri,
- İşyerinin veya yerleşim alanının küçüklüğü,
- Bağımsızlığını kaybetme ve işletme riski,
- Kalifiye eleman sağlayamaması,
- Mevzuat ve bürokrasidir.

1.5. KOBİ'LERİN SORUNLARI

KOBİ'ler yukarıda sıralanan zayıf yönlerinin de etkisiyle bazı sorunlarla karşı karşıya kalabilmektedirler. Bu sorunlar genel sorunlar ve finansal sorunlar şeklinde iki başlıkta incelenmektedir.

1.5.1. KOBİ'lerin Genel Sorunları

Akgemci (2001), KOBİ'lerin sorunlarını onbir başlık altında toplamıştır. Bu sorunlar (Akgemci, 2001: 22):

1. Örgütlenme ve Yönetim Sorunları,
2. Tedarik Sorunları,
3. Üretim Yönetimi ile İlgili Sorunlar,
4. Pazarlama Yönetimi ile İlgili Sorunlar,
5. İhracat ile İlgili Sorunlar,
6. Finansal Yönetim ile İlgili Sorunlar,
7. Muhasebe Yönetimi ile İlgili Sorunlar,
8. İnsan Kaynakları Yönetimi ile İlgili Sorunlar,
9. Halkla İlişkiler ile İlgili Sorunlar,
10. Ar-Ge ile İlgili Sorunlar,
11. Karar Alma ile İlgili Sorunlardır.

KOBİ'lerin sorunlarının çözümünün önündeki en büyük engel KOBİ yöneticilerinin bu sorunları dışsal sorunlar olarak algılamaları ve yönetimden kaynaklanan sorunları fark edememeleridir (Bannock, 2005: 53). Dodgson (1993: 159)'un çalışmasında belirtilen KOBİ'lerin büyük işletmelerle ilişkileri ile Bulumac ve Bendis (2001: 228)'in çalışmalarında belirttikleri teknoloji transferi problemleri de yukarıda sıralanan problemlere eklenebilir.

Müftüoğlu ve Durukan (2004), KOBİ'lerin temel sorunlarını Türkiye'nin genç ve dinamik bir nüfusa sahip olması, girişimcilik, yöneticilik ve mülkiyetin işletme sahibinde bütünleşmesi, kurumsallaşamama, birinci nesilden ikinci nesile geçiş, işletme sahiplerinin teknik kökenli olmaları, fizibilite çalışmalarının yetersizliği, piyasa araştırmaları, pazarlama, satış ve ihracat konusunda yaşanan sorunlar, büyüme

hırsı, yenilikler, katma değer, işletmelerarası işbirliği, ortaklık, cesaret ve risk üstlenme kabiliyeti, Türkiye’de girişimcilik ve devlet teşvikleri, kalite güvence sistemi, vergi sistemi, bilgiye ulaşamama ile ilgili sorunlar olduğunu belirtmişlerdir (Müftüoğlu ve Durukan, 2004: 103-187). Erdoğan vd. (2006), KOBİ’lerdeki yönetsel sorunlarını planlama düzeyindeki sorunlar, vizyon yönetimi, karar alma, koordinasyon (eşgüdümleme), kontrol ve yöneticilik gibi başlıklarda toplamışlardır (Erdoğan vd., 2006: 41-54). Konuk ve Aygen (2007) KOBİ’lerde pazarlama sorunlarını inceledikleri çalışmalarında; temel pazarlama sorununun yoğun ve haksız rekabet koşulları olduğunu belirtmişler ve buna ek olarak yeterli düzeyde reklam ve promosyon çalışmalarının yapılmaması, satış elemanlarının etkin olmaması, dağıtım, depolama, dağıtım maliyetleri eklemiştir (Konuk ve Aygen, 2007: 521-522). Yılmaz (2003), KOBİ’ler vergi açısından da sorunlar yaşadığını belirtmektedir. Yılmaz (2003)’a göre KOBİ’lerin büyük çoğunluğu işletme hesabı esasına göre defter tutmakta, şüpheli alacak karşılığı ayıramamakta, amortisman yöntemlerinden yararlanamamakta ve işletmede çalışan aile bireylerine ait harcamaları gider olarak gösterememektedir. Ayrıca çok sayıda KOBİ’nin kayıt dışı faaliyet göstermesi haksız rekabet yaratmaktadır (Yılmaz, 2003: 5-6).

1.5.2. KOBİ’lerin Finansal Sorunları

KOBİ’ler buldukları ekonomilerde istihdam yaratma, inovasyon ve rekabet kaynağı olma, dinamik ve sağlıklı bir pazar ekonomisi yaratma ve ekonomik yapısal dengeyi koruma açısından oldukça önemlidir (Hitchens, 2003: 2). Dinamizm, esneklik, yeniliğe açıklık ve girişim KOBİ politikalarının temellerini oluşturmaktadır (Dyson, 1990: 6). Ancak tüm bunların sorunsuz olarak gerçekleştirilebildiği bir ekonomik ortam KOBİ’ler açısından mevcut değildir. Dünyada yatırımcılar, politikacılar ve gelişim uzmanları tarafından sıklıkla göz önünde bulundurulmuş işletmeler büyük işletmeler ya da beş veya daha az çalışanı olan mikro işletmeler olmakta; kalan ve daha önemli olan KOBİ’ler ise göz ardı edilmektedir (Newberry, 2006: 1).

KOBİ’lerin yaşadıkları sorunlar arasında onları en çok etkileyen finansman ile ilgili yaşadıkları sorunlar olmaktadır. Üretim, yönetim, pazarlama, finans gibi fonksiyonların birbirleriyle etkileşim içinde bulunmaları, sorunların birbirini etkilemesine neden olmaktadır. Her sorunun altında ise finansman sorunu ortaya

çıkılmaktadır. Bu nedenle finansman sorunlarına çözüm bulmadan; KOBİ'lerin yatırım yaparak büyümeleri, dışarıya açılıp rekabet edebilmeleri söz konusu olamayacaktır (Yörük, 2001: 60).

Ekonomi için tüm olumlu özelliklerine rağmen, KOBİ'ler ciddi bir dış kaynak sıkıntısı çekmekte ve ülkenin finansman kaynaklarından çok düşük düzeyde yararlanmaktadırlar. Reel sektörün yüksek faiz oranları ile kanak sağlaması ve göreceli olarak reel sektöre aktarılan fonların önemli kısmının, daha düşük riske ve daha fazla teminat gösterme yeteneğine sahip büyük işletmelere aktarılmış olması KOBİ'lerin ihmal edilmesine neden olmaktadır (Müslümov, 2002: 15). Finansman sorunları KOBİ'lerin en büyük sorunları olmakta; kuruluş aşamasında başlayan bu sorunlar işletme aşamasında da devam etmektedir.

Kuruluş aşamasında ticari bankaların tesis ve yatırım kredisi imkanları kısıtlı olup, bu konuda sadece Halk Bankası'nın geliştirdiği enstrümanlar az sayıda KOBİ'ye ulaşabilmektedir. Bazı KOBİ'lerin kısa vadeli kredilerini yatırımlarında kullanmaları borç / alacak vade yapısını uyumsuz hale getirmektedir. Yatırım ve kalkınma bankacılığının yeterince gelişmediği, risk sermayesi fonlarının yetersiz kaldığı, sabit sermaye yatırım araçları sağlayan 'leasing' sistemi ile proje bazında AB'nin ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların sağladığı fonların KOBİ'lerin geleneksel yapıları ve bilgi eksikliği yüzünden tercih edilmediği görülmektedir. Devletin yatırım konusunda teşvik ve yardımları çok az sayıda işletmeye ulaşmakta, yatırımı doğru bölge ve sektöre yönlendirme konusunda eksik kalmaktadır (Yılmaz, 2003: 5).

KOBİ'lerin yatırım gereğini genelde sabit sermaye tutarı olarak algılamaları, kuruluş aşamasından sonra işletme sermayesi sorununu ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca kronik enflasyon, yüksek faizler, finansal dalgalanmalar da KOBİ'lerin işletme sermayesi eksikliğini beslemektedir. Stokların, vadeli satışların finansmanı da sorun olmakta, özsermaye yönetiminin yetersiz olması özsermaye / toplam varlık oranını olumsuz etkilemektedir. Yönetim ve örgütlenmede yaşanan sorunlar, muhasebe normuna uygun defter tutmama, özsermaye / toplam varlık oranının düşüklüğü gibi nedenler, bankaların KOBİ'lere kredi vermede çekimser davranmalarına yol açmaktadır. Alınan kredilerde de KOBİ'ler miktar, vade, faiz oranı ve teminat

açısından zorlu kredi koşullarına maruz kalmakta, finansman maliyetleri yükselmektedir (Yılmaz, 2003: 5).

Aygen (2006), KOBİ'lerin finansal sorunları ile ilgili yaptığı çalışmasında, KOBİ'lerin %41,1' i kredi faizleri konusunda, %30,4' ü özkaynak yetersizliği konusunda sıkıntı yaşadığını ve işletmelerin %67,9' nun özkaynakla finansmanı tercih ettiklerini belirtmiştir (Aygen, 2006: 85). Korkmaz ve Cura (2006), KOBİ'lerin finansal sorunlarının finansal yönetim konusunda bilgi ve donatım eksikliği; kaynak temin etmede güçlükler ve yüksek kredi maliyetleri; nakit, alacak, tedarik ve stok yönetimi problemleri; finansal kaynakların etkin kullanılmaması ve sermaye piyasasına uyum sorunları olarak sıralamışlardır (Korkmaz ve Cura, 2006: 148). Koyuncugil ve Özgülbaş (2006), KOBİ'lerin finans güçlüğü çekmelerinin en önemli nedenlerini; finansman yetersizliği, kredi temininde zorluklar, Türkiye'de mali piyasaların gelişmemiş olması ve finansal yönetimdeki yetersizlikler olarak sıralamışlardır. Ayrıca bu nedenlere, yatırım ikliminin yetersiz olması, yüksek enflasyon ve vergi oranları, sermayenin ve temel sınai girdilerinin yüksek maliyetli olduğu hususlarını da eklemişlerdir (Koyuncugil ve Özgülbaş, 2006: 159). Kendirli vd. (2007)'nin çalışmaları da bunu doğrulamakta ve karşılaşılan finansal sorunların kredi maliyetlerinin yüksekliği ve teminat bulmama şeklinde olduğunu ve işletmelerde profesyonel finans yöneticisi istihdam etme oranının %7,4 olduğunu belirtmişlerdir (Kendirli vd., 2007: 510). Kutlu ve Demirci (2007), KOBİ'lerin yaşadığı finansal sorunları incelemişler ve kredi temininde yaşanan sorunlar, özsermaye / işletme sermayesi yetersizliğinden kaynaklanan sorunlar, sermaye piyasasından fon elde etmede yaşanan sorunlar, finansal yönetim yetersizliğinden yaşanan sorunlar ve alternatif finansman tekniklerinin yeterince kullanılmamasından kaynaklanan sorunlar olarak beş grupta toplamıştır (Kutlu ve Demirci, 2007: 191-193). Wu vd. (2008)'ne göre, KOBİ finansmanında karşılaşılan en ciddi sorun günlük faaliyetleri yerine getirecek yeterli işletme sermayesinin olmamasıdır (Wu, vd., 2008: 966). Konuk ve Aygen (2007) çalışmalarında KOBİ'lerin en önemli finans sorunları; alacakların tahsilinde yaşadıkları sorunlar, kredi maliyetlerinde artış ve yüksek enflasyondur (Konuk ve Aygen, 2007: 518).

Ülkemizde yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçları yıllar öncesinden doğrulayan Robbie vd. (1983), çalışmalarında KOBİ'lerin karşılaştığı en büyük finansal güçlüğü kredi temininde olduğunu belirtmişlerdir. Bunun nedenini,

kurumsallaşamayan KOBİ'lerin kredi taleplerinde bireysel müşteriler gibi davranmaları olarak açıklamışlardır (Robbie vd., 1983: 10).

Ülkemizde faaliyet gösteren KOBİ'ler; yönetim, üretim, pazarlama ve finansman sorunları ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu sorunlardan finansal sorunların öneminin, nedenlerinin ve çözüm önerilerinin belirlenmesi son derece önemlidir. Dolayısıyla küçük ve orta ölçekli işletmelerin fon tedarik sürecinde karşılaştıkları güçlükler önemli olmakla birlikte, sahip oldukları fon kaynakların etkin ve doğru kullanımı da önemli hale gelmektedir.

1.6. KOBİ'LERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI

Makro ekonomik istikrar ortamında ekonomik büyümenin kalıcı olması açısından KOBİ'lerin finansmanı büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle KOBİ'lerin varlığını sürdürmesi ve büyümesi yolunda en önemli engel, kısıtlı finansman olanaklarıdır.

KOBİ finansmanında kullanılan temel kaynaklar özkaynaklar, sermaye piyasaları (halka arz) ve para piyasaları yoluyla sağlanan krediler, satıcı kredileri, risk sermayesi yöntemi ve diğer yöntemler olarak belirtilmektedir. Bu kaynaklar, KOBİ'lerin yaşam evrelerine bağlı olarak farklılık göstermektedir. Nitekim Walker (1989) Amerika'da küçük işletmelerin finans kaynaklarını tanımladığı çalışmasında, KOBİ'lerin yaşam evrelerinin dört aşamada (kuruluş aşaması, büyüme aşaması, işletme aşaması ve olgunluk aşaması) gerçekleştiğini belirtmiştir. Walker (1989)' a göre, KOBİ'ler büyüdükçe, örgüt yapısı KOBİ'lerin amaçları ve özkaynak / yabancı kaynak yapısı da değişmektedir (Walker, 1989: 293). Tablo 1.12.'de belirtildiği gibi, her aşamanın farklı özellikleri ve farklı kaynakları bulunmaktadır.

Türkiye'de faaliyette bulunan KOBİ'lerin için de bu yaşam dönemleri geçerlidir. Türkiye'de bulunan KOBİ'lerin büyük çoğunluğunun aile işletmesi olması, aynı aile bireylerinden oluşan bir örgüt yapısını ortaya çıkarmaktadır. Ancak örgüt yapısında varolan bu benzerliğin yanında, kullanılan fon kaynaklarında farklar bulunmaktadır. Alternatif finans tekniği olan risk sermayesinin Türk KOBİ finansmanında genelde tercih edilmediği görülmektedir. Ayrıca dağıtılmayan karlar

ve Mortgage senetlerin de KOBİ'lerin yaygın olarak kullandığı fon kaynakları arasında yer almamaktadır.

Tablo 1.12: Küçük İşletmeler için Gelişim Aşamaları

<i>Aşamalar</i>	I	II	III	IV
Dönem	Kuruluş Aşaması	Büyüme Aşaması	İşletme Aşaması	Olgunluk Aşaması
Örgüt Yapısı	Şahıs İşletmesi	Şahıs İşletmesi (Birkaç Ortak)	Çok sayıda ortağı olan küçük işletme	Birkaç ortaklı işletme
Amaç	Hayatta kalmak	Karını maksimize etmek Yavaş Büyüme	Karını maksimize etmek ROE>RR (Özsermayenin karlılığı > Beklenen getiri)	Büyümeyi maksimize etmek
Özkaynaklar	Girişimcinin sermayesi Dağıtılmamış kar	Girişimcinin sermayesi Dağıtılmamış kar Resmi olmayan yatırımlar	Girişimcinin sermayesi Dağıtılmamış kar Resmi olmayan yatırımlar Risk Sermayesi	Girişimcinin sermayesi Dağıtılmamış kar Resmi olmayan yatırımlar Risk Sermayesi Geleneksel piyasalar
Borçlar	Tahakkuk etmiş giderler Satıcı kredileri Banka kredileri	Tahakkuk etmiş giderler, Satıcı kredileri, Banka kredileri, Mortgage kredileri Teminatlı veya garantili borç senetleri, Mortgage senetleri	Tahakkuk etmiş giderler, Satıcı kredileri, Banka kredileri, Mortgage kredileri Teminatlı veya garantili borç senetleri, Mortgage senetleri, banka kredileri	Tahakkuk etmiş giderler, Satıcı kredileri, Banka kredileri, Mortgage kredileri Teminatlı veya garantili borç senetleri, Mortgage senetleri, banka kredileri, Teminatsız borç senetleri

Kaynak: Walker, 1989: 293

Genel ekonomik sistemin başında bulunan hükümet politikaları, finansal kurumların yapılarını ve borçlanma politikalarını etkilemektedir. Bu durum, finansal kurumların faaliyette bulunduğu çevreyi yasal, yargısal ve sosyal açılarından; iflas, vergi ve denetim mekanizmaları bakımından etkilemektedir. Bu finansal yapı, KOBİ'lerin ekonomik sistemler içinde en uygun ve en karlı finans tekniğini kullanmada etkili olmaktadır (Berger ve Udell, 2006: 2961).

1.6.1. KOBİ'ler ve Özkaynak ile Finansman

KOBİ'ler faaliyetlerini öncelikli olarak özkaynaklarla finanse etmektedir. Özkaynak yetersizliği veya daha farklı bir ifadeyle özkaynak yapısının zayıflığı, KOBİ'lerin finans sorunlarının temelini oluşturmaktadır. Ancak KOBİ'ler çoğunlukla yetersiz özkaynakla faaliyetlerini sürdürmekte ve dış kaynak finansmanına yönelmektedir.

Yeterli özkaynağa sahip olmayan işletmeler yeni yatırımlarını gerçekleştirmede ve büyümelerinin finansmanında kaynak sağlama sorunuyla karşılaşmaktadır. KOBİ'lerin kendi yapılarından kaynaklanan temel finansman sorunu özkaynak yaratamamaktır. Özellikle kuruluş aşamasında yeterli özkaynağın bulunmaması girişimcilerin önünde büyük bir engeldir. Kuruluş aşamasından sonraki ilk yıllar, işletmelerin varlıklarını devam ettirmeleri açısından son derece önemlidir (Müslümov, 2002: 16).

Özkaynak sağlayamamaları KOBİ'ler için yüksek riskli bir profil oluşturmaktadır. Düşük özkaynak problemi kendi başına bir problem olmanın yanı sıra KOBİ'lerin banka kredi alımlarını da olumsuz olarak etkilemektedir (Lin ve Zhu, 2007: 69). Ancak özkaynakları artırmak da KOBİ'ler açısından çok kolay olmamaktadır (Halpern, 1997: 593).

Batı Almanya'da küçük ve orta ölçekli işletmelerin sermayesinin ortalama olarak sadece %40'ı özsermayeden oluşmakta, %60'ı borçlanma suretiyle karşılanmaktadır. Almanya'da bu konuda yapılan araştırmalar, işletme ölçeği büyüdükçe toplam sermaye içinde özsermaye payının arttığını göstermektedir. Türkiye'ye ilişkin araştırmalar ise işletmelerin küçüldükçe özsermaye oranlarının arttığını, borçlanma oranlarının ise azaldığını göstermektedir (Müftüoğlu ve Durukan, 2004: 167).

Korkmaz ve Cura (2006), çalışmalarında KOBİ'lerin %56,9'unun özkaynaklarını kullanmayı tercih ettiklerini ve işletmelerin özkaynak dışında finansal olanaklardan yararlanmadıklarını belirtmişlerdir (Korkmaz ve Cura, 2006: 156). Birçok ülkede de KOBİ'ler özkaynaklarla finanse edilmekte, bu özkaynakların

genelini ise diğer faaliyetlerden elde edilmiş kazanımlar oluşturmaktadır (Whittaker, 1999: 174).

Wu vd. (2008), KOBİ finansmanı ile ilgili olan çalışmalarında KOBİ'lerin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından önemine değinmişler ve KOBİ finansmanında tercih edilen kaynakların sırasıyla, işletme sahiplerinin özel birikimleri, aileden ve yakın çevreden sağlanan kaynaklar ve banka kredileri olduğunu belirtmişlerdir (Wu vd., 2008: 959-965).

Basel II süreci ile birlikte, KOBİ'lerin özkaynak yapıları daha önemli hale gelmekte ve KOBİ'lerin karşılaşılabilecekleri en önemli finansal sorun sermaye yapısı olmaktadır. Yılmaz ve Küçükçolak (2006) yaptıkları çalışmalarında, İMKB'ye kayıtlı KOBİ'lerin yaklaşık %85'inin özsermayelerinin 25 milyon Euro'nun altında olduğunu belirtmişlerdir (Yılmaz ve Küçükçolak, 2006: 225).

Özgülbaş ve Koyuncugil (2006) İMKB'de işlem gören KOBİ'ler üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında KOBİ'lerin özsermaye verimliliği, net kar marjı alacakların tahsilâtı ve maddi duran varlıklarının finansmanı konusunda sorunlar yaşadıklarını ve finansal yönetim anlamında bu alanlarda zayıf olduklarını belirtmişlerdir (Özgülbaş ve Koyuncugil, 2006: 18).

1.6.2. Sermaye Piyasaları ve KOBİ'ler

Sermaye piyasaları yoluyla fon sağlamak, KOBİ'lerin finansman sorunlarının çözümünde birçok teşvik sistemi yürürlükte olmasına rağmen, yaygın olarak kullanılmayan bir yöntemdir.

Günümüzde, ulusal işletmeler arası yaşanan yoğun rekabet karşısında bir çok küçük işletme yerini global pazarda rekabet edebilme gücüne sahip çok büyük işletmelere bırakmaktadır. Dolayısıyla, kendini mevcut şartlara adapte edemeyen, tedarikçi işletme zincirinin bir halkası olmayı başaramamış KOBİ'ler, yok olma riski taşımaktadır. Bu kapsamda, uluslararası rekabet imkanına sahip işletme olma yolundaki KOBİ'lerin sermaye piyasalarından sağlayacakları uygun maliyetli fonlar, varlıklarının devamı açısından çok büyük bir öneme sahiptir (Sezer, vd., 2006: 52).

Anonim ortaklık niteliğindeki KOBİ'lerin halka açılmalarının ve hisse senetlerinin borsada işlem görmesinin birçok faydası bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

1.6.2.1. Kaynak İhtiyacının Karşlanması

Hisse senetlerinin satılmak üzere halka arz edilmesi ile birlikte işletmeler önemli büyüklükte bir kurumsal finansman kaynağına ulaşma olanağına sahip olurlar. Bu kaynak geçici değil, kalıcı niteliktedir. Halka açılan bir işletme, gelecekte hisse senetlerini tekrar halka arz etmek veya tahvillerini halka arz yoluyla yatırımcılara satarak sermaye piyasalarından yeniden kaynak temin etmek olanağına sahiptir. Bunun yanısıra halka açılmak işletmelerin daha uygun şartlarda finansman elde edebilmelerini sağlamaktadır (www.spk.gov.tr, 23.05.2007).

1.6.2.2. Ortaklara Likidite Sağlanması

Halka açılarak borsada işlem gören işletmeler, ortaklarına ve yatırımcılara kendi hisse senetleri için bir piyasa yaratmış olurlar. Bu piyasada yatırımcılar, işletme hisse senetlerini, mümkün olan en kısa sürede gerçek arz ve talebe göre belirlenen fiyat üzerinden alma ve satma olanağından yararlanmaktadır (www.spk.gov.tr, 23.05.2007).

1.6.2.3. İtibar Görme

Halka açık işletmelerin istikrarlı ve güven verici bir görünüm arz etmesi sonucu söz konusu işletmeler daha fazla itibar görürler. Bu durum, işletmenin nitelikli işgücü çekebilmesine, ürettiği mal ve hizmetlerin minimum maliyetle pazarlanmasına yardımcı olmaktadır (www.spk.gov.tr, 23.05.2007).

1.6.2.4. Yaygın Tanıtım

Halka açık anonim ortaklık olmanın beraberinde getirdiği kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile birlikte ortaklıklar daha şeffaf hale gelmektedir. Bu durum yatırımcıların ortaklık hakkında daha fazla bilgi sahibi olmasına ve işletmenin basında daha fazla yer almasına yol açmaktadır. Yatırımcılar ve müşteriler açısından halka açık işletmeler, halka kapalı işletmelere göre daha yaygın olarak tanınmaktadır (www.spk.gov.tr, 23.05.2007).

1.6.2.5. Kurumsal Yönetimin Tesis Edilmesi

KOBİ'lerin neredeyse tamamına yakın bir kısmı aile işletmelerinden oluşmaktadır. İşletmenin halka açık hale gelmesi, mülkiyet ve yönetimin ayrılmasına ve böylece işletmenin profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesine neden olmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu, Temmuz 2003'de halka açık anonim ortaklıkların, kendisi ile ilişkili taraflarla (yönetim kurulu, pay sahipleri, çalışanlar ve diğer menfaat sahipleri) arasındaki ilişkileri düzenleyen ve en iyi uygulama kuralları olarak nitelendirilen Kurumsal Yönetim İlkelerini yayımlamış, söz konusu ilkeleri Ocak 2005'te revize etmiştir. Günümüzde halka açık anonim ortaklıklarca uygulanması ihtiyari ancak uygulanıp uygulanmadığının açıklanması zorunlu olan ilkelerin, ileride yaygınlaşması ile birlikte özellikle halka açık KOBİ'lerde kurumsal yönetimin tesis edilmesi mümkün hale gelecektir (www.spk.gov.tr, 23.05.2007).

Yukarıda bahsedilen özelliklerin yanında, aşağıdaki faydalar da eklenebilir (http://www.spk.gov.tr/kobi/kobi_brosuru.html, erişim tarihi:13.06.2007)

- Finansman ihtiyaçlarını geçici olmayan, kalıcı nitelikte, geri ödeme maliyeti (anapara+faiz) bulunmayan kaynaklarla gidermiş olurlar.

-KOBİ'lerin neredeyse tamamına yakın bir kısmı aile işletmelerinden oluşmaktadır. İşletmenin halka açık hale gelmesi, mülkiyet ve yönetimin ayrılmasına ve bu suretle şirketin profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesine neden olur.

-KOBİ'lerin halka açılması, yeni yatırımlara gidilerek, üretim kapasiteleri artırılarak, yeni iş imkanları yaratılarak ekonominin canlanmasına neden olacaktır.

-Yatırımcılar kendi yörelerindeki tanıdıkları işletmelerin hisse senetlerini alarak tasarrufların ekonomiye kazandırılmasını ve bölgelerarası kalkınmışlık düzeyi farkını azaltılmasını sağlarlar.

Ülkemizdeki temel uygulamaya bakıldığında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Hisse Senetleri Piyasası'nda, Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı olmak üzere, üç ana pazar faaliyet göstermektedir. İMKB İkinci Ulusal Pazar (Bölgesel Pazarlar) ve Yeni Ekonomi Pazarı İMKB bünyesinde kurulan

pazarlardır. Gelişen İşletmeler Piyasaları (GİP) ya da KOBİ Borsası ise ayrı tüzel kişilik olarak kurulan borsadır.

“İkinci Ulusal Pazar”, ülkemiz işletmelerinin yaklaşık %99.5’ini oluşturan, kaynak ihtiyacını karşılamada banka kredilerinden %3-4 oranında yararlanabilen, sadece özkaynakla finansmanla faaliyetlerini sürdürme ve büyüebilme mücadelesi veren Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ), Sermaye Piyasası’ndan kaynak temin edebilmeleri amacı ile İMKB bünyesinde Ulusal Pazar şartlarını sağlamayan işletmeler için kurulmuştur. “İkinci Ulusal Pazar”da işlem görmek için aranan şartlar daha esnek olarak düzenlenmiştir.

Dünyanın önde gelen borsalarında teknoloji (bilgisayar, İnternet, ileri teknoloji (high-tech), iletişim) alanlarından faaliyette bulunan işletmelerin kuruluşlarında, risk sermayesi yatırım ortaklıkları yoluyla kaynak sağlamıştır. Bu nedenle İMKB bünyesinde bu özelliği taşıyan, ancak yeni kurulması nedeniyle “Ulusal ve İkinci Ulusal Pazar”da işlem görme şartlarına henüz ulaşmamış olan işletmelere yönelik olarak “Yeni Ekonomi Pazarı” kurulmuştur

(<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm>, 23.05.2008).

Ülkemizde sermaye piyasalarının gelişimi adına son dönemde yaşanan en önemli gelişme, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin hisse senedi ve diğer menkul kıymetlerinin işlem göreceği “KOBİ Borsası” olarak da isimlendirilen “Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş”nin, Sermaye Piyasası Kurulu’nun onayıyla Aralık 2005 tarihi itibarıyla kurulması olmuştur (Sezer vd., 2006: 52). Bu amaçla KOBİ borsaları, KOBİ’lerin finansman sorunlarının çözümünde kullanılan yöntemlerden biri haline gelmiştir.

Dünyada KOBİ Borsaları incelendiğinde, KOBİ Borsası uygulamalarının iki şekilde ortaya çıktığı görülmektedir. Bunlardan birincisi; AIM (Alternative Investment Market – Londra Borsası’nda) ve Neuer Markt (Almanya Borsası’nda) borsaları gibi ana piyasa içinde işlem gören borsalardır. Diğeri, ülkelerde yasal yükümlülüklerin KOBİ’leri ana borsanın içerisinde değerlendirmesine izin verilmeyen, NASDAQ (ABD), KOSDAQ (Güney Kore), JASDAQ (Japonya) gibi ayrı bir tüzel yapı içerisinde olan borsalardır (Emre ve Budak, 2006: 12-19).

18.03.2003 tarihinde yayınlanan Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik (Genel Yönetmelik)' e göre, başta küçük ve orta büyüklükteki işletmeler olmak üzere, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkan tanımak üzere sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluşlar aracılığı ile alım ve satımının yapıldığı teşkilatlanmış piyasaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, üyelik, denetim ilke ve esaslarını düzenlenmiştir (Resmi Gazete, 18.03.2003: Madde 1).

KOBİ Borsası olarak adlandırılan Gelişen İşletmeler Piyasası'nın İMKB'ye alternatif değil, İMKB'nin tamamlayıcısı olacağı ve orta vadede rakip hale geleceği düşünülmektedir. Dolayısıyla temel amaç, KOBİ'lerin halka açılmalarını sağlamak ve bundan hareketle reel sektörle tasarruf sahiplerini bir araya getirmektir. Yerel düzeyde borsalarla ilgilenen ve burada başarılı olacak olan KOBİ'lerin bir sonraki hedefi İMKB kapsamında finansal faaliyetlerini sürdürmek olacaktır (Gök, 2004; 198).

İlk aşamada özel şirket statüsünde kurulacak olan KOBİ Borsaları, Türkiye'nin birçok bölgesinde yerel faaliyetler yürütecektir. Bu açıdan ilk olarak İMKB'de işlem görmeyen ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kaydındaki işletmeler hedeflenmektedir. İMKB'de 2005 yılında işlem gören işletme sayısı 308, işlem görmeyen işletme sayısı ise 315'tir. Buna bağlı olarak "İkinci 500 Büyük Şirket" sıralamasında yer alan işletmeler KOBİ Borsası'nın hedef işletmeleri olarak görülmektedir (<http://www.kobi-efor.com.tr>, 23.05.2008).

Çatal (2007b) tarafından hazırlanan doktora tezinde, Doğu Anadolu Bölgesi'nde faaliyette bulunan 286 KOBİ'nin finans sorunlarının çözümünde ve fon sağlamada sermaye piyasalarından yararlanma boyutu incelenmiştir. Araştırmanın bulgularına göre, işletmelerin %76,9'u sermaye piyasasından yararlanmamaktadır. KOBİ'ler kontrolü kaybetme endişesi, ihtiyacın olmaması ve yüksek maliyet gibi nedenlerle halka açılmamaktadır. Araştırmanın diğer bir bulgusu, KOBİ'lerin %65,2'si hisse senetlerini KOBİ Borsasında halka arz etmeyi düşünmesidir (Çatal, 2007b: 296-313).

Koyuncugil ve Özgülbaş (2006) araştırmalarında 2000-2005 yılları arasında İMKB'de işlem gören toplam 1209 işletmeden 697 tanesinin KOBİ olduğunu ve KOBİ'lerin %14,20'sinin (99 işletme) mikro ölçekli, %25,25'inin (176 işletme) küçük ölçekli, %60,55'inin de (422 işletme) orta büyüklükte işletme olduğunu belirtmişlerdir (Koyuncugil ve Özgülbaş, 2006: 161). Müslümov (2002)'un yaptığı çalışmada da 2000 yılı itibariyle İMKB'de AB tanımına göre 32 KOBİ faaliyet göstermektedir. Ayrıca KOBİ boyutundaki işletmeler, ilk halka arzda toplam hisselerinin ortalama %24,78'ni, büyük işletmeler ise toplam hisselerinin %25,12'sini halka açmışlardır. Büyük ölçekli işletmelerin ilk halka arz sırasında halka açıklık oranları istatistiksel olarak farklı değildir (Müslümov, 2002: 17-36).

1.6.3. Para Piyasaları ve KOBİ'ler

KOBİ'lerin finansman ihtiyacını da başvuracakları diğer bir kaynak banka kredileridir. Yetersiz özkaynakla çalışmak zorunda olan KOBİ'ler kaynak ihtiyacını giderebilmek amacıyla bankalara başvurmakta ancak kredi miktarı, maliyeti, vadesi, kredi sağlamada teminat sorunları gibi birçok sorunla yüz yüze gelmektedir. Wignaraja (2003)'ya göre, bu sorunlardan önemli olan iki tanesi kredi faiz oranları ve teminatlardır. KOBİ'lere uygulanan faiz oranlarının yüksek olmasının nedeni, KOBİ'lerin finansal durumları hakkında bankalara yeterli bilgi vermemeleridir (Wignaraja, 2003: 211). Yörük (2001)'e göre teminat sorunu da kredi temininde önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Büyük işletmeler aldıkları krediler karşısında işletme varlıklarını teminat olarak gösterirken, küçük işletmeler genellikle kişisel varlıklarını teminat olarak göstermektedir. Bu durum KOBİ'lerin kredi yoluyla finansman sağlamada çekimser kalmalarına neden olmaktadır (Yörük, 2001: 61).

Türkiye'de en yaygın finansman aracı olan banka kredilerinden, KOBİ'lerin yararlanma oranı çok düşüktür. KOBİ'lerin toplam kredilerden aldığı pay yaklaşık %6-8'dir. Bu oran ABD' de %43, Almanya'da %35, Japonya'da %50, Hindistan'da %15, İngiltere'de %27, Güney Kore'de %47, Fransa'da %48 civarındadır (Yılmaz, 2003: 13). Ancak Türkiye'de özellikle son yıllarda bankalar KOBİ'leri banka kredileri konusunda teşvik edici bir rol üstlenmişlerdir. Birçok banka, KOBİ'lerle ilişkilerini yönetmek için ayrı bölümler oluşturmuştur (Aydın, 2009: 3).

Kredilerin küçük ve orta büyüklükteki işletmeler tarafından yoğun ve etkin kullanımı, KOBİ'lerin hayatta kalmaları ve ülkedeki sürdürülebilir ekonomik kalkınma açısından oldukça önemlidir. Banka kredisi kullanımı hayati önem taşımaya rağmen ülkemiz KOBİ'lerinin kredilerden aldığı pay Tablo 1.13'de gösterilmektedir (Kutlu ve Demirci, 2007: 191).

Tablo 1.13: Seçilmiş Ekonomilerin KOBİ'lerle İlgili Bazı Göstergeleri

Ülkeler	İşletmeler İçindeki Payı (%)	İstihdam İçindeki Payı (%)	Kredilerden Aldığı Pay (%)
ABD	97,2	58	42,7
Almanya	99,0	64	35
Japonya	99,4	81,4	50
İngiltere	96,0	36	27
Fransa	99,0	67	29
Singapur	97,0	44	27
Hindistan	98,6	63,2	15,3
G. Kore	98,8	59	47
Türkiye	99,8	76,7	5

Kaynak: Kutlu ve Demirci, 2007: 191

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi, Türkiye'deki KOBİ'lerin toplam işletmeler içindeki payı diğer ülkelerdeki değerlerle aynı olmasına rağmen, kredilerden aldığı pay %5 olarak görülmektedir. Ülkemizde faaliyet gösteren KOBİ'ler, yönetsel eksiklikler, düşük mali performans, yüksek reel faiz, ağır teminat / garanti koşulları ve kredilerin vadelerinin kısıtlılığı gibi nedenlerle finans kurumlarından yeterli krediyi sağlayamamaktadır.

KOBİ'lerin küçük olması iflas riskini ve sonuçta sermaye maliyetini etkilemektedir. Sermaye maliyetinin sabit maliyetleri, talep edilen fon tutarın azalan fonksiyonu olduğundan, düşük tutarda fon talep edilen KOBİ'lerin talep ettiği düşük tutarlı fonların maliyeti de yüksek olmaktadır. Ayrıca, para piyasalarındaki asimetrik bilgi sorunu eklendiğine, KOBİ'lerin kaynak maliyeti daha da yükselmektedir. Bu nedenle, Türkiye'de KOBİ'lerin temel sorunu finansman kaynağı bulamama sıkıntısı değil, finans piyasalarında kendilerine sunulabilecek fonların yüksek sermaye maliyetidir. Müslümov çalışmasında 2000 yılı verilerinden yararlanarak, İMKB'de halka açık KOBİ'lerin finansal kaldıraç oranlarını değerlendirmiştir (Müslümov, 2002: 23):

Tablo 1.14: İMKB'deki KOBİ'lerin Finansal Kaldıraç Oranları

İşletmenin Çeşidi	Toplam Borç / Toplam Varlık	Mali Borçlar / Toplam Varlık	Mali Borçlar / Toplam Borçlar
KOBİ	0,67	0,43	0,64
Büyük İşletmeler	0,62	0,29	0,48

Kaynak: Müslümov, 2002: 23

Yukarıdaki tabloda görüleceği gibi, KOBİ'lerin toplam borç/toplam varlık oranları büyük işletmelere göre %5 (%67-%62) daha yüksektir. Aynı şekilde finansal borçların toplam borçlar içindeki oranı da yüksektir. Kaldıraç oranlarının yüksek olmasındaki en önemli neden, gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'de sermaye birikiminin tam anlamıyla yeterli olmamasıdır. Diğer bir ifadeyle, işletmelerin kendi özkaynakları dışında kaynak sağlama olanakları son derece sınırlıdır (Aygören ve Sarıtaş, 2003:8).

1.6.4. Satıcı Kredileri ve KOBİ'ler

KOBİ boyutundaki işletmelerin en önemli finansman araçlarından birisi de satıcı kredileridir. Satıcı kredileri, günümüzün piyasa koşullarında piyasa dinamiklerinin yarattığı özgün bir alternatif finansman yöntemi olup, bir malın bedelinin, satıcısı tarafından alıcı lehine malın tesliminden sonraki belli bir tarihte ödenebilmesi olanağı sağlamaktadır. Türkiye'de uzun yıllardır KOBİ niteliğindeki işletmeler başta olmak üzere, hemen hemen tüm işletmeler, banka kredilerindeki reel faizlerin yüksekliği nedeniyle "*cari hesap, vadeli / taksitli satış*" da denilen ve işletme sermayesi niteliğindeki bu finansman yöntemini kullanmaktadır (Sezer vd., 2006: 53).

Satıcı kredilerinde ödeme aracı olarak en fazla başvurulan yöntem vadeli çek uygulamasıdır. Çek, Türk Ticaret Kanununa (TTK) göre ödenmesi gereken kıymetli evraktır. Ancak uygulamada üzerinde yazılı tarihte tahsil edilme eğilimi nedeniyle vadeli hale dönüşmüştür. Bu nedenle KOBİ'lerin nakit akışını belirleyen, genellikle mal alımlarında ve satışlarda çek kullanmalarıdır. Bu yolla işletmeler kredilerine kısa vadeli bir finansman kaynağı yaramaktadırlar. Burada en önemli sorun çek tahsilatında ortaya çıkan bir gecikmenin işletmelerin ödemelerini de aksatması nedeniyle kısa süreli nakit sıkıntısına ve ödeme güçlüğüne neden olmasıdır

(Müslümov, 2002: 27). Konuk ve Aygen (2007)' nin çalışmaları da bunu desteklemektedir. Bu araştırmaya göre KOBİ'ler en fazla satıcı kredisi (%31,7), kısa vadeli banka kredisi (%21,1) ve orta vadeli banka kredisi (%28,6) kullanmaktadır (Konuk ve Aygen, 2007: 518). Yörük (2007), Basel II standartlarının KOBİ'ler üzerindeki etkilerini incelediği çalışmasında farklı bir bulgu ortaya koymuştur. Ele aldığı KOBİ'lerin %25'inin alacaklarını zamanında tahsil edemediğini, %37,3'ünün tamamen özkaynakla finansmanı tercih ettiğini ve sadece %1'inin satıcı kredilerini finansal kaynak olarak kullandığını ortaya koymuştur (Yörük, 2007: 377-378).

Tablo 1.15: Türkiye'de ve Dünyada İşletmelerin Finansal Kaynakları

	Banka Kredileri	Tahvil	Hisse Senedi	Satıcı Kredileri
G7 ülkeleri	0,23	0,08	0,63	0,06
Yükselen Ülkeler	0,27	0,21	0,40	0,12
Türkiye	0,30	0,00	0,43	0,27

Kaynak: Sezer, 2006: 53

Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD)'nin 2005 yılında yaptığı araştırmaya göre Türkiye'de gelişmiş ülkelere göre yüksek bir orana sahip olan satıcı kredilerinin, kayıt dışı ekonomiyi teşvik etme ve piyasa kültürünün gelişmesini engelleme yönünde olumsuz etkileri olmaktadır. Basel II ile birlikte, kredi riski ölçümünde kullanılacak olan derecelendirme notlarının kredi fiyatları üzerinde oluşabilecek olumsuz yansımaları nedeniyle kurumsal ve kurumsal KOBİ nitelikli işletmelerin kredi maliyetleri arttırmaktadır. Bu nedenle Sezer vd. (2006)'ne göre KOBİ'ler satıcı kredilerini kullanmaya devam edeceklerdir (Sezer vd., 2006: 53-54).

1.6.5. Risk Sermayesi ve KOBİ'ler

1980'li yıllardan beri gelişmiş ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanan risk sermayesi yoluyla finansmanın amacı, finansal gücü yeterli olmayan dinamik ve yaratıcı girişimcilerin yatırım projelerinin gerçekleştirilmesini sağlayacak olanaklar sunmaktır. Risk sermayesi modeli, KOBİ'lerin kuruluş aşamasında ve iş geliştirme - büyüme süreçlerinde özsermaye iştiraki veya kredi sağlamaya yöneliktir. Bu yolla halka açılan KOBİ'lere köprü kredisi sağlama olanağı doğmaktadır (Müslümov, 2002: 27).

Risk sermayesi yatırımı, girişim şirketlerinin birinci el piyasalarda ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına yapılan uzun vadeli yatırımlar olarak tanımlanmaktadır. Risk sermayesi dinamik, yaratıcı, ancak finansman gücü yeterli olmayan her aşamadaki girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan, gerektiğinde işletme ve yönetim desteği de veren, hisse karşılığı sermaye aktarımı sağlayan bir sistemdir. Amacı, ileride çok değerleneceği düşünülen bir oluşuma şimdiden ortak olmak, değerlendirildiğinde o günkü değerinden satmak ve bu şekilde böyle bir oluşuma katılmanın yüksek primini kazanmaktır. Risk sermayesi kurumu, yeniden yapılanmakta olan Türkiye ekonomisinin oluşumunda ve istikrarlı büyüme sürecinde çok önemli görevler üstlenebilecek bir model olma niteliğindedir (Sezer vd., 2006: 53).

Risk sermayesi, bunun yanısıra, işletme içindeki faaliyetlerin sürdürülmesine ve kurumsallaşmaya yönelik olarak ya da işletme dışındaki potansiyel girişimci ve yöneticilere işletmenin kontrol ve yönetimi için gerekli olan sermayeyi sağlamaktadır. Türkiye’de bu amaçla 1993 yılında çıkarılan Seri VIII, No: 21 sayılı “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” düzenleme ile risk sermayesinin çerçevesi çizilmiştir. Ancak bu yasal düzenlemeye rağmen uygulamada başarılı bir sonuç elde edilememiştir. Bunun en önemli nedenlerinden biri, bu alan ve amaca aktarılan fonun yetersizliğidir. Risk sermayesi yatırımlarının finansmanı için gerekli başlangıç sermayesinin temin edilmemesi bu sistemin çalışmasını engellemektedir. Diğer yandan, risk sermayesi yatırımı ile fon sağlayan yatırımcılar için; yatırım yaptıkları girişim şirketlerinden kolayca çıkabilecekleri ortamın olması önem taşımaktadır. Bunun için gerekli ortam ve koşullar henüz sağlanamamıştır (Müslümov, 2002: 27 – 28). Nitekim Aygen ve Şahin (2007); KOBİ’lerin %98,4’ünün risk sermayesi finansman modelini kullanmadıklarını belirtmişlerdir. Bunun nedenlerini, ihtiyaç duymama (%63,5), banka kredilerini cazip bulma (%31,7) ve yönetimi paylaşmak istememe (%15,9) olarak ortaya koymuşlardır (Aygen ve Şahin, 2007: 181).

Risk Sermayesi aracılığıyla finansman sağlayan KOBİ’ler, OECD tarafından Yenilikçi KOBİ (Inovative SME, ISME) olarak ayrı bir kategoriye dahil edilmiştir (SourceOECD, 2006: 70). Ancak Nielsen (2008: 432)’e göre KOBİ’ler için inovasyona açık olmanın önünde bazı engeller vardır:

- Geleceği hesaplayamayan günlük yönetim,
- Kırılgan finansal yapı,
- Yönetimsel kaynak azlığı,
- Kritik kaynakları ve yetenekleri sağlayacak ağlardan uzak olma,
- Dar ürün hattı / dar pazardır.

Risk sermayesi genellikle yukarıda sayılan engelleri aşabilen KOBİ'lerle ilgili bir finansman yöntemidir. Teknolojiye dayalı işletmeler, gerek ürünlerde gerekse üretim süreçlerinde kullandıkları yüksek teknolojik imkanlar sayesinde piyasada önemli rekabet avantajı sağlamaktadırlar (Sakarya ve Kara, 2006: 173).

Risk sermayesi kavramının ortaya çıkmasına ve gelişmesine yol açan ana neden, KOBİ'lere finansal kaynak sağlayan bankalar ve diğer finansal aracı kuruluşların bu tür girişimlere yeterli ve uygun koşullarda fon aktarmamasıdır. Araştırma ve geliştirme faaliyetleri için kaynak ayırmak, genellikle büyük işletmeler tarafından başarılabilecek bir faaliyet olarak görülmektedir. Fakat bu tekniklerin uygulanarak hayata geçirilmesinde KOBİ'ler önemli bir yere sahiptir (Akkaya ve İçerli, 2001: 64). Özellikle gelişmekte olan ülkelerde gerçek anlamda girişimci sayısının az olması nedeniyle, özel girişimlerin yatırım miktarı da düşük seviyelere inmektedir. Bu nedenle risk sermayesi finansman modeli adı verilen, faiz ve anapara tarzında geri ödeme zorunluluğu içermeyen bir finansman şeklinin önemi ortaya çıkmaktadır (Akkaya, 2004: 23). Risk sermayesi finansman modelinin ortaya çıkıp gelişmesine yol açan temel neden bu durumdur (Sakarya ve Kara, 2006: 174).

Türkiye uygulamalarına bakıldığında ilk risk sermayesi yatırımını Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., 1996 yılında Vakıf Bank'ın bir yan kuruluşu olarak kurulmuştur. İşletme 2000 yılında borsaya kote olmuş ve portföyüne üç işletmeyi dahil etmiştir. Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ilk yatırımı, ODTÜ-KOSGEB Teknoloji Geliştirme Merkezi'nde faaliyet göstermekte olan Teknoplazma A.Ş.'dir. İkinci yatırımı, Ege Serbest Bölgesinde faaliyette bulunan İnova Biyoteknoloji A.Ş.'dir. Üçüncü yatırımı ise ODTÜ yerleşkesi içinde faaliyet gösteren Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.'dir (Sakarya ve Kara, 2006: 179-180).

Risk sermayesi konusunda yatırım yapam bankalardan bir diğeri de İş Bankası'dır. İş Bankası, Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı, Türkiye Sınai Kalkınma

Bankası (TSKB) ve Sınai Yatırım Bankası ile ortaklaşa olarak kurulan İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı şirketi, 200 TL kayıtlı sermaye ile Haziran 2000 tarihinde faaliyete geçmiştir. Ekim 2004 itibariyle İş Girişim Sermayesi'nin %37,69'u İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 57,78 milyon ABD Doları piyasa değeri ile halka arz edilmiştir (<http://www.isgirisim.com.tr/TR/tarihce.asp>, erişim tarihi: 08.01.2009).

KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. KOBİ'lerin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla Türkiye Odalar Borsalar Birliği (TOBB), Halk Bankası, KOSGEB, Türkiye Esnaf ve Sanatkarları Konfederasyonu (TESK) ve 16 Sanayi ve Ticaret Odası'nın ortaklığında kurulmuş bir girişim sermayesi şirkettir. Şirketimiz ödenmiş sermayesi 20 Milyon TL'dir (<http://www.kobias.com.tr>, erişim tarihi 05.01.2009).

1.6.6. Mikro Krediler, Kredi Garanti Fonu ve KOBİ'ler

Mikro finansman, yoksul ve düşük gelir düzeyindeki kişi, aile veya işletmelere, mikro işletmelere (1-9 kişi arasında çalışanı bulunan işletmeler) sağlanan finansman hizmetleridir. Bu hizmetlerin başında, mikro kredi gelmektedir. Bunun dışında geleneksel finans kuruluşlarına ulaşamayan yoksul kesime yönelik tasarruf, sigorta ve para transferi gibi hizmetler de mikro finansman hizmetlerinin arasındadır. Bu hizmetlerin mikro olarak adlandırılması, işlemlerin çok küçük tutarlarda – örneğin kredinin 50 USD Dolar ve tasarruf mevduatının 5 USD Dolar civarında - olmasından kaynaklanmaktadır (Dolun, 2005: 2)

Mikro kredi, finansal kurumların hizmet sunamadıkları veya eksik hizmet sundukları, görece düşük ve düzensiz gelire sahip kurumsallaşma / profesyonelleşme konusunda ciddi eksikleri olan kişi veya firmalara, işlerini kurmaları, sürdürebilmeleri ve geliştirebilmeleri için belli usul ve esaslara göre verilen fondur (<http://www.microfinancegateway.org/section/faq>, 27.12.2008). Mikro kredi, bir mikro finansman kuruluşunca bir mikro girişimciye, işini geliştirmesi amacıyla verilmiş olan kredidir. Mikro kredi genellikle işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması, hammadde ve malzeme alımı, imalat için gerekli sabit teçhizatın alımı gibi amaçlarla verilmektedir (Dündar, 2007: 2).

Bu bağlamda mikro kredi, sadece yoksullarla mücadele ve kırsal kalkınma amacına yönelik bir finansman aracı olmayıp aynı zamanda çok küçük işletmelerin büyümelerine yardımcı olmak amacıyla onlara küçük meblağlarda (mikro kredi) verilmesi anlamına da gelmektedir. Dolayısıyla mikro kredi, mikro finansmanın bir unsurudur (Karataş ve Helvacıoğlu, 2006: 139). Mikro kredi ve mikro finans birbiri yerine kullanılan kavramlar olmasına rağmen, uygulamada bu iki kavram aynı anlama gelmemektedir. Mikro kredi, Grameen Bankası gibi öncelikli olarak çok yoksullara kredi sağlayan kuruluşların verdiği kredilerdir. Mikro finans ise hane halklarının birikimine odaklanan ve hane halklarına finansal hizmetler sunulmasını kapsayan daha geniş bir kavramdır (Aktaran: Ege, 2007: 201; De Aghion ve Morduch, 2005).

İlk mikro finans uygulamaları Bangladeş, Brezilya ve bazı başka ülkelerde 30 yıl kadar daha geriye gitmesine rağmen, mikro kredi uygulaması 1980'li yıllarda yaygınlaşmaya başladı. Mikro kredinin en önemli özelliği kredinin mutlaka geri ödenmesidir. Bu sayede düşük faiz veren ve bu faizi ödeyebilecek müşteriler üzerine odaklanan, mikro kredi kuruluşları kurulmaya başlamıştır. Mikro finans hizmetlerini, mikro finans kurumları, mikro finans bankaları ve ticari bankalar ve kamu bankaları gibi kuruluşlar verebilmektedir. Ancak mikro finans uygulamalarının klasik bankacılık işlemlerine göre çok daha düşük hacme sahip olması ve ticari bankalarda bu hacmi yönetebilecek bağımsız yapılarının olmaması gibi nedenlerle, ticari bankalar mikro kredi vermekten kaçınılmaktadırlar (<http://www.tuketicifinansman.net>, 27.12.2008).

Yapılan araştırmalara göre, Dünya'da 16 milyon insanın mikro finansman hizmeti alabildiği tahmin edilmektedir. Dünya'da mikro finansman hizmeti veren yaklaşık 1000 kurum vardır ve Bangladeş (Grameen Bank), Latin Amerika (ACCION Ağı), Endonezya (Bank Rakyat) ve Bolivya (PRODEM/ BancoSol) mikro finansmanın başarı ile uygulandığı bölgelerdir (www.bddk.org.tr, 26.12.2008).

Türkiye'de mikro finans uygulamaları incelendiğinde genellikle kamunun veya sivil toplum örgütlerinin ağırlıklı olarak kadınlara yönelik yürüttükleri dar kapsamlı çalışmalara rastlanmaktadır (Ege, 2007: 206). Türkiye'de Ziraat Bankası çiftçilere, Halk Bankası ise esnaf ve sanatkarlara uzun zamandır krediler sunmakta, esnaf kooperatifleri de çiftçi ve esnafra kredi kaynağı sağlamaktadır. Ayrıca

ülkemizde yarı formal organizasyonlar da mikro finansman hizmeti vermektedirler. Esnaf ve sanatkar kooperatifleri, küçük çiftçi kooperatifleri ve bazı meslek odalarının oluşturduğu yardımlaşma sandıkları bu çerçevede değerlendirilmektedir.

Türkiye’de mikro finans konusunda iki önemli proje gerçekleşmiştir. Bunlar Kadın Emeğini Değerlendirme Vakfı’nın, Maya (2002) ismini verdiği şirketiyle Kocaeli Bölgesi’nde yoksul ev kadınlarına destek vermesi ve Diyarbakır’da girişimcilik potansiyeline sahip ev kadınlarını destekleyen Grameen Bank (2003) projesidir (<http://www.tuketificfinansman.net>, 27.12.2008).

Başarı vadeden genç ve yaratıcı girişimcilere, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin büyüme ve gelişmelerine destek veren Kredi Garanti Fonu (KGF), iyi iş fikirlerinin önündeki teminat yetersizliği engelini ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır. KGF, kredi riskinin büyük bölümünü üstlenerek, yeterli teminatı olmayan küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin yatırımlarının ve işletme faaliyetlerinin kredi yoluyla finansmanını mümkün hale getirmektedir (Karataş ve Helvacıoğlu, 2006: 143).

Ayrıca yurt dışındaki uygulamalara benzer şekilde ticari bankalardan kredi başvurularında gerekli olan teminatı sağlamak için özel bir Kredi Garanti Fonu A.Ş. oluşturmuştur. Kredi Garanti Fonu Türkiye-Almanya Teknik İş Birliği Anlaşması çerçevesinde TOSYÖV (Türkiye Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticiler Vakfı), MEKSA (Mesleki Eğitim ve Küçük Sanayi Destekleme Vakfı), TESK (Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar Konfederasyonu), TOBB (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği) tarafından kurulan ve 1995 yılında Halk Bankası ve KOSGEB’in ortak olduğu Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma A.Ş. ile ilgili banka (ilk yıllar Halk Bankası) arasında imzalanan protokol uyarınca oluşturulmuştur. 10 yıllık bir dönem içinde 1.330 projeye 52.5 milyon Euro kefalet kredisi sağlanmış bulunmaktadır. Hizmetlerin karşılığında kefalet bakiyeleri üzerinden cinsine göre %2-3 komisyon alınmaktadır (Dolun, 2005: 21).

1.6.7. Diğer Finans Yöntemleri ve KOBİ’ler

KOBİ’ler için oluşturulacak etkin bir finans sistemi, her KOBİ’nin kendi özel durumuna göre finansal araçlardan yararlanmasını gerekli kılmaktadır. Ancak

KOBİ'ler yukarıda basedilen kaynaklar dışındaki diğer finans yöntemlerinden etkin bir şekilde yararlanamamaktadır (SourceOECD, 2006 : 28).

Diğer finansal teknikler, finansal kiralama (leasing), bartering, faktoring vb. olarak sıralanabilir. Ancak bu teknikler genellikle KOBİ'ler tarafından kullanılmayan, başvurulmayan yöntemlerdir. Müslümov (2002: 29), işletmelerde sabit maliyetlerin söz konusu olması, yüksek hacimli işletmelerin daha fazla teşvik sağlaması gibi nedenlerle finansal kiralamadan fazla yararlanılmadığını belirtmektedir. Hew vd. (2004:84), finansal kiralamadan riskleri ve işlem maliyetlerini düşürme özelliğinden dolayı KOBİ'ler tarafından tercih edilmesi gerektiğini söylemektedir. Aygen (2006) bu tekniklerin kullanılmama nedenleri aşağıdaki gibi sıralamaktadır (Aygen, 2006: 87):

- Bu teknikler konusunda gerekli bilgiye sahip olamama,
- Bu tekniklerin uygulanabilirliği konusunda gerekli alt yapıya sahip olunmadığı düşüncesi,
- İhtiyaç duydukları kaynakları özkaynak ya da yabancı kaynak kullanarak karşılama anlayışının hakim olması,
- Bu tekniklere ihtiyaç duymama,
- Bu teknikleri kullanmanın maliyetleri daha da arttıracığı endişesidir.

Tablo 1.16: Finansman Kaynaklarının İşletme Büyüklüğüne Göre Kullanımı

Finansman Kaynakları	Küçük Ölçekli İşyeri	Orta Ölçekli İşyeri	Büyük Ölçekli İşyeri
Özkaynak	%75,5	%61,8	%74,7
Ticari Banka	%60,6	%66,7	%78,2
Eximbank	%5,8	%15,6	%33,3
Yatırım Kalkınma Bankası	%1,4	%5,4	%10,3
Finans Kurumları	%2,5	%2,7	%16,1
Faktoring	%10,8	%12,4	%23
Leasing	%18,4	%27,4	%18,4
Diğer	%5,4	%4,3	%3,4

Kaynak: İSO, Ekonomik Durum Tespiti, 2008

Tablodan da anlaşılacağı üzere Türkiye'de küçük ve orta büyüklükteki işletmeler finansman ihtiyaçlarını gidermede büyük ölçüde özsermaye kullanmakta

ve dış kaynak olarak da banka kredilerine başvurmaktadır. Bunun dışında küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin yeni finansman teknikleri olarak adlandırılan risk sermayesi, faktoring, forfaiting ve leasing gibi finansman tekniklerinden yeterince yararlanmadıkları görülmektedir.

Aygen (2006: 86), KOBİ'lerle ilgili yaptığı çalışmasında alternatif finansman teknikleri arasında işletmelerin en fazla leasing kullandıklarını belirtmektedir. Korkmaz ve Cura (2006: 152-153)'ya göre KOBİ'lerin sadece %5,9'u faktoringden yararlanırken, %19,6'sının leasing tecrübeleri bulunmaktadır. Yücel (2001: 9) İzmir, Manisa ve Denizli'de faaliyette bulunan KOBİ'lerde yaptığı çalışmada KOBİ'ler için en önemli kredi kaynağının ticari bankalar (%65), Halk Bankası (%15,3) ve Exim Bank (%16,8) olduğunu belirtmiştir.

Ekonomilerin vazgeçilmez yapı taşlarını oluşturan KOBİ'lerin en önemli sorunları finansal sorunlar olarak kabul edilmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde finansal sorunların başında ise güçlü bir sermaye yapısının oluşturulmaması gelmektedir. Bu bölümde KOBİ'lerin özelliklerine, ekonomiler için önemine, temel ve finansal sorunlarına değinilmiştir. İkinci bölümde, bu finansal sorunlardan yola çıkarak sermaye yapısı ve sermaye yapısı teorileri açıklanmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI VE TEORİLERİ

Son yıllarda sermaye yapısı kararları modern finans teorisinin en önemli araştırma konularından biri haline gelmiştir. Teorilerin çoğu işletmelerde farklı sermaye yapıları olduğu konusunda birleşmekte, yapılan deneysel çalışmalar ise sermaye yapılarını belirleyen farklı değişkenlerin de olduğunu ortaya koymaktadır. Bu amaçla bu bölümde öncelikle sermaye yapısı kavramı üzerinde durulmakta, ardından sermaye yapısı ile ilgili kavramlara yer verilmekte ve sermaye yapısı ile ilgili teoriler açıklanmaktadır.

2. 1. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ KAVRAMLAR

Sermaye yapısı kararları, diğer finansal karar ile bağlantılı olması nedeniyle en karmaşık finansal konulardan biridir. Dolayısıyla sermaye yapısı kararları modern finans literatüründe kuramsal ve deneysel tartışmalara neden olan önemli konuların başında gelmektedir.

İşletmelerin hedefledikleri optimum sermaye yapısını gerçekleştirebilmek için yapılarına en uygun fon kaynaklarının belirlenmesi gerekmektedir. Bir işletme, genel olarak, yabancı kaynak ve özsermaye (özkaynak) olmak üzere başlıca iki kaynaktan gereksinim duyduğu fonları sağlar. Yabancı kaynak (borç), işletme dışından sağlandığı halde; özsermaye işletme tarafından yaratılacağı gibi (dağıtılmamış karlar, yedek akçeler vb.), işletme dışından da (sermaye artışı, yeni ortaklar alınışı, birikim sahiplerine pay senedi, katılma intifa senedi satışı vb.) sağlanabilir (Akgüç, 1998: 481). Dış kaynaklar; hisse senedi çıkarması durumunda dışsal iç kaynak, bankadan kredi kullanılması veya tahvil çıkarılması durumunda ise yabancı dış kaynak olarak tanımlanmaktadır (Krenusz, 2005: 2).

Aşağıdaki tabloda da görüleceği gibi iki fon kaynağı arasında temel farklılıklar bulunmaktadır.

Tablo 2.1: Yabancı Kaynak ve Özkaynaklar Arasındaki Farklar

Yabancı Kaynak (Tahvil)	Özkaynak (Hisse Senedi)
Tahvil bir borç senedir.	Hisse senedi bir ortaklık (mülkiyet) senedir.
Tahvil sahibi, tahvil çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır.	Hisse senedi sahibi, hisse senedini çıkaran işletmenin ortağıdır.
Tahvil sahibinin, işletmeye sağladığı sermaye yabancı sermayedir.	Hisse senedi sahibinin kullandığı sermaye özsermayedir.
Tahvil sahibi, işletmenin aktifi üzerinde alacağından başka hakka sahip değildir.	Hisse senedi sahibi, kendilerine tanınan tüm ortaklık haklarından yararlanabilirler.
Tahvilde kesin bir vade vardır.	Hisse senedinde vade yoktur.
Tahvilin getirisi belirli ve sabittir.	Hisse senedi sahibinin hangi yıl ne kadar gelir elde edeceği veya edemeyeceği belirli değildir.
İşletmelerin çıkarabilecekleri tahvil miktarı sınırlıdır.	İşletmelerin çıkaracağı hisse senedi sayısı SPK hariç, hiçbir kayda tabi değildir.
Tahviller, mevzuatta itibari değerinin altında bir değerle ihraç edilebilir.	Hisse senetleri, itibari değerinin altında bir fiyatla satılamazlar.
Tahviller, işletmeler dışında devlet ve belediyeler gibi tüzel kişiliğe sahip kamu kuruluşları tarafından da çıkarılabilir.	Anonim şirketler, anonim şirket statüsündeki kuruluşlar ve özel kanunlarla kurulan kuruluşlar tarafından ihraç edilebilirler.
Tahviller, bir itfa planı dahilinde itfa edilir.	Hisse senedinde prensip itibariyle itfa söz konusu değildir.

Kaynak: SPK, 2000: 164

2.1.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Kelime olarak "sermaye", işletmenin uzun dönem fonlarını ifade etmektedir (Gitman, 1991: 496; Türko, 2002: 489). Sermaye yapısı, bir işletmenin kullandığı uzun vadeli fonlarının karmasına dayanmaktadır (Diacogiannis, 1994: 608). Sermaye yapısı, işletmenin menkul kıymet bileşimi olarak tanımlanmaktadır. Farklı bir ifadeyle sermaye yapısı, işletmenin finansman bileşimidir (Brealey, 1977 – çev. Bozkurt vd, 1997: 404-405). Sermaye yapısı ayrıca, bir işletmenin bilançosunda borç senedi ve imtiyazlı hisse senedi ve adi hisse senedi oranı olarak tanımlanmaktadır (Horne, 2002: 253). Sermaye yapısı, işletmenin varlıklarını finanse etmek için kullandığı finansman kaynaklarının (borç, imtiyazlı hisse senedi, adi hisse senedi, dağıtılmayan karlar) karışımıdır (Myers, 2001: 81).

Sermaye yapısının nasıl olması gerektiği, başka bir ifadeyle işletmelerin ne kadar uzun vadeli yabancı kaynak, ne kadar özsermaye kullanması gerektiği finans politikasının önemli konularından biridir. Bu nedenle finans biliminde işletme

varlıklarının ne kadarının borçlanarak, ne kadarının imtiyazlı hisse senedi ile ne kadarının adi hisse senedi ile finanse edileceği sorusu oldukça önemlidir. Bunun nedeni her kaynağın farklı maliyetinin ve farklı risk derecesinin olmasıdır. Finansal seçim, doğrudan doğruya işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ve işletmenin riskini etkilemektedir (Gallagher ve Andrew, 2003: 378).

Finansal yapı veya finansman yapısı ise, işletmenin bilançosunun pasif tarafında yer alan tüm kalemlerden oluşmaktadır. Finansal yapı, işletmenin finansman şeklini ortaya koymakla birlikte, kısa vadeli borçları ve karşılıkları da kapsamaktadır. Bu yönüyle de, finansman yapısı sermaye yapısından ayrılmaktadır (Türko, 2002: 489).

Finansal yapı, işletmenin finansmanında kullanılan kısa vadeli borçlar, uzun vadeli borçlar ve özsermayenin miktarını ifade etmektedir. Diğer bir deyişle, sermaye yapısı, finansal yapının (uzun vadeli) fon kaynaklarını temsil eden parçasıdır. Ancak modern finans literatüründe iki kavram birbirinin yerine kullanılabilir. Yukarıda bahsedilen görüşün dışında; birtakım araştırmacılar, kısa vadeli borçların devamlı kendini yenilemesi nedeniyle kalıcı özelliğe sahip olduğunu ve bu nedenle kısa vadeli borçların da sermaye yapısı kapsamına alınması gerektiğini savunmaktadır. Bu noktadan hareketle, borç ve özsermaye ile ilgili kararlar, sermaye yapısı kararları olarak adlandırılmaktadır (Durukan, 1997: 1).

Sermaye yapısı ile ilgili kullanılan bir diğer kavram optimal sermaye yapısıdır. Optimal sermaye yapısı, işletmenin değerini maksimize eden sermaye yapısını ifade etmektedir (Coyle, 2006: 64). Optimal sermaye yapısı, risk ve getiri oranları arasında denge kuran, sermaye maliyetini en aza indirmeye çalışan ve bu şekilde işletmenin hisse senedi fiyatını maksimize eden yapı olarak tanımlanabilir. İşletmeler risk ve getiri arasında denge kurduklarında, borç ve özsermaye bileşimi ile faaliyet gösterdiklerinde sermaye maliyetleri azalmakta ve piyasa değeri yükselmektedir (Aydın vd., 2007: 246).

Sermaye yapısı politikası, risk ve getiri arasındaki ilişkiye dayanmaktadır. İşletmenin sermaye yapısının oluşumunda, yüksek oranda borç kullanması, sadece işletme kazançlarının riskliliğini arttırmaz; aynı zamanda özsermaye üzerinden beklenen getiri oranını da yükseltir. Bu durumda işletmelerde sermaye yapısı

kararlarını etkileyen işletmenin risk düzeyi, işletmenin vergi durumu, finansal esneklik ve işletmenin saldırgan ya da tutucu yapısı şeklinde dört temel faktörden bahsedilebilmektedir (Aydın vd., 2008: 273).

Yabancı kaynak / özsermaye oranı ile ilgili çalışmalar eski araştırmalara dayanmaktadır. Uygulamada, işletmelerin sermaye yapıları birbirinden çok farklı olmasına rağmen, işletmelerin sermaye yapılarının altı farklı grupta sınıflandırılabileceği belirtilmektedir (Akgüç, 1998: 484):

1. Yabancı Kaynak / Özsermaye oranı dengeli

Yabancı kaynaklar içinde kısa süreli kaynaklar görece olarak az, buna karşılık uzun süreli yabancı kaynakların ağırlığı fazla; özsermaye içinde ödenmiş sermaye oranı yüksek, dağıtılmamış karlar (yedek akçeler) görece olarak düşüktür.

2. Yabancı Kaynak / Özsermaye oranı dengeli

Yabancı kaynaklar ağırlıklı olarak kısa süreli, uzun süreli borç oranı düşük; özsermaye büyük ölçüde dağıtılmamış karlardan (yedek akçelerden) oluşmuş, ödenmiş sermayenin özsermaye içindeki payı azdır.

3. Yabancı Kaynak / Özsermaye oranı düşük

Yabancı kaynaklar kısa süreli, özsermaye esas itibariyle dağıtılmamış karlardan oluşmuştur.

4. Yabancı Kaynak / Özsermaye oranı yüksek

Yabancı kaynaklar uzun süreli, özsermaye içinde dağıtılmamış karların payı daha fazladır.

5. Yabancı Kaynak / Özsermaye oranı yüksek

Yabancı kaynaklar, kısa süreli; özsermaye büyük bölümü ödenmiş sermayeden oluşmaktadır.

6. Yabancı Kaynak / Özsermaye oranı yüksek

Yabancı kaynaklar genellikle kısa süreli, özsermaye içinde dağıtılmamış karlar daha yüksek bir paya sahiptir.

Akgüç'e (1998) göre yukarıdaki genel kalıplarda da ortaya konulduğu gibi, her sermaye yapısının kendine özgü geçerliliği bulunmaktadır (Akgüç, 1998: 484).

İşletmelerin sermaye yapıları incelenirken üzerinde durulması gereken temel sorunlardan biri de, işletmenin sermaye yapısında, yabancı kaynaklar özsermaye bileşimindeki değişmelerin işletmenin piyasa değerini etkileyip etkilemeyeceğidir. Harris vd. (1991), çalışmasında işletmelerin yabancı kaynak / özkaynak oranını oluştururken piyasa koşullarının ve geçmiş dönem maliyetlerinin de etkili olduğunu belirtmişlerdir (Harris vd, 1991: 299-301). Marsh (1982)'a göre işletmeler için hem uzun dönem hem de kısa dönem için hedeflenen bir yabancı kaynak / özkaynak oranı vardır ve bu oran işletme büyüklüğü, iflas maliyetleri ve varlık yapılarının bir fonksiyonudur (Marsh, 1982: 142). Dolayısıyla literatürde optimal yabancı kaynak / özkaynak oranına ilişkin çok sayıda çalışmanın yer aldığı ve bu oranı etkileyen çok sayıda değişkenin olduğu belirtilmektedir.

2.2.2. Sermaye Maliyeti ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti, kullanılan veya kullanılması planlanan her çeşit kaynağın, maliyetlerinin ağırlıkları dikkate alınarak ortalamasının hesaplanmasıdır. Kaynakların toplam sermaye içindeki oranları, ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkili olmaktadır (Usta, 2008: 57).

Yatırımcılar tarafından arzu edilen ortalama getiri, işletme açısından ortalama fon maliyetini oluşturur ve bu maliyet sermaye maliyeti olarak adlandırılır. İşletmeler açısından sermaye maliyeti, yatırımlardan sağlanan minimum getiri oranını gösterir. İşletmeler sermaye yapılarını oluştururken, varlıklarının finansmanında önemli miktarda uzun süreli borç ve hisse senetleri yoluyla sağlanan fonları kullanırlar. Bu durumda sermaye maliyeti, işletmenin çeşitli kaynaklardan sağlamış olduğu fonların ortalamasından oluşmaktadır (Aydın vd., 2007: 314).

Genel olarak, işletme açısından her bir sermaye bileşiminin maliyeti, o bileşimi oluşturan unsurların, işletmeye sağlamış olduğu nakit girişinin bugünkü değeri ile gerektirdiği nakit çıkışlarının bugünkü değerini eşit kılan iskonto oranıdır. Nakit çıkışları, faiz ve anapara ödemeleri olabileceği gibi, hisse senedi yoluyla fon sağlanmışsa ödenecek kar payları da olabilir. İşletme açısından sağlanan

kaynakların maliyeti genel olarak aşağıdaki denklem yardımıyla bulunabilir (Aydın vd., 2008: 253):

$$NG_0 = N\zeta_0 + \frac{N\zeta_1}{(1+k)^1} + \frac{N\zeta_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{N\zeta_n}{(1+k)^n}$$

$$NG_0 = \sum_{t=0}^n \frac{N\zeta_t}{(1+k)^t}$$

NG_0 : Finansman kaynağının t döneminde sağladığı nakit girişi

$N\zeta_t$: Finansman kaynağının t dönemde gerektirdiği nakit çıkışı
(faiz, anapara ödemesi veya kar payı şeklinde)

k : Finansman kaynağının maliyeti

Sermaye bileşenini oluşturan her bir kaynağın, ayrı ayrı maliyetinin hesaplanması, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin belirlenmesi açısından önemlidir. Sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanabilir (Ceylan, 2000, 181):

ÖK : Hisse senetlerinin toplam piyasa değeri,

B : Tahvillerin toplam piyasa değeri,

V : İşletmenin toplam piyasa değeri (ÖK + B)

FVÖK : Faiz ve vergiden önceki kar (Net Faaliyet Geliri)

I : Faiz ödemeleri

Bundan sonra yapılacak işlemler, öncelikle sermaye maliyetini, ardından sermaye maliyeti değerlendirme ilişkilerini ortaya koymaktadır (Ceylan, 2000, 181-182):

- Yabancı kaynak maliyeti : $k_i = \frac{I}{B}$
- Yabancı kaynağın değeri : $B = \frac{I}{k_i}$
- Özkaynak maliyeti : $k_e = \frac{D_i}{P_o} + g$

D_i : Bir yıl sonraki kar payı,

P_o : Pay senetlerinin cari piyasa değerini,

g : Kar payına beklenen büyüme oranı.

Dağıtılmayan karlar veya kar tutma oranı sıfır (0) kabul edildiğine göre, işletmenin büyüme oranı sıfırdır.

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g = \frac{E_1}{P_0} + 0 = \frac{E_1}{P_0}$$

$$k_e = \frac{E(N)}{P_0(N)} = \frac{FV\ddot{O}K - 1}{S}$$

$$k_e = \frac{\text{Hisse Senedi Sahiplerinin Toplam Gelirleri}}{\text{Hisse Senetlerinin Toplam Değeri}}$$

$$\text{Hisse senetlerinin değeri} : P_0 = \frac{E_1}{k_e} = \frac{FV\ddot{O}K - 1}{k_e}$$

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM), işletmenin varlıklarından beklediği getiridir ve işletmenin menkul kıymetlerinin beklenen getirilerinin ağırlıklı ortalamasıdır. AOSM, işletmenin mevcut faaliyet alanında aynı riskteki bir projeden istenen getiri oranıdır.

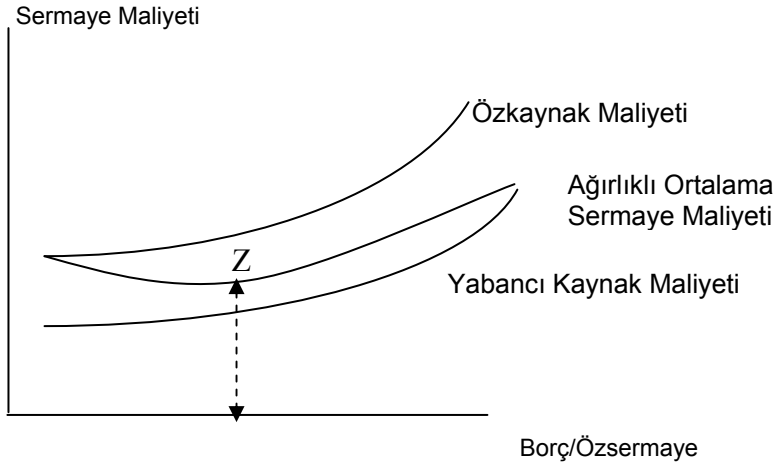
İşletmeler AOSM'yi, "ortalama" projeler için iskonto oranı olarak, daha güvenli veya daha riskli projeler için de iskonto oranı tasarlamaya yarayan bir sabit nokta olarak kullanabilmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 227).

- $AOSM = r_{\text{varlıklar}} = r_{\text{borç}} \left(\frac{B}{B + \ddot{O}K} \right) + r_{\text{öz kaynak}} \left(\frac{\ddot{O}K}{B + \ddot{O}K} \right)$

- İşletmenin Toplam Değeri

$$V = B + \ddot{O}K = \frac{I}{k_i} + \frac{FV\ddot{O}K - 1}{k_e}$$

Şekil 2.1: Sermaye Maliyeti ve Sermaye Yapısı



Kaynak: Gallagher ve Andrew, 2003: 395

Yukarıdaki şekil, ilk olarak borcun özkaynaktan daha ucuz bir kaynak olduğunu göstermektedir. İkinci olarak, işletme yabancı kaynak kullanmaması durumunda, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti özkaynak maliyetine eşit olmaktadır. Üçüncü olarak, Z noktasında işletme ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimuma indirmekte, dolayısıyla bu noktada işletme değerini maksimize etmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti doğrusu üzerinde borç miktarı arttıkça borcun maliyet avantajı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini belirli bir noktaya kadar düşürmektedir. Ucuz olan dış kaynak, daha pahalı olan özkaynağa göre daha az tercih edilmektedir (Gallagher ve Andrew, 2003: 394-395).

Z noktasından sonra, şekilde görüleceği gibi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti artmaktadır. Bunun nedeni, fazla yabancı kaynak kullanımını işletme riskini de artırmasıdır. Borç miktarı arttığında, finansal risk de artmakta, yatırımcıların özkaynak ve borçtan beklediği getiri oranı da artmaktadır. Özkaynak maliyeti doğrusunun eğimi, borç maliyetinin eğimine göre daha çabuk artmaktadır. Hem borç hem de özkaynak maliyeti doğruları yükseldiğinde, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti doğrusu da yükselmektedir. Yukarıdaki şekilde ifade edildiği gibi, bir işletmenin borç miktarı Z noktasındaki miktardan daha az olursa, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olması gerekenden daha yüksek olmaktadır. Z noktası, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini minimize ettiği noktayı ve işletmenin değerinin

maksimum olduğu sermaye yapısını göstermektedir (Gallagher ve Andrew, 2003: 394-395).

2.2.3. Finansal Kaldıraç

Kaldıraç, fizik biliminde küçük bir gücün daha büyük bir gücü yaratması anlamına gelmektedir (Gallagher ve Andrew, 2003: 378). Kaldıraç genellikle bir işletme terimi olsa da, sermaye yapısı kavramı yerine de kullanılmaktadır (Swanson vd, 2003: 2). Bir işletmenin varlıklarını finanse etmek için borç kullanması kaldıracın ortaya çıkmasına neden olur. Sermaye yapısı çok miktarda borçtan oluşan işletmenin yüksek kaldıraçlı olduğu kabul edilmektedir.

Finansal kaldıraç, sermaye yapısındaki yabancı kaynakların oranına odaklanmaktadır (Coyle, 2006: 28). İşletmenin taşıdığı borç seviyesini ortaya koyan finansal kaldıraç, sermaye kaldıracı ve gelir kaldıracı olmak üzere iki şekilde hesaplanmaktadır. Sermaye kaldıracı, işletmenin sermaye yapısında borç oranlarına odaklanırken; gelir kaldıracı, yıllık gelire odaklanmaktadır (Arnold, 2002: 804).

Sermaye kaldıraçları aşağıdaki gibi gösterilebilir (Arnold, 2002: 805):

$$SermayeKaldıracı(1) = \frac{UzunVadeliBorçlar}{Özkaynaklar}$$

$$SermayeKaldıracı(2) = \frac{UzunVadeliBorçlar}{UzunVadeliBorçlar + Özkaynaklar}$$

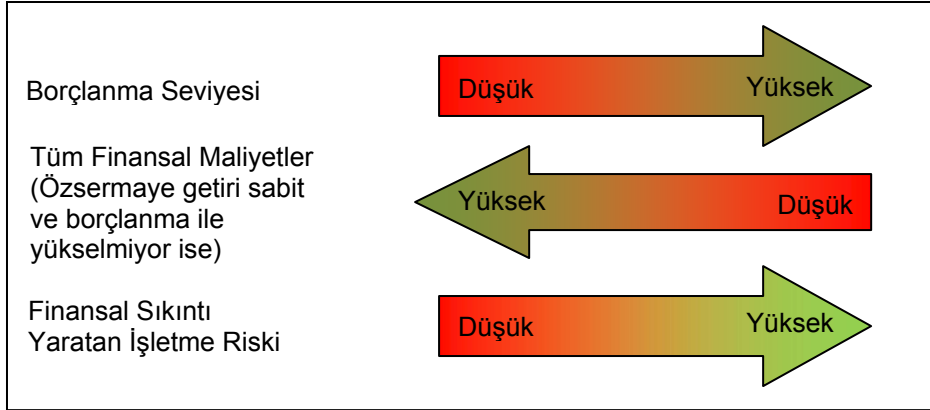
$$SermayeKaldıracı(3) = \frac{ToplamBorçlar}{ToplamBorçlar + Özkaynaklar}$$

$$SermayeKaldıracı(4) = \frac{UzunVadeliBorçlar}{PiyasaKapitalizasyonOranı}$$

Gelir kaldıraçları aşağıdaki gibi gösterilebilir (Arnold, 2002: 806):

$$FaizKarşılamaOranı = \frac{FaizveVergidenÖncekiKar}{FaizYükümlülüğü}$$

Şekil 2.2: Borçlanma Seviyesine Göre Risk ve Sermaye Maliyeti



Kaynak: Arnold, 2002: 803

Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi, borçlanma seviyesi arttıkça, finansal sıkıntı ve sermaye maliyeti artmaktadır. Sermaye maliyetinin artış nedeni, riski yüksek olan bir işletmenin ya da riskli bir faaliyetin gerektirdiği sermaye kaynaklarından, daha fazla getiri beklentisidir (Berk,1998: 283). Yapılan deneysel araştırmalar doğrultusunda aynı endüstride faaliyette bulunan işletmelerin, aynı koşullarda faaliyette bulduklarını, aynı işletme riskine ve vergi oranlarına sahip olduklarını ve bunun sonucu olarak benzer kaldıraç oranlarına sahip olduklarını belirtmiştir (Özkan, 2001: 177).

Finansal kaldıraç, işletmenin faaliyet karı ile net karı yani hisse başına karı arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. İşletmenin sabit maliyetli finans kaynakları net karı etkilediğinden, fazla borç kullanan işletmelerin finansman giderleri de yüksek olmaktadır. Finansal kaldıraç, faaliyet karındaki değişimin kardaki değişmeyi etkileme derecesi olarak ifade edebilmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 247-248).

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{HBK'daki \%Değişme}}{\text{FVÖK'daki \%Değişme}}$$

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{FVÖK}}{\text{FVÖK} - I - L - \frac{d}{(1-T)}}$$

- I : Finansman Giderleri
L : Kira Ödemeleri (Finansal Kiralama)
d : İmtiyazlı Hisse Senedi Kar Payı Ödemeleri
T : Vergi Oranı

Yukarıdaki formülde de ifade edildiği gibi, işletmenin finansman giderleri, kira giderleri ve imtiyazlı hisse senedi kar payları sıfır ya da sıfıra yakın bir değer olduğunda finansal kaldıraç derecesinin bir (1) olması işletmenin sabit maliyetli kaynak kullanmadığının, başka bir ifadeyle kaynaklarının tamamına yakını özsermayeden oluştuğunu göstermektedir. İşletmenin sermaye yapısında borç oranının artması ile finansman giderleri artmakta ve bu durum da işletmenin finansal kaldıraç derecesini artırmaktadır (Ercan ve Ban, 2005: 248).

2.2. SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

Kırk yıldan daha uzun süredir, sermaye yapısı ile ilgili yapılan araştırmalar sermaye yapısı ile ilgili modelleri açıklamaya ve bu modellerin gerçek iş dünyasını açıklamada etkili olup olmadığına ilişkin deneysel kanıtlar sağlamaya çalışmıştır (Chen, 2004: 1341). Dolayısıyla işletmelerin finansman karmasını oluşturma kararları, birçok deneysel araştırmaya dayanmaktadır (Gaud, vd, 2005: 52).

Sermaye yapısını açıklamaya çalışan kuramsal ve deneysel çalışmalar işletmenin sermaye yapısı ile sermaye maliyetleri, yatırım kararları ve işletmenin piyasa değeri arasında bir ilişkinin varlığına işaret etmişlerdir (Topal, 2006: 46). Çalışmalar, işletmeler için optimal bir sermaye yapısının olduğunu öne sürmektedir. Ancak, sermaye yapısını açıklayarak işletmenin optimal sermaye yapısını belirlemek için kesin bir yöntem sağlamamaktadır. Teoriler sadece, işletmenin değerini etkileyen finansal bileşenin seçiminin nasıl olacağını anlamaya yardımcı olmaktadır (Gitman, 1991: 497-498). Dolayısıyla borç-özkaynak seçimi ile ilgili evrensel bir teori olmamasına rağmen, belirli şartlara sağlanması koşulu altında birçok teori de bulunmaktadır (Myers, 2001: 81).

Teorilerin ortak noktası işletmelerde borçlanma oranlarındaki değişimi açıklamak ve işletmelerin borç / özkaynak yapıları ile ilgili farklı maliyet ve kazanç yapıları ortaya koymaktır (Titman ve Wessels, 1988: 1).

Sermaye yapısı ile ilgili temel varsayımları, Diacogiannis (1994:584), Ceylan (2000:181) ve Horne (2002:253)'un çalışmalarından yararlanılarak aşağıdaki gibi açıklamak mümkündür:

1. Elde edilen karlar üzerinden gelir vergisi veya kişisel vergi alınmamaktadır. Daha sonraları bu varsayımdan vazgeçilmektedir.

2. İşletmeler tarafından, sadece özkaynak ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla faaliyetler yürütülmektedir.

3. Elde edilen bütün karlar, ortaklara dağıtılmaktadır.

4. İşletme ortaklarının gelecekle ilgili beklentileri, birbirleriyle aynı kabul edilmektedir. Başka bir ifadeyle, bütün işletme ortakları için faiz ve vergiden önceki karların subjektif olasılık dağılımları aynı varsayılmıştır.

5. İşletmenin temel varlıkları, veri olarak kabul edilmiş, ancak, sermaye yapısından değişimin olabileceği varsayılmıştır.

6. İşletmenin faiz ve vergiden önceki karlarının gelecekte de değişmeyeceği, başka bir deyişle, işletmenin büyümeyeceği öngörülmüştür.

7. İşletmenin, işletme riski, zaman içerisinde sabit ve sermaye yapısı ile finansal riskten bağımsızdır.

Diacogiannis (1994), işletmenin sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiyi açıklayan yedi teori olduğunu ortaya koymuştur. Bu teoriler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Diacogiannis, 1994: 583-584):

1. Vergiyi Dikkate Almayan Yaklaşımlar

Net Faaliyet Gelir Yaklaşımı

Net Gelir Yaklaşımı

Modigliani – Miller (MM) Yaklaşımı

Geleneksel Yaklaşım

2. Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergilerini Dikkate Alan Yaklaşımlar

Kurumlar Vergisi ile MM Yaklaşımı

Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergisiyle MM

Miller Gelir Vergisi ve Borç-Özkaynak Vergi Oranları Eşitliği

Bundan sonraki bölümde bu yaklaşımlardan bahsedildikten sonra, sermaye yapısını etkileyen faktörlere yer verilecektir. Tarihsel açıdan ele alındığında teorilerin ortaya çıkması Modigliani-Miller (1958)'in çalışmaları ile başlamıştır. MM'e göre işletmenin değeri sermaye yapısından etkilenmemektedir. Modigliani-Miller (1963), kurumlar vergisini ve faiz ödemelerinin vergi indirimini dikkate alındıkları çalışmalarında, işletmelerin borç kullanarak işletme değerini maksimize ettiklerini belirtmişlerdir. Ardından Miller (1977) gelir vergisini, Stiglitz (1972) ve Titman (1984)'de iflas maliyetlerini teoriye dahil etmiştir. Myers, 1984 yılındaki çalışmasında dengeleme teorisine yer vermiş ve fazla borcun iflas maliyetlerini de beraberinde getirdiğinden söz etmiştir. Finansal hiyerarşi kuramına ilk kez Myers (1984) değinmiş; daha sonra Jensen ve Meckling (1976) ile temsilcilik kuramı, Myers ve Majluf (1984) ile asimetrik bilgi ve 1977'de Ross işaret teorisi (signaling theory) ortaya konulmuştur (Hall vd., 2004: 713; Gaud vd., 2005: 52). Bu çalışmalarla ilgili ayrıntı bilgilere, ilgili bölümlerde yer verilmektedir.

2.2.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ve Net Gelir Yaklaşımı, finans literatüründe ilk kez David Durand tarafından tanımlanmaktadır. Daha önce bahsedilen varsayımlara aşağıdaki varsayımları da eklemek gerekmektedir (Ceylan, 2000: 183 -185):

1. Net Faaliyet Geliri yaklaşımına göre, işletmenin piyasa değeri, net faaliyet gelirinin sabit bir iskonto oranından indirgenmesiyle bulunmaktadır. İşletmenin piyasa değeri V_1 , faiz ve vergiden önceki kazancı FVÖK ve ortalama sermaye maliyeti k_0 ile ifade edilen sabit iskonto oranı olarak gösterilmesi durumunda,

$$V = \frac{FVÖK}{k_0} \text{ şeklinde gösterilebilir.}$$

Net faaliyet yaklaşımında ortalama sermaye maliyeti, tüm sermaye yapıları için sabit kabul edilmektedir. Bu nedenle, işletmenin sermaye yapısındaki değişmelerin, işletmenin piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkili olmayacağı savunulmaktadır. Dolayısıyla borçlanma miktarı artırılarak işletmenin piyasa değeri de artmamaktadır.

2. Özsermayenin toplam değeri (ÖK), işletmenin toplam piyasa değerinden (V), toplam borçların (B) çıkarılmasıyla bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle,

$$\text{ÖK} = V - B \text{ dir.}$$

3. Özsermayenin maliyeti, $k_e = \frac{FV\text{ÖK} - 1}{\text{ÖK}}$ olarak ifade edilebildiğine göre, işletmenin finansal kaldıracı arttıkça, özsermaye maliyeti olan k_e de artmaktadır.

4. Bu görüşlere göre, işletme borçlanmaya ağırlık verdikçe, özsermaye maliyeti (k_e) artmaktadır. Ancak, özsermaye maliyetindeki artış, borçlanma maliyetinin (k_i) düşme ile giderilmediğinden, ortalama sermaye maliyeti değişmemektedir. Başka bir ifadeyle, ortalama sermaye maliyetinden daha ucuz maliyetli yabancı kaynağın finansmanı, özkaynak maliyetini yükseltmekte, ancak, ortalama sermaye maliyeti değiştirmemektedir. Yabancı kaynağın maliyetinin düşük olması, özsermaye maliyetindeki yükselişi gidermektedir.

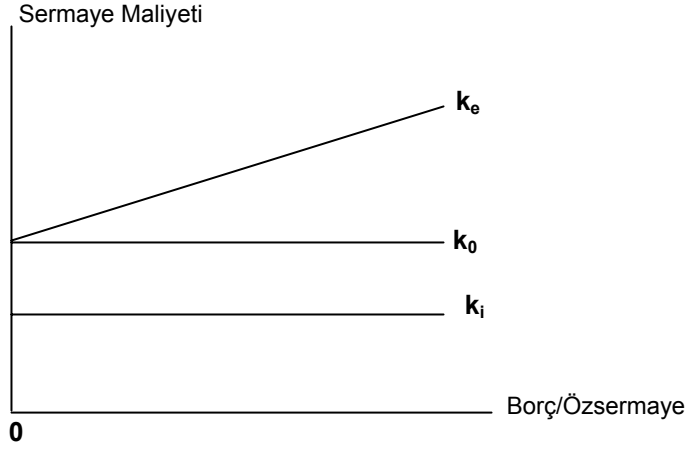
Net faaliyet geliri yaklaşımına göre, işletmenin toplam piyasa değeri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti işletmenin sermaye yapısından bağımsızdır (Diacogiannis, 1994: 587). Dolayısıyla işletme, finansmanında borçlanmaya ne ölçüde başvurursa vursun, hisse senetlerinin değeri bundan etkilenmemektedir (Türko, 2002: 492). Bu yaklaşım net faaliyet gelirini kapitalize eden bir yaklaşımdır (Durand, 1952: 227).

Bu yaklaşımda, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti her türlü sermaye yapısında sabit varsayılmakta ve borç / özsermaye oranından etkilenmemektedir. Dolayısıyla sermaye yapısının zaman içindeki değişimleri işletmenin piyasa değerini ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkilememektedir. İşletmeler için tek bir optimal kaynak dağılımı yoktur, tüm sermaye yapıları işletmeler için optimaldir. Dolayısıyla, sermaye yapısının değişmesi, işletmenin değerini artırmamaktadır (Poyraz, 2008: 433).

Net faaliyet geliri aşağıdaki şekillerde gösterilmektedir. Yabancı kaynak maliyeti sabit kaldığı sürece, özsermaye maliyeti, borç/özsermaye oranının doğrusal fonksiyonudur. Bu nedenle, yabancı kaynak kullanarak, ortalama sermaye maliyetini

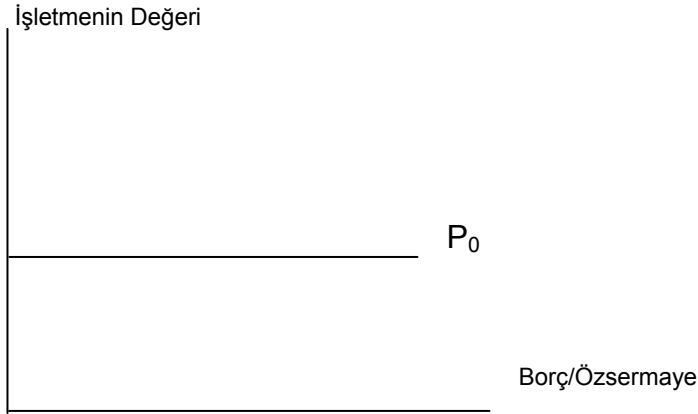
düşürme olanağı yoktur. Sermaye yapısını değiştirmek suretiyle, ortalama sermaye maliyetini düşürmek ve işletmenin piyasa değerini arttırmak mümkün olmadığına göre, işletme için tüm sermaye yapıları optimaldir (Ceylan, 2000: 185).

Şekil 2.2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti



Kaynak: Horne, 1989: 434

Şekil 2.3: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre İşletmenin Değeri



Kaynak: Türko, 2002: 496

Şekillerde gösterildiği gibi, bu yaklaşımın temel varsayımı kaldıraç oranındaki değişikliklere önem vermeden k_0 'ın sabit olmasıdır. Piyasa işletme değerini bütün olarak kapitalize eder, dolayısıyla borçla öz kaynak arasındaki değişiklik önemli olmamaktadır (Horne, 2002: 256).

Bu yaklaşımın işletmelerin finansman kararları açısından iki önemli sonucu bulunmaktadır (Akgüç, 1998: 491 ve Türko, 2002: 497):

1. İşletme açısından yabancı kaynağın ve özsermayenin maliyetleri birbirine eşittir. Yabancı kaynağın işletme açısından maliyeti faiz ve görünmeyen (gizli) maliyet olmak üzere iki öğeden oluşmaktadır. Yabancı kaynağın görünmeyen maliyeti, işletmenin yabancı kaynak kullanması durumunda özsermaye maliyetinin yükselmesidir. Bu nedenle işletmenin yabancı kaynak kullanımını arttırmakla, ortalama sermaye maliyetini azaltma olanağı yoktur.

2. İşletmeler için tek bir optimal sermaye yapısı bulunmamaktadır. Sermaye yapısını değiştirmek yoluyla sermaye maliyetini düşürme ve işletmenin piyasa değerini artırma olanağı olmadığına göre, işletmeler için tüm sermaye yapıları bir anlamda optimaldir.

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımının bu varsayımları aşağıdaki örnekte de gösterilmektedir. ABC İşletmesinin verileri aşağıdaki gibi özetlenebilir (Türko, 2002: 493-494):

Hisse Senedi Sayısı : 2000 Adet
Hisse Senedi Fiyatı : 10.000 TL
Net Faaliyet Karı : 2.000.000 TL

İşletme %100 özsermaye ile finanse edildiği ve karın tamamı ortaklara dağıtıldığı için hisse başına kar ve hisse başına kar payı eşit olacaktır. Özsermayenin maliyeti de ortalama sermaye maliyetine eşit olacaktır (2.000.000 TL/2.000 adet).

$$\text{Özsermaye maliyeti } k_e = \frac{D_t}{P_0} = \frac{1.000}{10.000} = \%10 \text{ olur.}$$

ABC İşletmesi, sermaye yapısında borçlanmaya da yer vererek, %6 faizli 8.000.000 TL'ye borçlanmaya başvurduğunda, verginin olmaması varsayımı altında borç maliyeti faiz oranına eşit olacaktır. İşletmenin borçlanma nedeniyle %40

hisselerini (2.000 adet x 0.40 = 800 adet) geri aldığı varsayıldığında aşağıdaki hesaplama elde edilir:

Hisse Senedi Sayısı	: 1.200 Adet (2.000 – 800)
%6 Faizli Borç	: 8.000.000 TL
Net Faaliyet Geliri	: 2.000.000 TL
Faiz Giderleri	: 480.000 TL (8.000.000 x %6)
Dağıtılabilir Kar	: 1.520.000 TL
Hisse Başına Kar(E)	: 1.267 TL (1.520.000 / 1.200 adet)
Hisse Başına Kar Payı (D _t)	: 1.267 TL

Hisse Başına Kar Payındaki değişim bu durumda $1.267 - 1.000 = 267 / 1000 = \%26,7$ olmaktadır.

ABC İşletmesinin toplam piyasa değeri (2.000 adet x 10.000 TL = 20.000.000 TL)'dir.

Net Faaliyet Karı	: 2.000.000 TL
$k_0 = \%10$ AOSM ($k_e = k_0$) değeri	: 20.000.000 TL
Borcun Değeri	: 8.000.000 TL
Hisse Senedinin Piyasa Değeri Toplamı	: 12.000.000 TL
Hisse Değeri (12.000.000 TL/ 1.200)	: 10.000 TL

İşletmenin borçlanmadan sonra da hisse senedi piyasa fiyatı 10.000 TL olmuştur.

İşletme %6 faiz oranı üzerinden borç kullandığına göre, $k_d = \%6$ olmasına karşın, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %10 olarak devam etmektedir. Bu durumda özsermaye maliyeti de yükselmekte ve %12,67 olmaktadır.

$$k_e = \frac{D_t}{P_0} = \frac{1.267}{10.000} = \%12.67$$

Özkaynak maliyetindeki bu artış (%10'dan %12.67'ya), sermaye yapısının değişmesinden önceki maliyetten %26,7 kadar daha yüksektir. Net faaliyet karı yaklaşımı, temel olarak hisse başına kar payındaki artışın özsermaye maliyetindeki artışa eşit olduğu varsayımına dayanır (k_e 'deki yüzde değişim = D_t 'deki yüzde değişim'dir). Dolayısıyla, bir işletmenin kaldıraçtan yararlanması o işletmenin kar payını ve kazancını arttırmakta, ancak o işletmenin özsermaye maliyeti de aynı ölçüde artırmaktadır (Türko, 2002: 495).

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, borçlanmanın faiz dışındaki maliyetlerinin de olduğunu ortaya koyması açısından önem taşımaktadır. Bu yaklaşımda, borçlanma miktarı arttıkça, özkaynaklardan beklenen getirinin de arttığını ortaya koymaktadır.

2.2.2. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, bir işletmenin değerlendirilmesinde ve değerinin saptanmasında kaldıracın etkisini en fazla dikkate alan yaklaşım olarak nitelendirilebilir. Bu yaklaşıma göre, bir işletme sermaye yapısını (kaldıraç faktörünün derecesini) değiştirmek yoluyla, piyasa değerini yükseltmek, sermaye maliyetini düşürmek olanağına sahiptir (Akgüç, 1998; 485). Net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yerine net geliri kapitalize eden alternatif bir yaklaşımdır (Durand, 1952: 227).

Net gelir yaklaşımına göre, işletmenin toplam piyasa değeri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin sermaye yapısına bağlıdır (Diacogiannis, 1994: 584).

Net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımının tam karşısında olan bir görüştür. Bu görüşün varsayımlarına göre, işletmenin borçlanma ve özsermaye maliyetleri, sermaye yapısı ne olursa olsun sabit kalmaktadır. Bu nedenle, bir işletme sermaye yapısını değiştirmek suretiyle, piyasa değerini yükseltmek ve ortalama sermaye maliyetini düşürmek olanağına sahiptir (Ceylan, 2000: 188).

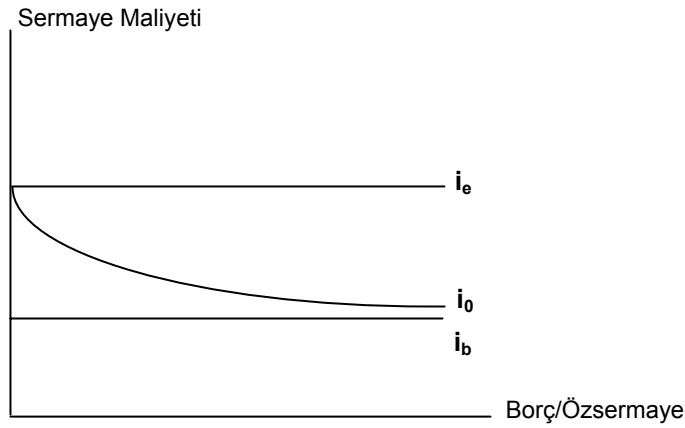
Bu yaklaşıma göre, borç oranının sermaye yapısı içerisinde artış göstermesi işletme değerinin artmasına neden olmaktadır. Özsermaye ve borcun maliyetleri sermaye yapısını etkilememektedir. Özsermayenin maliyetinin, borcun maliyetinden

yüksek olması durumunda; daha farklı bir ifadeyle borcun maliyetinin özsermaye maliyetinden düşük olması durumunda işletmelerin borç kullanma düzeyleri artmakta ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşmekte, bunun sonucunda işletme değeri artış göstermektedir (Poyraz, 2008; 429).

Net gelir yaklaşımı iki varsayıma dayanmaktadır (Akgüç, 1998; 488):

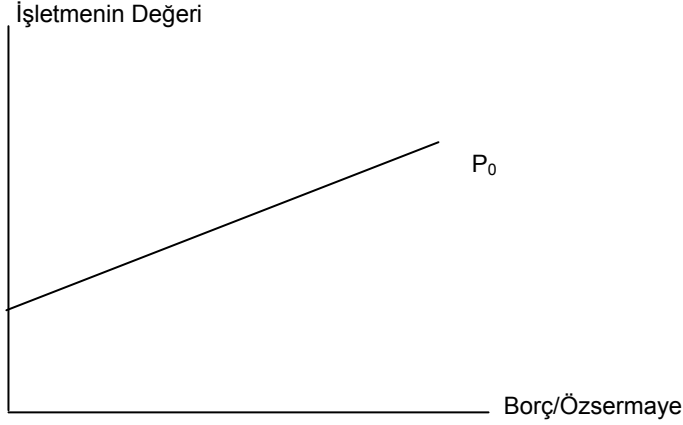
1. Özsermaye maliyetinin borç maliyetinden daha yüksek olduğu,
2. Özsermaye kapitilazasyon oranının (özsermaye maliyetinin) ve yabancı kaynak maliyetlerinin, işletme sermaye yapıları için sabit kaldığıdır. Daha açık bir ifadeyle işletmenin sermaye yapısında değişmelerin, özsermaye ve yabancı kaynak maliyetleri üzerinde bir etkisi olmayacağı kabul edilmektedir. Dolayısıyla, işletmenin finansman şeklinin değişmesi, riskli hale gelmesi, işletmenin ortaklarında ve işletmeye kredi verenlerde bir tepki doğurmamakta, beklenen getiriler etkilenmemektedir.

Şekil 2.4: Net Gelir Yaklaşımına göre Sermaye Maliyeti



Kaynak: Ercan ve Ban, 2005: 228

Şekil 2.5: Net Gelir Yaklaşımına göre İşletmenin Değeri



Kaynak: Ercan ve Ban, 2005: 229

Yukarıdaki şekillerde görüleceği gibi, net gelir yaklaşımında bir işletme, borçlanma yoluyla veya yabancı kaynak / özsermaye ya da yabancı kaynak / varlık toplamı oranını (kaldıraç faktörünü) artırarak, sürekli olarak ortalama sermaye maliyetini düşürmek ve piyasa değerini arttırmak olanağına sahiptir (Akgüç, 1998: 488).

Net gelir yaklaşımının eleştirildiği noktalar, işletmenin faiz ödeme yükümlülüğü arttıkça, likidite riskinin de artmasıdır. Bu nedenle yabancı kaynak/özsermaye oranı yükseldikçe, ortaklar, artan riski gidermek için yatırımlarda daha yüksek oranlarda karlılık beklemektedir. Bunun anlamı, işletme borçlandıkça birikim sahiplerinin, faiz ödemelerini ve gelir akımlarını daha yüksek oranlarda iskonto etmeleridir. Başka bir deyişle, işletmenin borç yükü arttıkça borç maliyetinin ve özsermaye maliyetinin sabit kalmayıp yükselmesidir (Akgüç, 1998: 488).

Net gelir yaklaşımı, %100 borçla finansmanı bile optimal sermaye yapısı olarak kabul etmekte, hisseler üzerinde kaldıraç oranının etkisi dikkate alınmamaktadır. İşletmenin yüksek oranlarda borç kullanması durumunda, yatırımcılar hisselerini satmakta, bu nedenle işletmenin hisselerinin değeri düşmektedir. Net gelir yaklaşımı, sermaye yapısını açıklamada yetersiz kalmaktadır (Diacogiannis, 1994: 587).

Net Gelir Yaklaşımına göre işletmenin değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Diacogiannis, 1994: 585):

$$V = \frac{\dot{O}K}{r_e} + \frac{I}{r_i}$$

NP : Özkaynak
r_e : Özkaynak Maliyeti
I : Faiz
r_i : Yabancı Kaynak Maliyeti

Borç miktarını artırmak, işletmenin toplam değerini artırmaktadır. Çünkü yukarıdaki eşitlikten de anlaşılacağı gibi, faiz miktarındaki artış, kar payı miktarına eşit olmakta ve dolayısıyla da borç maliyeti, özkaynak maliyetinden daha düşük olmaktadır (Diacogiannis, 1994: 585).

Net Gelir Yaklaşımının bu varsayımları aşağıdaki örnekte de gösterilmektedir. Örneğin, ABC işletmesinin %6 faizle 8.000.000 TL borçlandığı varsayalım. Bu işletmenin sermaye yapısı sadece borç ve özsermayeden oluştuğuna göre, dağıtılabilir kazançla net kar aynı olmakta, net karın kapitalizasyonu ile işletme değeri belirlendiğinden, yaklaşım net kar yaklaşımı olarak adlandırılmaktadır (Türko, 2002: 497).

Net Faaliyet Karı	: 2.000.000 TL
Faiz Giderleri (8.000.000 x %6)	: 480.000 TL
Dağıtılabilir Kar	: 1.520.000 TL
k _c = %10 ile kapitalizasyon değeri	: 15.200.000 TL
Borcun Piyasa Değeri	: 8.000.000 TL
Borç + Özsermayenin Piyasa Değeri	: 23.200.000 TL

Hisse senetlerinin piyasa değeri 10.000 TL'den 12.667 TL'ye çıkmaktadır.

Net kar yaklaşımına göre, borcun faiz ve gizli diye iki maliyeti yoktur, borcun tek maliyeti vardır. İşletmenin daha fazla borç kullanması, özsermaye maliyetini değiştirmemektedir. İşletmenin özsermayeden daha ucuz olması nedeniyle,

borçlanmaya başvurması, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşmektedir (Türko, 2002: 498).

ABC işletmesi örneğinde;

İşletmenin değeri yüzde olarak $15.200.000 / 23.200.000 = \%65,5$

Borcun yüzde değeri $8.000.000 / 23.200.000 = \%34,5$

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti $k_0 = (0,345 \times 0,06) + (0,655 \times 0,10) = \%8,62$

Borcun dahil edilmesi ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin %10'dan %8,62'ye inmesine neden olmuştur.

Net Gelir yaklaşımına göre işletme ne kadar borçlanırsa borçlansın, ortakların veya borç verenlerin beklentilerinin değişmeyeceği varsayımına dayanmaktadır. Daha farklı bir ifadeyle tüm borç / özkaynak düzeylerinde borç ve özkaynak maliyetlerinin değişmeyeceği durumu, piyasalar için mümkün değildir. Ayrıca bu yaklaşımda, borçlanmanın getireceği artan finansal risk ihmal edilmiştir.

2.2.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşıma göre, işletmenin ortalama sermaye maliyeti ile sermaye yapısı arasında bir ilişki vardır. Başka bir deyişle, işletme sermaye yapısı değiştirildiğinde, ortalama sermaye maliyeti düşmekte ve işletmenin piyasa değeri artmaktadır. İlk iki görüşün tersine, bu görüşe göre, işletmeler için tek bir optimal sermaye yapısı vardır. Optimal sermaye yapısında işletmenin kullandığı yabancı kaynakların reel marjinal maliyeti ile özsermaye marjinal maliyeti eşittir. İşletme optimal sermaye yapısına ulaşmadan önce, yabancı kaynak kullanarak, ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra, borçlanma devam ederse, yabancı kaynak ve özsermaye maliyetleri artmakta ve bunun sonucunda işletmenin piyasa değeri düşmektedir (Ceylan, 2000; 188).

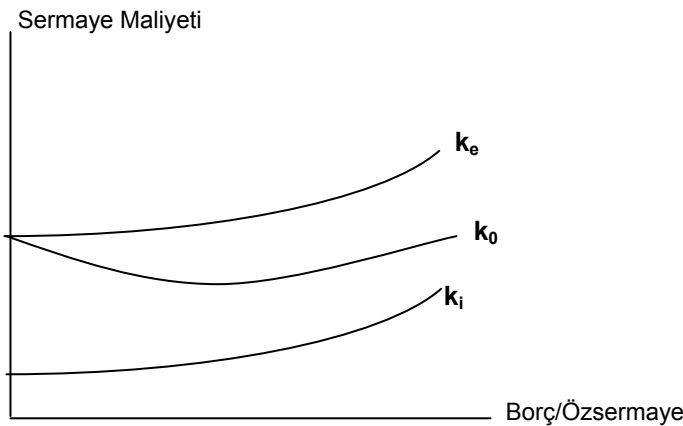
Bu yaklaşım, işletmelerin optimal sermaye yapısına sahip olduğunu ve borç/özsermaye oranının artırılarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin düşürülebileceğini ve bunun sonucunda işletmenin piyasa değerinin artırılabilirliğini öne sürmektedir (Horne, 2002: 256). Dolayısıyla geleneksel

yaklaşımına göre, işletmenin toplam piyasa değeri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti genellikle işletmenin sermaye yapısına bağlıdır (Diacogiannis, 1994: 594).

İşletmeler, borç kullanımına ağırlık verdikçe kaldıraçtan yararlanmaları sonucu ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azalmakta ve işletme değeri artmaktadır. Ancak borç kullanımının belli bir sınırı bulunmaktadır. Bu sınır borcun marjinal maliyetinin özsermayenin marjinal maliyetine eşit olduğu borçlanma düzeyi olarak kabul edilir. Bu borçlanma düzeyinden sonra borçlanmaya devam edildiği takdirde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yükselme eğilimine girmekte ve buna bağlı olarak işletme değeri düşmektedir (Poyraz, 2008; 435).

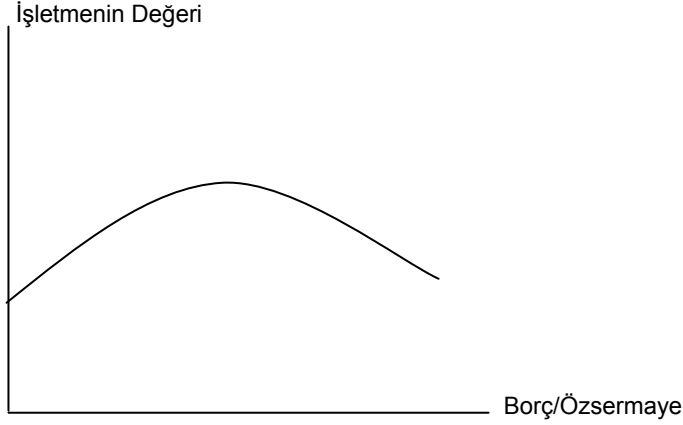
Geleneksel yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşımında olduğu gibi, işletmenin finansman riski arttıkça özsermaye maliyetinin yükseleceğini öngörmekte; ancak belirli bir noktaya kadar yabancı kaynak kullanılmasının ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisinin, özsermaye maliyetinin yükselişi ile tamamen giderilemeyeceğini kabul etmektedir. Dolayısıyla, işletmenin borçları arttıkça özsermaye maliyeti artmış olmasına rağmen, belirli bir noktaya kadar, borçlanma işletmenin ortalama sermaye maliyetini aşağıya doğru çeken bir etki yapmaktadır (Akgüç, 1998:492). Geleneksel yaklaşıma göre, tüm borçlanma seviyelerinde işletmenin toplam piyasa değeri artmamakta ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de azalmamaktadır (Diacogiannis, 1994: 594).

Şekil 2.6: Geleneksel Yaklaşıma göre Sermaye Maliyeti



Kaynak: Horne, 2002: 257

Şekil 2.7: Geleneksel Yaklaşımına göre İşletmenin Değeri



Kaynak: Ercan ve Ban, 2005: 234

Net faaliyet karı yaklaşımı ve net gelir yaklaşımı sermaye maliyeti ile ilgili iki noktaya ait görüşleri yansıtmaktadır. Geleneksel yaklaşım orta bir yaklaşım olup, işletmenin sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olmadığını öngörmekte; sermaye yapısının değiştirilerek, sermaye maliyetini ve işletme değerini etkilemediğini ileri sürmektedir. İşletme için optimal bir sermaye yapısı oluşturmak mümkündür. Optimal sermaye yapısında işletmenin kullandığı borcun marjinal maliyeti ile özsermayenin marjinal maliyeti eşittir ve işletmenin optimal sermaye yapısına ulaşmadan önce başvurduğu borçlanmalar onun ortalama sermaye maliyetini düşürmektedir (Türko, 2002: 503).

Geleneksel yaklaşımın bu varsayımları aşağıdaki örnekte de gösterilmektedir. ABC İşletmesi örneğinde geleneksel yaklaşıma göre işletme değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilir (Türko, 2002:503).

	<i>Borçlu Sermaye Yapısı</i>	<i>Borçsuz Sermaye Yapısı</i>
Net Faaliyet Karı	2.000.000 TL	2.000.000 TL
Faiz (8.000.000 x %6)	480.000 TL	0
Vergiden Önceki Kar	1.520.000 TL	2.000.000 TL
Vergi (%50)	760.000 TL	1.000.000 TL
Dağıtılabilir Kar	760.000 TL	1.000.000 TL
Ortak ve Borç Verenlere	1.240.000 TL	1.000.000 TL
Verilebilecek Tutar		

Geleneksel görüşe göre vergi tasarrufu da işletme değerini etkileyen bir faktör olmaktadır. Borçlu sermaye yapısında işletme ortak ve borç verenlere ödenebilecek tutar 240.000 TL daha fazla olmaktadır.

Vergi tasarrufu = Faiz oranı x Borç Tutarı x Vergi Oranı şeklinde de hesaplanabilmektedir.

İşletmenin özsermaye maliyeti borçlanma nedeniyle %10'dan %12'ye çıktığı için işletmenin özsermayesinin piyasa değeri;

$$1.520.000 / 0,12 = 12.666.666 \text{ TL'dir}$$

$$OSM = \frac{\text{NetFaaliyetKarı}}{\text{İşletmeninToplamPiyasaDeğeri}} = \frac{2.000.000}{20.666.600} = 0,096 = \%9,6$$

ABC işletmesinin sermaye yapısında borç miktarının artırılması durumunda, 10.000.000 TL daha %7 faizle borçlanarak, 1000 adet hisse senedi çıkardığı varsayalım. İşletmenin sermaye yapısına daha fazla borç katılmasından dolayı, işletmede riskin artması nedeniyle ortakların bekledikleri minimum verim oranı %13, borç faizi ise %7 olması durumunda, işletmenin piyasa değeri aşağıdaki gibi olacaktır:

Net Faaliyet Karı	2.000.000 TL
Faiz (1.000.000 x %7)	700.000 TL
Vergiden önceki dağıtılabilir kar	1.300.000 TL

K=%13 (özsermaye maliyeti ile kapitalizasyon değeri)

ABC Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri	10.000.000 TL
Borcun Piyasa Değeri	10.000.000 TL
ABC İşletmesinin Toplam Piyasa Değeri	20.000.000 TL
ABC İşletmesinin OSM	%10
(2.000.000TL / 20.000.000 TL)	

Geleneksel yaklaşımda sermaye yapısındaki değişimler, ortalama sermaye maliyetini ve işletme değerini etkilemekte; borç miktarının artması sermaye maliyetini ilk olarak azaltmakta, daha sonra artırmaktadır.

2.2.4. Modigliani – Miller (MM) Yaklaşımı

Franco Modigliani ve Merton H. Miller (MM), kusursuz işleyen finansal piyasalarda sermaye yapısının önemsiz olduğunu kanıtlayan iki ekonomisttir (Horne, 2002: 257). Sermaye yapısı kararları teorik açıdan ilk defa 1958 yılında bu ekonomistler tarafından ele alınmıştır. MM birtakım varsayımlara dayanarak basitleştirilmiş bir model ortaya koymuşla ve borç seviyesine önem vermeden işletmenin değerinin değişmediğini belirtmiştir. Dolayısıyla MM'e göre, işletmeler sadece doğru yatırım kararları aldıklarında hisselerin değeri yükselmektedir (Arnold, 2002: 816).

Modigliani – Miller'in görüşünde, sermaye yapısı ve piyasa değeri arasındaki ilişki, net faaliyet geliri yaklaşımındaki gibi açıklanmaktadır. Modigliani – Miller, 1958'de yaptıkları çalışmalarında geleneksel görüşe karşı bir görüş geliştirmişlerdir. Geleneksel görüşe göre, sermaye yapısının işletmenin sermaye maliyeti ve piyasa değeri üzerinde etkili olduğunu ileri sürmüşlerdir. MM'e göre belirli varsayımlar altında işletmenin piyasa değeri ve sermaye maliyeti sermaye yapısından bağımsızdır (Heshmati, 2001: 202). Net faaliyet geliri yaklaşımı tamamen tanımsal olup, davranışsal önemlilik açısından eksik kalmaktadır. Horne (2002)'a göre MM, sermaye yapısı teorilerine işletmenin toplam değeri ve sermaye maliyeti konularına davranışsal bir bakış açısı katmaktadır (Horne, 2002: 256).

MM yaklaşımına göre, işletme değerini belirleyen unsurlar risk ve getiridir. Etkin piyasalarda işlem gören ve aynı faaliyet riskine sahip iki işletmenin finansal varlık fiyatları birbirinden farklı olmamakta ve fiyatların farklı olması arbitraj mekanizması ortaya çıkartmaktadır. Bu noktada, nispeten pahalı olan varlık satılarak ucuz olan varlığın satın alınması söz konusu olmakta ve her iki varlığın fiyatları eşitlenene kadar arbitraj süreci devam etmektedir (Poyraz, 2008; 437-438).

MM görüşünün geçerliliği, sermaye piyasasında arbitrajın yapılması olanağına dayanmaktadır. Başka bir ifadeyle, hisse senedi yatırımcılarının, cüzdanlarında bulunan hisse senetlerini satarak, yerlerine kendiler için daha karlı hisse senetlerini satın almaktadırlar. Bu durum, net faaliyet geliri eşit, aynı risk sınıfına giren işletmelerin, piyasa değerlerinin birbirinden farklı olmasını önlemektedir. Herhangi bir işletme, yabancı kaynaklar ağırlıklı sermaye yapısını değiştirerek daha yüksek bir piyasa değerine ulaşırsa, arbitraj mekanizması devreye girmektedir. Böylece ortaklar, aynı risk sınıfındaki finansal riski daha az olan işletmenin hisse senetlerine yatırım yapacaklardır. Böyle bir piyasada, finansal riski az olan işletmenin, hisse senetlerinin sermaye piyasasındaki fiyat artışı, diğer işletmelerin hisse senetleriyle dengeye gelecektir (Ceylan, 2000: 192).

MM Yaklaşımı bazı temel varsayımlara dayanmaktadır (Horne, 2002: 257-258; Swanson, 2003: 14):

1. Sermaye piyasaları etkindir ve piyasalarda tam rekabet koşulları geçerlidir. Sermaye piyasaları ile ilgili tüm bilgiler karşılık ödenmeksizin birikim sahiplerince kolaylıkla sağlanmakta; piyasadaki işlemler ayrıca bir gider gerektirmemekte; tüm menkul değerler, en küçük parçalara kadar bölünmekte ve yatırımcılar rasyonel davranmaktadır.

2. Gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değerler, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır.

3. İşletmeler, eş risk kategorileri itibarıyla gruplandırılabilir. Her eş risk kategorisine giren iş riski, daha açık bir deyişle gelecek için beklenen gelirlerin elde edilmeme olasılığı aynıdır.

4. Gelir üzerinden alınan vergiler modele dahil edilmemiştir. MM, bu varsayımı daha sonra değiştirmiştir.

MM'e göre, borçlanarak işletmenin elde ettiği vergi avantajı çok yararlı olup, bu durum işletmenin daha da borçlanmasına ve işletme değerinin artmasına neden olmaktadır. Varsayıma göre %100 borçlanmayla oluşan sermaye yapısı optimaldir.

Ancak normal şartlar altında böyle bir sermaye yapısının varlığından söz etmek mümkün değildir (Gallagher ve Andrew, 2003: 394).

Yukarıda belirtilen varsayımlardan hareket eden MM, daha sonra aşağıdaki sonuçlara ulaşmıştır (Ceylan, 2000: 191):

1. İşletmenin toplam piyasa değeri, sermaye maliyeti ve sermaye piyasasından bağımsızdır. İşletmenin piyasa değeri, beklenen nakit girişlerinin işletmenin risk sınıfına uygun iskonto oranı ile indirgenmesi sonucunda bulunan değerdir.

MM'e göre işletmenin piyasa değeri; t zamanda nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamıdır (Swanson vd., 2003: 14-15):

$$\text{İşletmenin piyasa değeri} \quad : [OCF_1 + OCF_2 + OCF_3 + \dots + OCF_t]$$

MM vergiyi ve amortismanları dikkate alınmadığı için nakit akımları faiz ve vergiden önceki kara eşittir.

$$\text{İşletmenin değeri} \quad : v$$

$$\text{Beklenen nakit akımları} \quad : \bar{x}$$

$$\text{İskonto oranı} \quad : R \text{ olması durumunda işletmenin değeri}$$

$$v = \frac{\bar{x}}{R} \quad R = \frac{\bar{x}}{v} = \frac{\bar{x}}{\bar{O}K + B}$$

MM'e göre \bar{x} , işletmenin sermaye yapısından etkilenmediği için sermaye maliyeti yabancı kaynak / özkaynak oranının yapısından da etkilenmemektedir. Bu durum, *MM'in I. Önermesi* olarak ifade edilmektedir.

2. İşletmenin borçlanması nedeniyle finansman riski ve özsermaye maliyeti artmaktadır. Ortaklar, artan finansman riski nedeniyle, daha yüksek kar payı beklemektedir. Başka bir ifadeyle, ucuz yabancı kaynağın ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisi, özsermaye maliyetinin yükselmesi ile ortadan kalkmaktadır.

3. Yatırım kararları için uygulanacak iskonto oranı, yatırımın finansmanı şeklinden tamamen bağımsızdır. MM görüşüne göre, yatırım kararlarının, yatırımın finansmanı kararlarında etkisi yoktur.

4. Vergiden sonraki borçlanma maliyeti sabittir.

5. Ortalama sermaye maliyeti, işletme borçlandıkça azalmaktadır.

6. MM görüşüne göre, işletmelerde optimal sermaye bileşeni yoktur.

MM'in; sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve işletmenin piyasa değeri arasındaki ilişkiler konusundaki görüşleri, ileri sürülen varsayımların gerçekçi olmaması nedeniyle eleştiriye uğramaktadır. Özellikle sermaye piyasasında arbitrajın Modigliani ve Miller'in savunduğu şekilde gerçekleşmeyeceği ileri sürülmektedir. Modigliani – Miller'e karşı olan görüşün varsayımları Durand, Diacogiannis, Akgüç ve Türko'dan yararlanarak aşağıdaki gibi özetlenebilir (Durand, 1959: 654; Diacogiannis, 1994: 593; Akgüç, 1998: 409; Türko, 2002:507):

1. Eleştirilerin ortak noktası, piyasaların tam rekabet piyasası olması ve arbitraj olanağı ile ilgilidir. Ancak piyasaların gerçekte etkin olmayıp, hisse senetleri ile ilgili her türlü bilgiyi hiçbir gidere katlanmaksızın anında elde etmek mümkün olmamaktadır.

2. Bir işletmenin iflas etme olasılığının yüksekliği ve iflasın gerektireceği giderler ve değer kayıpları, tasarruf sahipleri açısından, yabancı kaynak oranı yüksek işletmelere yatırım yapma çekiciliğini azaltmaktadır. İşletmenin iflası halinde, işletme varlıklarının gerçek değerinin çok altında nakde çevrilmesi, iflasın önemli bir maliyetini oluşturmaktadır. Bir işletmenin iflas etme olasılığı, yabancı kaynak / özsermaye oranının doğrusal bir fonksiyonu değildir. İflas sonucu uğranılacak olası kayıplar, işletme değeri ve sermaye maliyeti üzerinde olumsuz etki yapmaktadır.

3. Sermaye piyasasının etkin olmayışı, bireyler için, büyük işletmelere oranla kredi maliyetlerinin daha yüksek olmasına yol açmaktadır. Bu durum, finansal kaldıraç faktöründen yararlanan bir işletmenin, finansal kaldıraçtan yararlanmayan ya da az yararlanan işletmeden yüksek bir değere sahip olmasına yol açmaktadır.

4. Sermaye piyasasında arbitrajı geri bıraktıran, sınırlayan kurumsal etmenler vardır. Sermaye piyasasına önemli ölçüde kaynak sağlayarak tasarrufları toplayan kuruluşlar, MM'in öngördüğü gibi derhal arbitraj işlemine girişmezler. Bu tür kurumlarda arbitraj işlemlerine girişmelerini geciktiren bürokratik engeller vardır.

5. Sermaye piyasasında hisse senetlerini satın alma veya satma gibi işlemlerin bir maliyetinin oluşması, arbitrajı sınırlandırmaktadır. Arbitraj, ancak, sağlanacak faydanın gerektireceği giderleri aştığı durumlarda yapılabilir.

6. MM'e göre sermaye maliyeti hesaplanırken, toplam kazancın piyasa fiyatına bölünmesi ile statik bir oran kullanılmakta, ancak uzun dönemde büyüme oranını da dahil eden dinamik bir oran kullanmak gerekmektedir.

Yukarıdaki açıklamalara ek olarak Stiglitz (1969), MM teoreminin rekabetçi piyasada farklı risk sınıflarının olması durumunda geçerli olmayacağını ortaya koymuştur. Stiglitz (1969) ayrıca teoremi, iflası ve bireylerin de işletmeler gibi borçlanabileceği faktörlerini dikkate almaması hususunda eleştirmiştir (Stiglitz, 1969: 784).

İşletme değerinin sermaye yapısından etkilenmeyeceği iddiası, MM'in I. Önermesi olarak ifade edilir. Bu önerme aynı zamanda MM'nin *Borcun İlintisizliği Önermesi* şeklinde de ifade edilir. Bu önerme, ideal koşullarda işletmenin borç politikasının hissedarlar açısından önem taşımayacağını göstermektedir (Brealey, 1977 – çev. Bozkurt vd, 1997: 408). Söz konusu önermeye göre; bir işletmenin piyasa değeri, onun sermaye yapısından bağımsızdır ve beklenen getiri, iskonto oranı ile elde edilmektedir. Başka bir deyişle, MM'e göre herhangi bir işletme sermayesinin ortalama maliyeti, onun sermaye yapısından tamamıyla bağımsızdır. Aynı zamanda özsermaye ile finanse edilmiş gelir akımının iskonto oranına eşittir (Modigliani ve Miller, 1958: 268-269).

MM'in II. Önermesi, "*Kaldıraçtan yararlanan bir işletmenin hisse senetlerine ait beklenen getiri oranı, piyasa değeri ile ifade edilen borç / özkaynak (B/ÖK) oranıyla orantılı bir şekilde artar*" şeklindedir (Brealey ve Myers, 2003: 473). Dolayısıyla işletmenin borç/özkaynak oranı arttıkça hisse senetlerinden beklenen getiri de artmaktadır (Brealey, 1977 – çev. Bozkurt vd, 1997:410).

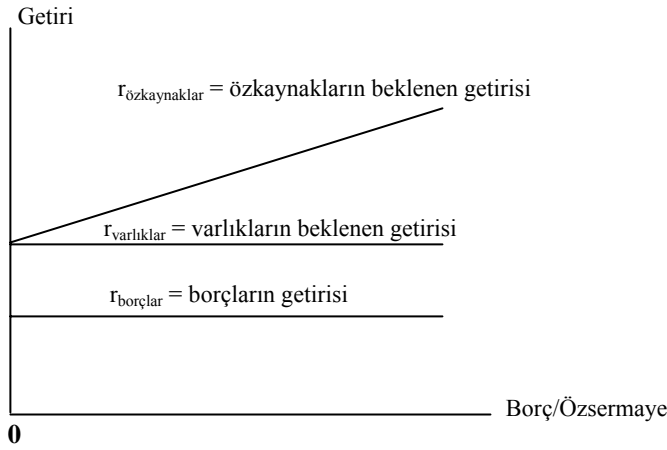
Özkaynağın beklenen getirisinin kaldıraç devreye girdiğinde nasıl değiştiğini belirlemek için, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti tekrar düzenlenmektedir:

$$r_{\text{özkaynaklar}} = r_{\text{varlıklar}} + \frac{B}{\text{ÖK}} (r_{\text{varlıklar}} - r_{\text{borç}})$$

İşletme hiç borç kullanmıyorsa bu durumda

$$r_{\text{varlıklar}} = r_{\text{özkaynaklar}} \text{ 'dır.}$$

Şekil 2.8: MM'e göre Varlıkların Getirisi

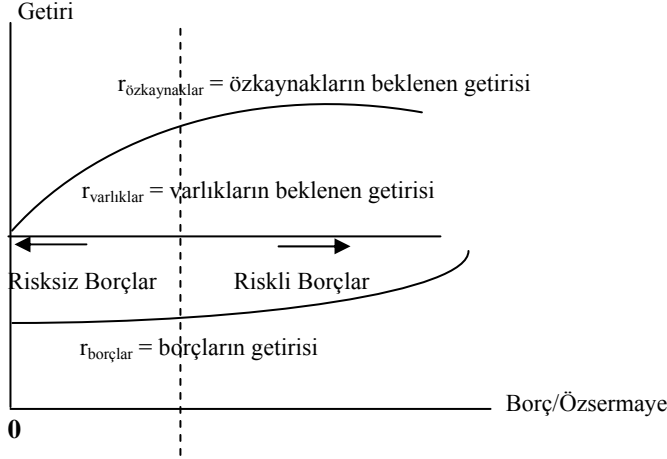


Kaynak: Brealey,1977 – çev. Bozkurt vd, 1997: 412

Yukarıdaki şekilde gösterildiği gibi, özkaynağın beklenen getirisi borç / özkaynak oranı arttıkça doğrusal olarak artmaktadır. Borç ve özkaynağın beklenen getirilerinin ağırlıklı ortalaması sabit olup, varlıkların beklenen getirilerine eşittir. İşletme ne kadar borç kullanırsa kullansın, borcun faiz oranı sabit kabul edilmektedir. Bu durum, gerçekçi olmadığı düşünülerek eleştirilmektedir. Çünkü yüksek miktarda borç verenler, borcun ödenmemesi endişesiyle daha yüksek faiz oranı talep etmektedir. Dolayısıyla işletme, daha fazla borç kullandığında ödememe riski artmakta ve yüksek faiz oranı ile karşı karşıya kalmaktadır. MM'in II. Önermesi, borç / özkaynak oranının beklenen getirisinin değişmediğini öne sürmektedir.

B/ÖK oranı arttıkça borç sahipleri işletmenin faaliyet riskinin bir kısmını üstlenirler. İşletme daha fazla borç kullandıkça, risk hissedarlardan borç sahiplerine daha fazla aktarılmaktadır. Bu nedenle, $r_{\text{öz kaynaklar}}$ eğrisinin eğimi azalmaktadır (Brealey, 1977 – çev. Bozkurt vd, 1997: 412).

Şekil 2.9: MM'e göre Varlıkların Getirisi



Kaynak: Brealey, 1977 – çev. Bozkurt vd, 1997:413

Yukarıdaki varsayımlardan yola çıkarak sermaye yapısı teorileri, borcun fayda ve maliyetinin dengelenmesi üzerinde odaklanmaktadır. Borcun en önemli faydası, faiz ödemelerinin vergi avantajıdır. Borcun maliyeti ise üç noktada ortaya çıkmaktadır (Gitman, 1991: 499):

1. Borcun yarattığı iflas etme olasılığı,
2. İşletme faaliyetlerini kontrol eden borç verenlerin temsilcilik maliyetleri,
3. İşletmenin beklentileri ile ilgili yöneticilerin yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olmalarının maliyetidir.

Bundan sonraki yaklaşımlar MM'e verginin dahil edilmesi ile ortaya çıkan, vergi yaklaşımıdır.

MM Yaklaşımı, sermaye yapısı yaklaşımını daha sistematik ele alması ve benzer özellik gösteren işletmeleri aynı risk gruplarına dahil etmesi açısından önem taşımaktadır. MM benzer işletmelerin, benzer sermaye maliyetleri ve benzer işletme

değerleri olduğunu vurgulamaktadır. Dolayısıyla, aynı risk grubundaki işletmeler, sermaye yapılarını değiştirerek işletme değerlerini arttıramazlar.

2.2.5. Vergi Yaklaşımı

Gerçek dünya, MM'in 1958'de oraya koyduğu modelden oldukça farklıdır. Gerçek dünyada, bireyler ve işletmelerin vergi ödemek zorunda olduklarıdır. Faiz gelirleri sadece kişisel düzeyde vergilendirilmekte, hisse senedi gelirleri hem işletme, hem de kişisel düzeyde vergilendirilmektedir. Dolayısıyla vergi etkisi, sermaye yapılarında etkin bir rol oynamaktadır (Taggart, 1980: 650-658; Pozdena, 1987: 38-39; Gallagher ve Andrew, 2003: 393-394).

MM bu varsayımı 1963'teki ve 1966'daki çalışmalarında doğrulamışlardır. Onlara göre işletmelerin borç kullanımı vergisiz ortamda önemli olmayıp, vergili ortamda önemlidir. Borç kullanımı arttıkça borcun sağladığı vergi tasarrufları nedeniyle işletmenin değeri artmaktadır. Dolayısıyla kurumlar vergisi dikkate alındığında, model tamamen değişmiştir (Modigliani ve Miller, 1963: 434; Modigliani ve Miller, 1966: 336).

MM'in I.önermesinde kurumlar vergisinin dikkate alınması durumunda, yıllık vergi tasarrufu kavramı ortaya çıkar ve yatırımların değeri, vergi tasarrufunun bugünkü değeri kadar artar. Dolayısıyla işletmenin borç kullanması durumunda, işletmenin ödeyeceği vergi miktarı azalmakta ve bu durum da yatırımcılara ödenen nakiti artırmaktadır (Brealey, 1977 – çev. Bozkurt vd, 1997:415).

MM'e göre sermaye yapısında gelir vergisi dikkate alındığında, işletme değeri uzun vadeli yabancı kaynak miktarı ile pozitif ilişkilidir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise, sermaye yapısındaki uzun vadeli yabancı kaynak miktarı arttıkça azalmaktadır (Diacogiannis, 1994: 596-599).

Borç üzerinden faiz ödemelerinin vergi indirimi olmasına rağmen, borcun aynı zamanda bir maliyeti de vardır. Borcun artması finansal riski ve iflas etme riskini de beraberinde getirmektedir. Bu durumda işletme, riski yok etmek adına birtakım maliyetlere katlanmaktadır (Gallagher ve Andrew, 2003: 393-394).

Bu durumda, yıllık faiz ödemesi; faiz oranı ile borç alınan tutarın çarpımına eşittir (Horne, 2002: 262):

$$YıllıkFaizÖdemesi = r_{borçlar} \cdot xB$$

Yıllık vergi tasarrufu; kurumlar vergisi oranı V_k ile faiz ödemesinin çarpımına eşittir.

$$YıllıkVergiTasarrufu = KurumlarVergisiOranı \times FaizÖdemesi = V_k \cdot x(r_{borçlar} \cdot xB)$$

Vergi tasarrufunun bugünkü değeri;

$$BD(VergiTasarrufu) = \frac{YıllıkVergiTasarrufu}{r_{borçlar}} = \frac{V_k \cdot x(r_{borçlar} \cdot xB)}{r_{borçlar}} = V_k \cdot xB$$

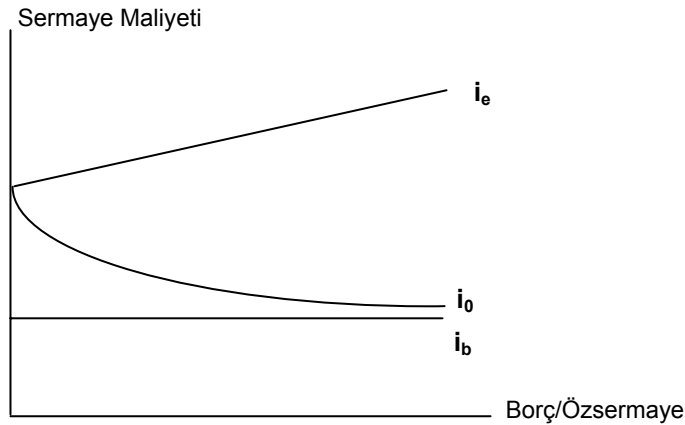
Bu durumda MM'in I. Önermesine göre kaldıraçlı işletmenin değeri (Horne, 2002: 262);

Kaldıraçlı işletmenin değeri	=	Tamamen özkaynakla finansman durumundaki değeri	+	Vergi tasarrufunun bugünkü değeri
------------------------------	---	---	---	-----------------------------------

Vergi faktörünün dahil edilmesi durumunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de aşağıdaki şekilde hesaplanır:

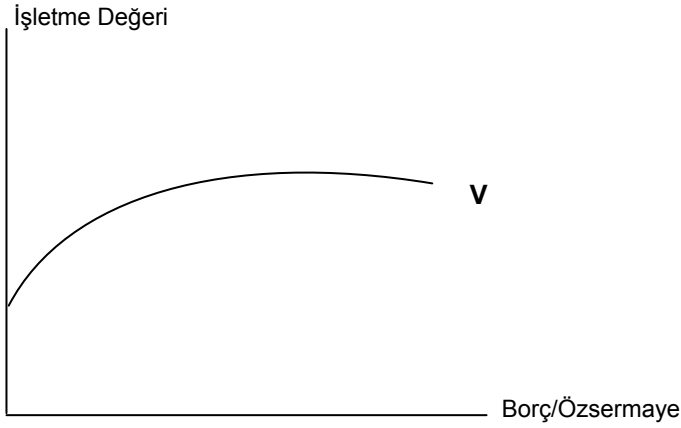
$$AOSM = (1 - V_k) r_{borçlar} \left(\frac{B}{B + ÖK} \right) + r_{özkaynaklar} \left(\frac{ÖK}{B + ÖK} \right)$$

Şekil 2.10: Vergilerle MM'e göre Sermaye Maliyeti



Kaynak: Arnold, 2002: 821

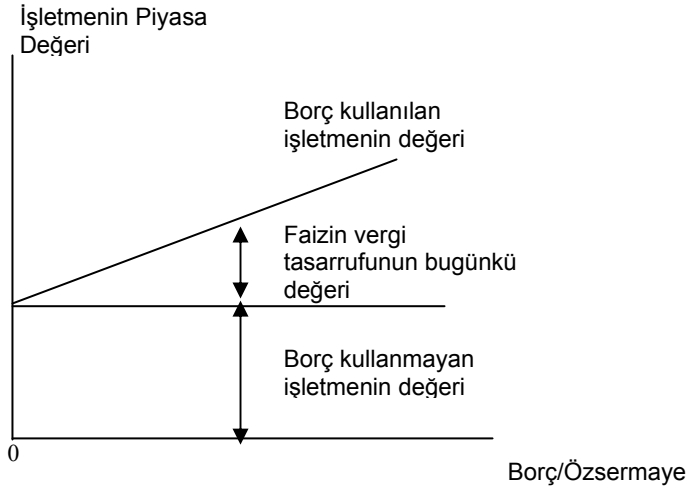
Şekil 2.11. MM'e göre İşletme Değeri



Kaynak: Arnold, 2002: 821

MM'in yaklaşımlarına verginin dahil edilmesiyle sermaye maliyeti ve işletme değeri yukarıdaki şekillerde gösterildiği gibidir.

Şekil 2.12. MM'e göre İşletme Değeri



Kaynak: Brealey, 1977 – çev. Bozkurt vd, 1997:416.

Yukarıdaki şekil; faizin vergi tasarrufunda, işletme piyasa değerinin nasıl etkilendiğini göstermektedir. Daha fazla borçlanma, kurumlar vergisi ödemelerini azaltıp, borç verenlerin ve hissedarların gelirlerini artırmaktadır (Brealey, 1977 – çev. Bozkurt vd, 1997: 415).

Sermaye yapısı değişkenlerine kurumlar vergisi ve gelir vergisi dahil edildiğinde, MM yaklaşımı geçerliliğini yitirmektedir. Uzun vadeli yabancı kaynak

kullanımından kaynaklanan bir kazanç ya da kayıp söz konusu ise, vergiler de dikkate alındığında, işletmenin piyasa değeri kullanılan uzun dönem yabancı kaynak miktarıyla ilişkilidir. Buna ek olarak, uzun vadeli yabancı kaynak kullanımından kaynaklanan bir kazanç veya kayıp söz konusu değil ise, işletmenin piyasa değeri değişmemektedir (Diacogiannis, 1994: 601).

Miller (1977) çalışmasında kurumlar vergisinin yanında gelir vergisini de dikkate almış, verginin sermaye yapısı ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi araştırmış ve MM (1958)'in çalışmalarını destekleyici sonuçlara ulaşmıştır. Bunun nedeni, kar payına ve faize uygulanan gelir vergisinin elde edilen vergi avantajını ortadan kaldıracağını öne sürmesidir (Durukan, 1997:32).

Miller modelinin temel varsayımları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Miller, 1977: 267):

1. Özsermayeden alınan gelir vergisi oranı sıfırdır.
2. Gelir sabittir.
3. Borç almadan veya borç vermeden kaynaklanan vergi öncesi oran işletmeler ve bireyler için aynıdır.

İşletmelerin sermaye yapılarının belirlenmesinde kurumlar vergisinin yanısıra yatırımcıların ödediği gelir vergisi de önemli bir rol oynamaktadır. Faiz gelirleri sadece kişisel düzeyde vergilendirilebilirken, hisse senedi gelirleri hem kişisel hem de kurumsal düzeyde vergilendirilebilmektedir. Buradan hareketle, yatırımcının işletmeye verdiği borçtan sağladığı faiz geliri, hisse senedinden sağladığı vergi sonrası gelirden daha fazla ise, işletmelerin borçlanma düzeyleri artmaktadır. Böylece işletmelerin sermaye yapıları içindeki borç düzeyi kurumlar ve gelir vergisi arasındaki fark arttıkça artmaktadır (Durukan, 1997: 32).

Borcun vergi avantajı ile ilgili DeAngelo ve Masulis (1980)'in çalışmaları dikkat çekmektedir. DeAngelo ve Masulis (1980) kurumlar vergisi, gelir vergisi ve borç dışı vergi kalkanını birleştiren optimal bir sermaye yapısı modelini ortaya koymuştur. Çalışmalarında amortisman ve yatırım indiriminin borcun vergi kazancının yerine geçtiğini öne sürmüşlerdir. Dolayısıyla çalışmalarında borç dışı

vergi kalkanının sermaye yapısı değişkenlerinden biri olduğunu ortaya koymuşlardır (DeAngelo ve Masulis, 1980: 18).

Borçlanmadan kaynaklanan faiz yükünün kurumlar vergisinden muaf oluşu, kar payı ödemelerinin bu avantajı sağlamaması işletmelerin borçlanmayı tercih etmelerine neden olmaktadır. Borcun sağladığı bu vergi tasarrufu literatürde “vergi kalkanı” olarak adlandırılmaktadır.

İşletmeler borç / özkaynak oranlarını arttırarak kaldıracın vergi tasarrufu etkisinden yararlanırlar. Vergi uygulamalarının tasarruf etkisi yanında, kar payı dağıtım ve otofinansmana yönelme kararlarında da etkisi vardır. Dolayısıyla vergi faktörü sadece vergi tasarrufu olarak algılanmamalı, diğer sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisi de dikkate alınmalıdır. Bahsedilen yaklaşımların temel özellikleri aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Tablo 2.2: Sermaye Yapısı Teorilerinin Varsayımları

Yaklaşım	Önerme	Açıklamalar
Net Gelir	İşletmenin toplam piyasa değeri ve toplam ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti işletmenin sermaye yapısına bağlıdır.	-Yabancı kaynak maliyeti ve özkaynak maliyeti kaldıraçtaki değişikliklerden etkilenmemektedir. -İşletmenin optimal bir sermaye yapısı vardır. -Aşırı borç kullanmanın getirdiği riske önem vermemektedir.
Modigliani-Miller	İşletmenin toplam piyasa değeri ve toplam ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti işletmenin sermaye yapısından bağımsızdır.	-Özkaynak maliyeti, yabancı kaynak artışına bağlı olarak artmaktadır. -Tek bir optimal sermaye yapısı yoktur. -İflas maliyetlerini göz ardı etmektedir.
Geleneksel	İşletmenin toplam piyasa değeri ve toplam ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti genellikle işletmenin sermaye yapısına bağlıdır.	-Özkaynak maliyeti, finansal kaldıraçla artmaktadır. -Yabancı kaynak maliyeti, belirli bir finansal kaldıracın kullanımından sonra artmaktadır. -Optimal sermaye yapısı, bireysel bakıştan farklı bir yaklaşımla ele alınmıştır.
MM – Gelir Vergisi ile	İşletmenin toplam piyasa değeri ve toplam ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti genellikle işletmenin sermaye yapısına bağlıdır.	-Özkaynak maliyeti, finansal kaldıraçla artmaktadır. -Optimal bir sermaye yapısı, yüksek bir oranda borcu gerektirmektedir.
Kurumlar vergisi ve gelir vergisinin dikkate alınmasıyla, kaldıracın işletme değeri üzerindeki etkisi	Bir işletmenin toplam piyasa değeri genellikle sermaye yapısına bağlıdır.	Özkaynak maliyeti, finansal kaldıraç oranına bağlıdır.

Kaynak: Diacogiannis, 1994: 607

2.2.6. İflas Maliyetleri Yaklaşımı (Finansal Sıkıntı Maliyetleri) (Bankruptcy Costs)

Finansal sıkıntı maliyetleri, işletmelerin karşılaşabilecekleri ve iflasa kadar götürebilecek durumların işletmeye olan maliyetleridir (Ercan ve Ban, 2005: 238). Daha farklı bir ifadeyle finansal sıkıntı maliyetleri, işletmelerin likidite sorunları nedeniyle karşılaşabilecekleri ve iflas süreciyle sonuçlanabilecek durumların işletmeye olan maliyetleridir (Aydın vd., 2007: 263). İflas etme olasılığı, artan borç maliyetlerinin bir sonucudur (Pettit ve Singer, 1985: 54).

İflas maliyetleri; iflasın yasal ve idari harcamaları ile ilgili olup, bir işletmenin iflasa gitmesi durumunda varlıklarının ekonomik değerlerinin altında nakde dönüştürülmesini ifade etmektedir (Horne, 2002: 268).

Gerçek yaşamda işletmelerin borç / özkaynak oranlarının yüksek olmaması, sermaye yapısı varsayımların yetersiz kalması, sermaye yapısını etkileyen ve dikkate alınmayan bazı faktörlerin de olduğunu ortaya çıkartmıştır. İşletmelerin yüksek oranlarda borçlanmalarının en önemli dezavantajı, artan finansal sıkıntı riski ve likidite riskidir (Arnold, 2002: 822).

Finansal sıkıntı, kredi verenlere verilen sözler yerine getirilmediği veya ödemede güçlükle karşılaşıldığı zaman ortaya çıkmaktadır. Finansal sıkıntı iflasla sonuçlanabildiği gibi, sadece tehlike anlamı da taşımaktadır. İşletme ne kadar çok borçlanırsa, borçları ödememe olasılığı ve gerektirdiği yasal giderlerin beklenen değeri de yüksek olmaktadır. Bu durum, işletmenin piyasa değerinin düşürmektedir (Brealey, 1977 – çev. Bozkurt vd, 1997:417 - 418).

İşletmelerin tedarikçiler, tüketiciler, çalışanlar ve alıcılarla olan ilişkilerinde likidite sıkıntısı çekmesi durumunda, yöneticiler, hissedarların değerini artıracak uzun dönem nakit akımları yerine kısa dönem likidite sorunları üzerine odaklanmaktadır (Arnold, 2002: 822-823).

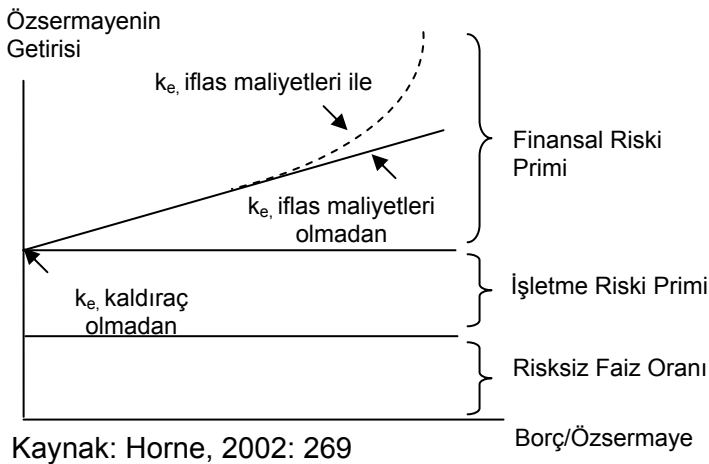
İflas etme olasılığında veya iflasla ilgili idari ve diğer giderlerin önemli boyutta olduğu durumlarda, yatırımcılar için borçlanmayan işletme cazip duruma

gelmektedir. Etkin bir piyasada iflas maliyetleri sıfır kabul edilmektedir. İşletmenin iflas etmesi durumunda, işletme varlıkları nakde dönüştürülmeden satılmaktadır. Piyasaların yarı etkin olması durumunda ise, iflasın idari giderleri ortaya çıkmakta ve işletme varlıkları ekonomik değerlerinin altında bir değerde nakde dönüştürülmektedir (Horne, 2002: 268).

İflas etme olasılığı genelde borç / özkaynak oranının doğrusal bir fonksiyonu değildir. Ancak bazı durumlarda bu oranın artarak çoğalması, iflas maliyetlerinin de artırmakta ve işletme değeri ile sermaye maliyeti üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Borç verenler iflas maliyetine katlanırlar, ancak artan maliyetler hissedarlara yüksek faiz oranları şeklinde aktarılmaktadır. Bu nedenle, hissedarlar iflas maliyetlerini ve düşük işletme değerini de üstlenmek zorunda kalırlar. İflas maliyetleri, borç verenler için bir kayıp veya ölü değerdir. Yatırımcılar, bu maliyetlerden etkin piyasadaki portföylerini çeşitlendirerek kaçınamazlar (Horne, 2002: 269).

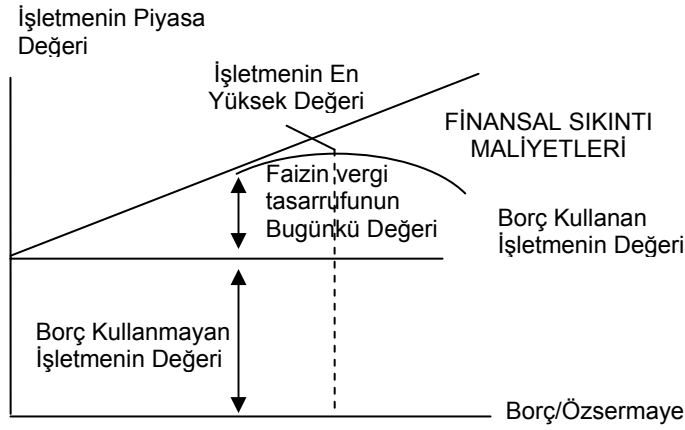
Şekil 2.13, vergilerin dikkate alınmaması durumundaki kaybı göstermektedir. Burada özkaynak getirisi k_e , parçalara ayrılmıştır. İşletme riski primi, tüm özkaynak sermaye yapısı getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Borç dahil edildiğinde ise, gelir artışından beklenen oran artmakta, bu artış da bir finansal risk primini göstermektedir (Horne, 2002: 269).

Şekil 2.13: Verginin Olmaması Durumunda Özsermayenin Beklenen Değeri



İflas maliyetine verginin dahil edilmesi durumunda, yukarıda da değinildiği gibi vergi ve sermaye yapısı net bir vergi avantajı ile sonuçlanmaktadır. İşletme, kaldıraçını yükseltmesi durumunda, verginin bugünkü değeri de artmaktadır. Bu durumda, hem vergi hem de iflas maliyetleriyle yeni bir optimal sermaye yapısı meydana gelmektedir. Net vergi etkisi işletmenin değerini olumlu etkilemekte, kaldıraçın etkisini hafifletmektedir. Borcun vergi avantajı ve iflas beklentisi, işletme değerinin azalan oranlarda artmasına hatta düşmesine bile neden olmaktadır. Bu etki, aşağıdaki şekilde de görülebilmektedir:

Şekil 2.14: Vergi ve İflas Maliyetleri ile İşletme Değeri



Kaynak: Brealey, 1977 – çev. Bozkurt vd, 1997:sf 418

Finansal sıkıntı maliyetleri ile işletmenin toplam piyasa değerinin aşağıdaki gibi olması beklenmektedir (Brealey ve Myers, 2002: 497):

Toplam Piyasa Değeri	=	Tamamen özkaynakla finansman + durumundaki değer	+	Vergi tasarrufunun bugünkü değeri	-	Finansal Sıkıntı Mal.B.D.
----------------------	---	--	---	-----------------------------------	---	---------------------------

Finansal sıkıntı maliyetinin bugünkü değeri, hem finansal sıkıntı olasılığına, hem de finansal sıkıntı sözkonusu olursa karşılaşılabilecek maliyetin bugünkü değerine bağlıdır.

Şekil 2.14, borcun vergi yararı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengelemenin optimum sermaye yapısını nasıl etkilediğini göstermektedir. Vergi tasarrufunun bugünkü değeri, işletme daha fazla borçlandıkça başlangıçta

artmaktadır. Optimum borç düzeyinde finansal sıkıntı olasılığı düşüktür ve dolayısıyla borcun vergi avantajı etkilidir (Brealey, 1977 – çev. Bozkurt vd, 1997:418). Fakat bir noktada finansal sıkıntı olasılığı daha fazla borçlanma ile artmakta ve finansal sıkıntının maliyetleri işletme değerini önemli biçimde etkilemektedir (Kim, 1978: 46).

İflas maliyetlerinin sermaye yapısı kararlarında etkili olup olmadığı konusunda literatürde çeşitli araştırmalar yapılmıştır. Warner (1977) ve Altman (1984) çalışmalarında iflas maliyetlerini dolaylı ve direkt olarak iki grupta toplamışlar ve işletme değeri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Warner (1977), direkt maliyetleri incelemiş ve bu maliyetlerle işletme değeri arasında anlamlı bir etki bulamamıştır. Warner'a göre büyük işletmelerde direkt maliyetler finansal kararlar üzerinde önemli bir etki yaratmamaktadır (Warner, 1977: 345). Altman (1984) her iki faktörün de işletme değeri üzerinde etkili olduğunu belirtmiştir (Altman, 1984: 1067). Bradley vd. (1984) optimal sermaye yapısının oluşumunda borçlanma oranının, iflas ve temsilcilik maliyetlerini içeren sıkıntı maliyetleri ile ilişkili olduğunu belirtmiştir (Bradley vd, 1984: 868-869).

Finansal sıkıntı maliyetleri aşağıdaki gibi gruplandırılabilir (Brealey,1977 – çev. Bozkurt vd, 1997: 428; Warner, 1977: 338; Kim, 1978: 47; Arnold, 2002: 823; Brealey ve Myers, 2002: 501; Ercan ve Ban, 2005: 238):

1. İflas Maliyetleri

Direkt maliyetler; yasal ücretler ve yönetsel maliyetleri kapsamaktadır (Avukatlara, muhasebecilere ödenen ücretler, mahkeme masrafları gibi). Borçlardan doğan davalar ve mahkeme masrafları işletme değerinin düşürmektedir.

Dolaylı maliyetler; yeniden organizasyona giden bir şirketin yönetim güçlüklerini yansıtmaktadır. (İşlerini kaybedeceklerini gören yöneticilerin işletmenin finansal sıkıntı dönemini uzatabilir, işletme varlıklarını yok pahasına satabilir). İşletmenin uzun vadeli pazardaki durumu gözardı edilerek maliyetleri düşürmek için ürün kalitesinden ödün verebilirler.

2. İflas Olmadan Finansal Sıkıntı Maliyetleri

Finansal sıkıntı ile ilgili dolaylı maliyetler, direkt maliyetlerden çok daha önemlidir. Finansal sıkıntı içindeki işletmelerde tahvil sahipleri ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları, performans kayıplarına ve doğru olmayan yatırım kararlarına neden olmaktadır.

Finansal sıkıntının etkileri, işletmeden işletmeye farklılık göstermektedir. Bu etkiler aşağıdaki gibi özetlenebilir (Arnold, 2002: 825):

1. İşletmenin genel ekonomik duruma göre gelir duyarlılığı:

İşletme, ekonomideki dalgalanmalara uyum gösteriyorsa, hissedarlar ve borç verenler likidite riskini ve/veya sıkıntıyı fark etmektedir. Bu durumda, borç karşılığı olarak daha yüksek getiri beklenmektedir.

2. Sabit maliyetlerin değişken maliyetlere oranı:

Çalışma kaldıracı ve borçlanma derecesi yüksek olan bir işletmede, hissedarlar ve borç verenler, artan riskten dolayı daha yüksek getiri beklemektedir.

3. İşletme varlıklarının likiditesi ve geçerliliği:

Bazı işlemler kolay elden çıkarılabilecek ve yüksek değere sahip varlıklara yatırım yaparlar. Bu durumda hissedarlar yüksek risk beklentisine girmezler.

4. Faaliyetlerin nakit yaratabilme yeteneği:

Bazı işletmelerin nakit akımları sürekli ve bu nedenle bu işletmeler daha çok borçlanmaktadır.

İflas maliyetleri, sermaye maliyetini arttıran ve işletme değerini azaltan maliyetlerdir. Dolayısıyla artan borcun getireceği finansal risk, optimum sermaye yapısı belirlenmesinde kabul edilebilir risk düzeyinin belirlenmesini gerektirmektedir.

2.2.7. Temsilcilik Maliyetleri (Agency Costs)

Borçlanma kararlarını etkileyen diğer kısıtlayıcı faktör temsilcilik maliyetleridir. Temsilcilik maliyetleri, en önemli temsilcinin kim olacağının belirsiz olması durumlarında oraya çıkmaktadır. Birçok büyük işletmede fon sağlayıcıları

(temsilcileri) işletme yönetiminde aktif değildirler. Temsilcilerini (yöneticileri) istihdam ederler ve bu temsilciler her zaman hissedarlar ve borç verenlerin lehine davranmazlar. Dolayısıyla temsilcilik maliyetleri, temsilcilerin davranışlarından kaynaklanan dolaylı ve dolaysız maliyetlerle ilgilidir. Yöneticiler, hissedarların değerini maksimize etmeye çalıştıklarında, borç verenler temsilcilik kaygısı taşırlar. Borç verenler yöneticiler tarafından kandırılabilir veya yanıltılabilir kaygısı vardır (Arnold, 2002: 825-826). Bu durumda, temsilcilik maliyetleri, işletmenin çıkarları konusunda yöneticileriyle hissedarları arasında bir öncelik olmadığı durumlarda ortaya çıkmaktadır (Margaritis ve Psillaki, 2007: 1449).

Sermaye yapısı kararları, işletmenin hissedarları, borç verenleri, yönetimi ve diğer paydaşları arasında teşvik edici bir durum meydana getirir. Temsilcilik maliyetleri, farklı hissedarların birbirlerinin davranışlarını kontrol etmek istediklerinde ortaya çıkmaktadır (Horne, 2002: 271).

Sermaye yapısı kararları açısından temsilcilik iki grupta incelenmektedir (Swanson vd, 2003: 95):

- 1) Yöneticilerle hissedarlar arasındaki ilişkiler
- 2) Hissedarlarla borç verenler arasındaki ilişkiler

Bir işletmede yöneticiler, işletme sahiplerinin temsilcileri konumundadır. İşletme sahipleri yöneticilere onların çıkarlarını koruyacak bir yetki verirler. Birinci durumdaki temsilcilik maliyetleri yöneticilerin performansı ve asimetrik bilgi olmak üzere iki nedenden ortaya çıkmaktadır.

İkinci problem, borç verenlerin işletmenin şimdiki ve gelecekteki sermaye harcamaları ve sermaye yapısı ile ilgili beklentilerinin olmasından kaynaklanmaktadır (Gitman, 1991: 505). Hissedarlarla borç verenler arasında, riskli projelerde ve bu projelerin yüksek getiri beklentilerinde temsilcilik maliyetlerinde ortaya çıkmaktadır (Swanson vd., 2003: 95). Ancak genelde temsilcilik maliyetleri esas olarak işletmenin hissedarları ile yöneticileri arasında oluşacak çıkar çatışmalarından kaynaklanan maliyetleri ifade etmektedir (Aydın vd., 2007: 263).

Temsilcilik maliyetleri teorisi, Jensen ve Meckling (1976) tarafından ortaya konulmuştur. Onlara göre maliyetler, hissedarlar tarafından taşınmakta, borç verenler ise yüksek faiz beklentisi yanında, kontrol maliyetlerini de öngörmektedir. Bu durum hissedarların, yüksek kontrol maliyetlerine, yüksek faiz oranlarına ve düşük işletme değerine sahip olmalarına neden olmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976: 340).

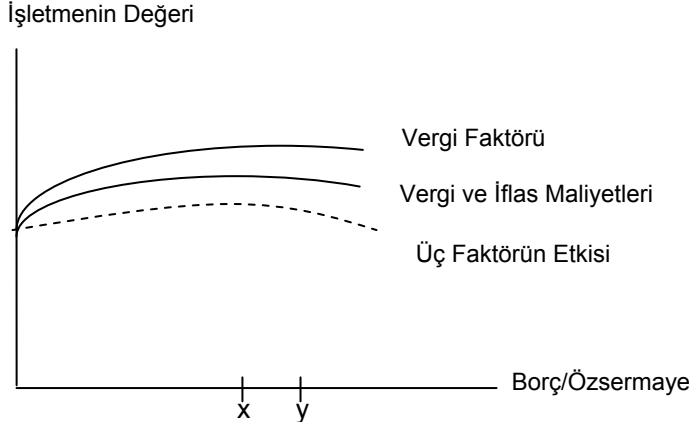
Faiz oranı, işletme riskine göre belirlenmektedir. Dolayısıyla borç alan –borç veren arasındaki ilişki, borç verenin işletmeden beklentilerine göre oluşmaktadır. Bu durum işletmeleri borçlanma maliyetlerini arttırmadan, riski arttırmaya teşvik etmektedir. Belirli bir faiz oranından borçlanılması durumundan sonra işletmeler, riskli projelere yatırım yaparak ya da daha fazla borçlanarak risklerini arttırabilir. Böyle bir durumun ortaya çıkması, borç verenlerin beklentilerini olumsuz etkilemektedir. Daha farklı bir açıdan bakıldığında, bu riskli yatırım stratejilerine gidilmesi, ödeme yükümlülükleri değişmeyeceğinden hissedarlar için faydalı olmakta, riskin getirdiği nakit fazlası da işletmenin değerini arttırmaktadır. Riskli yatırımın başarıyla sonuçlanması, işletme sahiplerine avantaj sağlarken, olumsuz sonuçlanması borç verenlere ek bir maliyet getirmektedir (Gitman, 1991: 505-506).

Hissedarlar adına davranan yöneticilerin, borç verenlerin avantajını aldıkları açıktır. Böyle bir durumu ortadan kaldırmak için, borç verenler temsilcilik maliyetlerine maruz kalan borç alanlar üzerinde belirli gözlem ve kontrol teknikleri uygulamaktadır. Bu durumda uygulanan strateji, gelecekteki borçtan kaçınmak ya da işletmenin borç maliyetini arttırmaktır. Borç verenler, kredi sözleşmelerinde net çalışma sermayesi, yönetim harcamaları veya kar ödemeleri gibi konulara karşılık ayrılmasını sağlayarak işletmenin riskini kontrol ederler (Gitman, 1991: 506).

Finansal sıkıntı iflas ya da yeniden örgütlenme maliyetlerine dayanırken, temsilcilik maliyetleri ise işletmenin kredibilitesi şüpheli hale geldiği zaman ortaya çıkmaktadır (Myers, 2001: 89).

Şekil 2.15'te vergi faktörü, iflas maliyetleri ve kontrol maliyetlerinin işletme değeri üzerindeki etkisi gösterilmektedir.

Şekil 2.15: Vergiler, İflas Maliyetleri ve Kontrol Maliyetleri ile İşletme Değeri



Kaynak: Horne, 2002: 277

Temsilcilik maliyetleri ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyle ilgili literatür incelendiğinde, Fama (1980), Jensen (1986), Leland (1998)'in çalışmaları dikkat çekmektedir. Jensen serbest nakit akımları teorisinde, yöneticilerin kendi kararlarına bırakılması durumunda, yeterli getiriye sağlamayan projelere yatırım yapacaklarını belirtmiştir. Jensen'e göre, yönetim serbest nakit akımlarını hak eden hissedarlara bırakılarak, temsilcilik problemi çözülebilmektedir (Jensen, 1986: 323). Myers (1977), temsilcilik maliyetlerinin işletmenin uzun dönem yerine kısa dönem borçlanması durumunda azalacağını belirtmiştir (Myers, 1977: 171). Leland (1998), varlık yapılarının değişmesi durumunda optimal kaldıraçın değişebileceğini, düşük nakit akımlarının düşük temsilcilik maliyetlerini getireceğini belirtmiştir (Leland, 1998: 1237).

2.2.8. Dengeleme Teorisi (Trade Off Theory - TOT)

Pinegar ve Wilbrich (1989) tarafından sermaye yapısı teorileri ile ilgili yapılan farklı bir sınıflandırmaya göre teoriler üç grupta toplanmaktadır. Buna göre (Pinegar ve Wilbrich, 1989: 83):

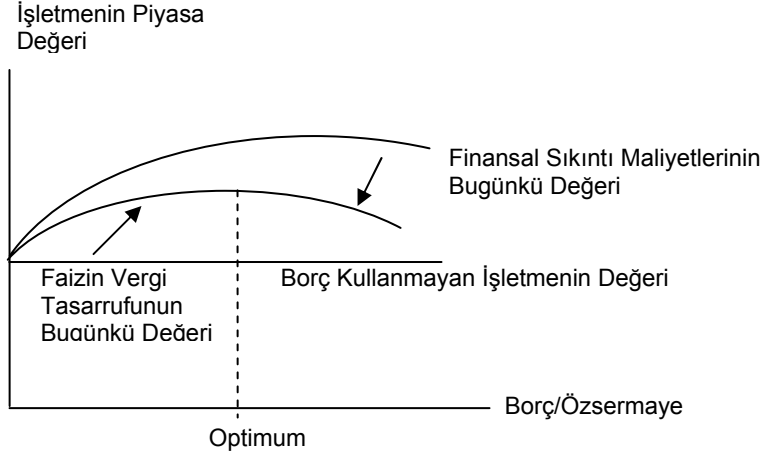
1. Uzun vadeli borçların optimum bileşimi üzerine odaklanan yaklaşımlar,
2. Fonlarda optimum hiyerarşi üzerinde duran yaklaşımlar,
3. Bunların dışında kalan yaklaşımlar.

Myers'e göre bu yaklaşımlardan birincisi statik dengeleme (static trade-off) yaklaşımı, ikincisi ise finansal hiyerarşi (pecking order) yaklaşımıdır. Statik dengeleme yaklaşımında maliyetleri minimize ederek ve işletme değerini maksimum kılan bir borç / özkaynak oranı hedeflenmektedir. Finansal hiyerarşi yaklaşımında ise işletmeler iç kaynakları dış kaynaklara tercih etmekte ve işletmelerin belirli bir borç / özkaynak rasyosu bulunmamaktadır (Myers, 1984, 576).

Dengeleme teorisine göre, işletmeler ilave bir borcun vergi avantajı ile yaratacağı finansal sıkıntı maliyeti arasında dengenin kurulmasını talep etmektedir. Dengeleme teorisi, dengeli bir borçlanmayı öngörmektedir. Dolayısıyla teori, dengeli bir borç oranını doğrulamaktadır (Myers, 2001: 81-88). Dengeleme teorisine göre finansal sıkıntı maliyetlerinin beklenenden yüksek olması durumunda, işletmeler daha az borç kullanmaktadır (Graham, 2000: 1909).

Dengeleme teorisi, sermaye yapısındaki birçok sanayi farklılığını başarıyla açıklamaktadır. Örneğin, yüksek teknolojiye sahip işletmeler, varlıkları riskli ve çoğunluğu maddi olmayan varlıklar olup, normal olarak çok az borç kullanırlar. Kamu hizmet şirketleri ve perakendeciler varlıklarının maddi olması ve nispeten daha güvenli olmaları nedeniyle yoğun bir biçimde borç kullanabilirler. Ancak, dengeleme teorisinin açıklayamadığı durumlar bulunmakta, örneğin en karlı işletmelerden bir kısmının en az borçlanan işletmeler olduğu şeklinde örnekler de yer almaktadır. Dengeleme teorisine göre yüksek karlar, daha yüksek borç karşılama kapasitesi ve tasarruf sağlayacak daha yüksek vergilendirilebilir kar anlamına gelmelidir ve dolayısıyla daha yüksek bir borç oranı vermelidir (Brealey,1977 – çev. Bozkurt vd, 1997: 426). Chen (2001)' e göre dengeleme teorisi, piyasadaki artan ve azalan kaldıraç geçişlerini açıklamada yetersiz kalmıştır (Chen, 2001: 1342).

Şekil 2.16: Dengeleme Teorisine Göre Sermaye Yapısı



Kaynak: Myers, 1984: 577

2.2.9. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order)

Geleneksel dengeleme teorisi, optimal sermaye yapısını belirlerken basitleştirilmiş bir değerlendirme yaparak, işletme finansmanında özkaynak ve borç olmak üzere iki kaynaktan bahsetmektedir. Ancak, deneysel çalışmalar, bu kaynaklar yerine borçlar / özkaynaklar veya borçlar / varlıklar şeklinde bağımlı değişkenlerin olması gerektiğini ortaya çıkarmıştır. Bu noktada finansal hiyerarşi teorisi, finansal kaynakları belirlemede farklı kaynakların da olduğunu ortaya koymakta ve sermaye yapısını belirlemede basit bir oranının yeterli olmayacağını vurgulamaktadır (Watson ve Wilson, 2002: 563).

Finansal hiyerarşi, optimal sermaye yapısını hedefleyen Modigliani-Miller ve finansal sıkıntı yaklaşımı ile tam bir zıtlık göstermektedir. Myers (1984)'e göre iyi tanımlanmış bir yabancı kaynak / özkaynak bileşeni olmadığından işletmelerin içsel ve dışsal olmak üzere iki çeşit kaynakları vardır ve biri finansal hiyerarşinin tepesinde, diğeri ise en altındadır (Myers, 1984: 582).

Finansal hiyerarşi teorisi, en karlı işletmelerin en az borçlanan işletmeler olduğunun nedenini açıklamaya çalışır. Bu işletmeler, dış kaynağa ihtiyaç duymayan işletmelerdir. Yüksek karlılığa sahip olmaları durumunda, bu karı büyüme fırsatlarında kullanacaklar ve daha az dış kaynak kullanacaklardır. Düşük karlılığa sahip olan işletmeler, iç kaynakları yetersiz olduğu için yatırım projelerinin

finansmanında dış kaynak kullanmakta ve dış kaynak finansmanında finansal hiyerarşi teorisine göre borçlanma ilk sırada yer almaktadır (Arnold, 2002: 827). Pinegar ve Wilbrich (1989)' in yaptıkları çalışmalarında da bu tez doğrulanmakta, işletmelerin genellikle finansal hiyerarşiye göre hareket ettikleri belirtilmektedir (Pinegar ve Wilbrich, 1989: 89).

Myers (1984) ve Myers ve Majluf (1984) hipotezleri, finansal hiyerarşi teorisine önderlik etmektedir. Yazarların hipotezlerine göre, yatırımların finansmanında hisse senedi çıkartarak dış kaynak bulmak olumsuz bir göstergedir ve bu nedenle yöneticiler bu durumdan kaçınma eğilimindedirler. Teori, iç kaynakların yetersiz olması durumunda işletmelerin hisse senedinden çok, borç kullanmayı tercih ettiklerini öne sürmektedir. Dolayısıyla borç miktarı, işletmenin dış kaynak ihtiyacını yansıtmaktadır. Myers (1984)'e göre finansal hiyerarşi teorisi, işletmelerin projelerinin finansmanında öncelikle dağıtılmayan karları, ikinci olarak dış kaynakları ve son olarak da diğer kaynakları tercih ettikleri varsayımına dayanmaktadır (Myers, 1984: 581).

Myers'e göre teorinin temel varsayımları aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Myers, 1984: 581):

1. İşletmeler iç finansmanı tercih ederler, çünkü fonlar, hisse senedi değerini düşürebilecek herhangi bir olumsuz işareti yansıtmamaktadır.

2. Kar payı dağıtımı zordur, buna bağlı olarak kar payı kesintileri sermaye harcamaları için kullanılmamakta ve net nakit akımlarındaki değişimler, dış kaynak değişimi olarak görünmektedir.

3. Eğer dış finansman gerekliyse işletme önce borçlanır, hisse senedi ihracına ancak son çare olarak başvurur.

4. Her işletmenin borç rasyosu, işletmenin toplam dış kaynak finansmanını yansıtmaktadır.

Finansal hiyerarşi teorisi, sermaye yapısı ve sermaye maliyetine farklı bir bakış açısı getirmektedir. Bu yaklaşımda hiyerarşi; dağıtılmayan karlar, borçlanma ve yeni hisse senedi çıkararak yeni ortak ortaklar alma şeklindedir. Ancak bu bakış açısı, piyasaki her koşulda geçerli olan bir yaklaşım değildir. Finansal hiyerarşi genel olarak asimetrik bilginin olduğu durumlarda ortaya çıkan bir yaklaşımdır.

2.2.10. Asimetrik Bilgi

Asimetrik bilgi, yönetimle hissedarlar arasında ortaya çıkmaktadır. Bir yatırım projesi finanse edilirken, hissedarlar aşırı değerli menkul kıymet çıkarmak isterler. Myers ve Majluf'un (1984) ifade ettiği gibi, var olan hisselerin aşırı değerli olması durumunda, hisse senedi çıkarılmalı; hisselerin değersiz olması durumunda ise borçlanılmalıdır. Yatırımcılar bu konuya duyarsız kalmamakta, borç kullanma "iyi haber" ve hisse senedi çıkarma "kötü haber" olarak ifade edilmektedir. Myers ve Majluf (1984)'a göre asimetrik bilgi ortamında piyasa özsermayeyi olduğundan az değerlemektedir (Myers ve Majluf, 1984).

Asimetrik bilgide temel nokta, işletme dışındaki kişilerin işletme hakkında sahip ya da yöneticilerden daha az bilgiye sahip olmasıdır. Yöneticiler genel olarak hissedarların çıkarlarını korumak isterler. Dolayısıyla işletmenin karlı yatırım kararlarında, sahip ya da yöneticiler kazançlarını yeni hissedarlarla paylaşmak istemezler (Watson vd., 2002: 561).

Baskin (1989)'e göre asimetrik bilgi, işletmenin dış kaynak kullanımını sınırlandırarak sermaye yapısını etkilemektedir. Bilgi sorunları özellikle hisse senetlerinde önemli olmakta ve özkaynaklara yüksek yatırım yapılması ile sonuçlanmaktadır (Baskin, 1989: 27).

Myers (1984), asimetrik bilginin finansal hiyerarşiyi nasıl açıkladığına değinmiştir. Myers'e göre asimetrik bilgi, işletme yöneticilerinin işletme faaliyetleri ve gelecekte meydana gelecek fırsatlardan yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahip oldukları zaman ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla asimetrik bilgi, esas olarak hissedarların çıkarlarını koruyan yöneticiler ve dış kaynak sağlayan tedarikçiler arasında yaşanmaktadır (Myers, 1984: 582-583).

Ross (1977) iflasın yöneticiler açısından oldukça maliyetli olması nedeniyle, yüksek miktarda borç kullanımının önemli bir gösterge olduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla Ross (1977)' a göre işletme yöneticileri işletme ile ilgili daha fazla bilgiye sahip olmakta ve bu durumda işletmelerin sermaye yapıları dış yatırımcılar için bir "işaret" olarak tanımlanmaktadır. Bu noktada işletmelerin borçlanma oranları

yatırımcılar açısından bir işaret olarak alınmakta, daha yüksek kaldıraç daha yüksek karlılık anlamına gelmektedir (Ross, 1977: 35).

Bahsedilen teorilerin temel varsayımları Tablo 2.3'te özetlenmektedir.

Tablo 2.3: Diğer Sermaye Yapısı Değişkenlerinin Özeti

Konu	Faktör	Tanım
İşletme Riski	Gelir Sürekliliği	Sabit ve tahmin edilebilir geliri olan işletmeler, satış gelirleri süreklilik göstermeyen işletmelere göre, kaldıraç oranı yüksek sermaye yapısına sahiptirler. Satışları artış gösteren işletmeler, kaldıraçın olumlu etkisinden yararlanarak borç kullanımından daha fazla yararlanırlar.
	Nakit Akımları	Yeni sermaye yapısını oluşturacak olan işletme için temel konu, yükümlülüklerini karşılayacak gerekli nakit akımlarını yaratmaktır. Borcu karşılama yeteneğini yansıtan nakit tahminlerinin sermaye yapısı değişimlerini desteklemelidir.
Temsilcilik Maliyeti	Sözleşmeye Ait Yükümlülükler	İşletme kredi sözleşmesi gereği sonradan ortaya çıkacak olan fonların çeşidi ve biçimi hakkında kısıtlanmış olabilir. Yeni hisse senedi çıkarılması ve kar payı dağıtımına ilişkin kısıtlayıcı hükümler de bulunabilir.
	Yönetim Tercihleri	Bazen, işletme borç kullanımını, işletme risk seviyesini yönetimin kabul edeceği sınırlar dahilinde içsel olarak da sınırlandırır. Daha farklı bir ifadeyle, riskten kaçınmak için, işletme yönetimi işletmenin sermaye yapısını gerçek optimum noktası olabilecek veya olmayacak belirli bir seviyede kalmasını sağlar.
	Kontrol	Yönetim, kontrolünde endişe duyarak hisse senedi çıkarmak yerine tahvil çıkartmayı tercih edebilir. Piyasa koşulları uygunsa, hisse senedi çıkartan bir işletme, oysa yoksun hisse senedi çıkartarak her hissedarın nispi mülkiyet almasını sağlar. Genellikle, devralma tehlikesi yaşayan işletmelerde sermaye yapısı kararlarında kontrol önemli bir faktördür.
Asimetrik Bilgi	Dışsal Risk Değerlendirmesi	Bir işletmenin kısa sürede ve uygun oranlarda fon tedarik edebilme yeteneği, borç verenlerin dışsal risk değerlendirmelerine bağlıdır. Bu nedenle finans yöneticinin sermaye yapısının olası etkilerini sadece hisse değeri üzerinde değil, aynı zamanda borç verenlerin işletme riskini değerlendirdiği finansal tablolar üzerindeki olası etkilerini de dikkate almalıdır.
	Zamanlama	Faiz oranları düşük olduğu zamanlarda, borç kullanmak daha cazip gelebilir; faiz oranları yüksek olduğu zaman hisse senedi çıkarmak daha çekicidir. Bazen yabancı kaynak ve özsermaye de tedarik edilemez ve kullanılamaz. Genel olarak ekonomik değişkenler sermaye yapısı kararlarını son derece etkilemektedir.

Kaynak: Gitman, 1991: 516

Tüm sermaye yapısı teorilerinin genel olarak ulaşmaya çalıştıkları sonuç, borçlanma rasyosunun oluşumunda etkili olan maliyetleri (iflas maliyetleri ve temsilcilik maliyetleri gibi) belirlemek ve borcun vergi avantajının optimal sermaye yapısının %100 borçlanmadan daha düşük bir oranda oluştuğunu kanıtlamaktır (Wijst ve Thurik, 1993: 55).

2.3. SERMAYE YAPISI KARARLARINDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER

Sermaye yapısı teorileri, sermaye yapısı kararlarında etkili birçok faktörün olduğunu açıklamışlardır. Bahsedilen teoriler çerçevesinde, aşağıdaki faktörler sermaye yapısını etkilemektedir:

1. Satışların İstikrarı: Satışları istikrarlı olan işletmeler daha fazla borç kullanabilmektedir.

2. Varlık Yapısı: Varlıkları teminat göstermeye uygun olan işletmelerin dış kaynak bulma olanakları daha fazladır. Varlık yapısı, sermaye yapısı araştırmalarında kullanılan önemli değişkenlerden biridir. Titman ve Wessels (1988), çalışmalarında sermaye yapısı değişkenlerini deneysel olarak incelemişlerdir. Araştırmaları sermaye yapısı literatürde başvurulan en önemli kaynaklardan biridir. Titman ve Wessels (1988)'in değişkenleri, varlık yapısı, borç dışı vergi kalkanı, büyüme olanakları, işletmeye özgü özellikler (özgünlük), endüstri yapısı, büyüklük, kardaki değişkenlik ve karlılıktır (Titman ve Wessels, 1988: 2).

Rajan ve Zingales (1995), G7 ülkelerinde işletmeleri hem teorik hem de deneysel açıdan test etmişler ve bu ülkelerde benzer kaldıraç oranları olduğunu ortaya koymuşlardır. Onlara göre işletmeler için ayırt edici olan nokta, finansmanın kaynağında ortaya çıkmaktadır. Buna göre, daha çok bankalardan fon sağlayan işletmelerin, piyasalardan fon sağlayan işletmelere göre daha yüksek kaldıraç oranları vardır. Rajan ve Zingales (1995)'in çalışmalarındaki sermaye yapısı değişkenleri büyüklük, büyüme olanakları, karlılık ve varlık yapısıdır (Rajan ve Zingales, 1995: 1454-1458).

3. Faaliyet Kaldırıcı: Faaliyet kaldırıcı yüksek olan işletmelerin borç kullanma olanakları daha sınırlıdır.

4. Büyüme Olanakları: Daha hızlı büyüyen işletmelerin daha fazla borç kullanırlar varsayımı ile büyüme olanakları faktörü, birçok sermaye yapısı araştırmalarında kullanılmaktadır. Gaud vd. (2005), İsviçre'de 1991 – 2000 yılları arasında 104 işletmenin (946) sermaye yapılarını incelemişlerdir. Sermaye yapısını belirleyen değişkenleri büyüme olanakları, büyüklük, karlılık, teminatlar, risk ve

finansal sıkıntı maliyetleri ve vergiler olarak belirlemişlerdir. Bulgularında maddi varlıkların kaldıraçla pozitif, büyüme olanakları ile karlılığın negatif ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Gaud vd. (2005), işletmelerin finansal hiyerarşi teorisiyle uyum içinde olduklarını belirtmişlerdir (Gaud vd., 2005: 53-67). Yücel ve Kurt (2008), İMKB’de işlem gören yerli ve yabancı işletmelerin sermaye yapılarını etkileyen faktörleri incelemiş ve değişkenlerini varlık yapısı, karlılık, büyüme, likidite, büyüklük, vergi oranı, kar payı olarak belirtmiştir. Çalışmalarında klasik Modigliani-Miller teorisi ile finansal hiyerarşi teorisine göre sermaye yapısını etkileyen faktörler incelenmiş, yerli ve yabancı işletmelerin sermaye yapıları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığı belirtilmiştir (Yücel ve Kurt, 2008: 2-4).

5. Karlılık: Yatırım karlılığı yüksek olan işletmelerin daha az borç kullanımları ve dağıtılmayan karları yüksek miktarda olmaktadır. Fan ve So (2000)’nin 561 Çin işletmesinde yaptıkları çalışmalarında işletmelerin finansal hiyerarşiye uygun hareket ettikleri ve sermaye yapısı değişkenleri olarak işletme büyüklüğü, büyüme olanakları, AR-GE harcamaları ve karlılık olarak belirlemişlerdir. Araştırmalarında asimetrik bilginin önemli bir değişken olduğu, ancak sermaye yapısının işletmeye yatırım yapmak için bir işaret olarak kullanılmadığını ortaya koymuşlardır (Fan ve So, 2000: 349-360). Aynı şekilde Chen (2004), 1995-2000 yılları arasında 88 Çin işletmelerinin sermaye yapısı değişkenlerini belirlemek adına yaptığı çalışmada sermaye yapısı değişkenleri olarak karlılık, büyüklük, büyüme olanakları, varlık yapısı, finansal sıkıntı maliyeti ve borç dışı vergi kalkanı olarak belirlemiştir. Chen’in bulgularına göre Çin işletmeleri “yeni bir finansal hiyerarşi” yapısı ortaya koymaktadır. Bunun nedeni, işletme yöneticilerinin öncelikle kar, ardından özkaynak ve son olarak yabancı kaynakla finansmanı tercih etmeleridir (Chen, 2004: 1348).

Topal (2006), 1997-2003 yılları arasında İMKB’de kayıtlı işletmelerin sermaye yapılarını yıl, ölçek ve sektöre göre incelemiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre, işletmelerin sermaye yapılarında öz kaynakların en büyük paya sahip olduğu, toplam kaynaklar içerisinde uzun vadeli banka borcu, kısa vadeli ticari borç ve öz kaynak oranlarında farklılık olduğu, işletmelerin finansal kaldıraç etkisinden yararlanamadıkları ve finansal kaldıraç oranları yükseldikçe aktif karlılık oranı ve brüt kar marjının çok değişmediği ancak öz kaynak karlılığının düştüğü belirtilmiştir (Topal, 2006: 69-70).

Ata ve Uğurlu (2007), sermaye yapısının karlılık düzeyleri arasında etkileşimi incelemiş ve sektörler arasında bir araştırma gerçekleştirmişlerdir. Çalışmalarında büyüme oranını kontrol değişkeni olarak ele almışlar ve faiz ve vergiden önceki kar/özsermaye, kısa vadeli yabancı kaynaklar / toplam pasif, uzun vadeli yabancı kaynaklar/toplam pasif ve toplam yabancı kaynaklar / toplam pasif değişkenlerini kullanmıştır (Ata ve Uğurlu, 2007: 133-134).

6. Vergi: Borç kullanmanın vergi avantajı ne kadar yüksek ise, borç kullanma isteği de artmaktadır. Güloğlu ve Bekçioğlu (2001), İMKB'deki gelişmelerin İMKB'de faaliyette bulunan imalat sanayi işletmelerinin sermaye yapıları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışmalarında işletmelerin finansmanını etkileyen faktörleri borcun vergi avantajı, işletme riski ve piyasa bölünmüşlüğü, portföy çeşitlendirilmesiyle ilgili sorunlar, yatırımcılar ile işletmenin yönetim kademesi arasındaki çıkar çatışmaları ve asimetric bilgi gibi piyasa aksaklıkları olarak sıralamışlardır (Güloğlu ve Bekçioğlu, 2001: 4-6). Şişman (2006) tarafından hazırlanan yüksek lisans tezinde 1992-2003 yılları arasında İMKB 100'deki işletmelerde varlık yapısı, karlılık, vergi faktörlerini incelenmiştir. Şişman (2006) regresyon analizi uygulayarak her işletme için farklı değişkenlerin geçerli olduğunu belirtmiştir (Şişman, 2006: 87).

7. Kontrol: Hisse senedi ihracı ile yönetim kontrolünü kaybetme sınırına gelen işletmeler borç kullanmayı tercih etmektedir.

8. Yönetimin ve Borç Verenlerin Tavrı: Farklı sermaye yapılarının avantajları konusunda açık bir bilgi yoksa, sermaye yapısının seçiminde yönetimin tavrı önemli olmaktadır. Borç konusunda tutucu olan yönetimler borç kullanmaktan kaçınmaktadır. Bir işletme borç vereceklerin tavrına göre borç arayışına girer. İşletmeler dış kaynak tedarik edemiyorsa, özsermaye ile finansmanı tercih eder.

9. Piyasa Koşulları : Bir işletmenin hedeflediği sermaye yapısı bileşimine ulaşması finansal piyasaların koşullarına bağlıdır. Borç bulma ya da menkul kıymet ihracına olanak sağlamayan piyasa koşullarında sermaye yapısı çok dar bir çerçevede belirlenir. Booth vd. (2001) on gelişen ülkede (Hindistan, Pakistan, Tayland, Malezya, Türkiye, Zimbabve, Meksika, Brezilya, Ürdün ve Kore) faaliyette bulunan büyük işletmelerin sermaye yapısı değişkenlerini araştırmışlardır. Sermaye yapısı kararlarında varlık yapısı, büyüklük, karlılık değişkenleri yanında ülkeye özgü

Gayri Safi Milli Hasıla, enflasyon oranı, sermaye piyasalarının gelişmişliği gibi marko değişkenlerin de etkili olduğunu belirtmişlerdir (Booth vd., 2001: 88-118).

10. Borç Dışı Vergi Kalkanı: Vergi matrahından düşülen amortismanlar ve karlılıklar gibi değerler, literatürde borç dışı vergi kalkanı olarak kabul edilmektedir. Durukan (1997), çalışmasında borç dışı vergi kalkanının Türk işletmelerinin sermaye yapısını etkileyen önemli bir etmen olduğunu tespit etmiştir. Çalışmasında Türkiye’de işletmelere sağlanan teşviklerin, vergi oranına göre, işletmelerin sermaye yapısı ile ilgili kararlarında daha etkili bir rol oynadığı vurgulanmıştır (Durukan, 1997: 107).

11. İşletme Riski: Margaritis ve Psillaki (2007), sermaye yapısı ile etkinliği ölçtükleri çalışmalarında 12.440 (KOBİ ağırlıklı) işletmenin temsilcilik maliyetlerine göre değişkenlerini tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmalarında kullandıkları değişkenleri büyüklük, varlık yapısı, karlılık, işletme riski ve endüstriyel özellikler olarak belirlemişlerdir. Margaritis ve Psillaki’in bulgularına göre Jensen ve Meckling (1976)’in çalışmalarını destekleyici kanıtlar bulunmuştur (Margaritis ve Psillaki, 2007: 1455-1466).

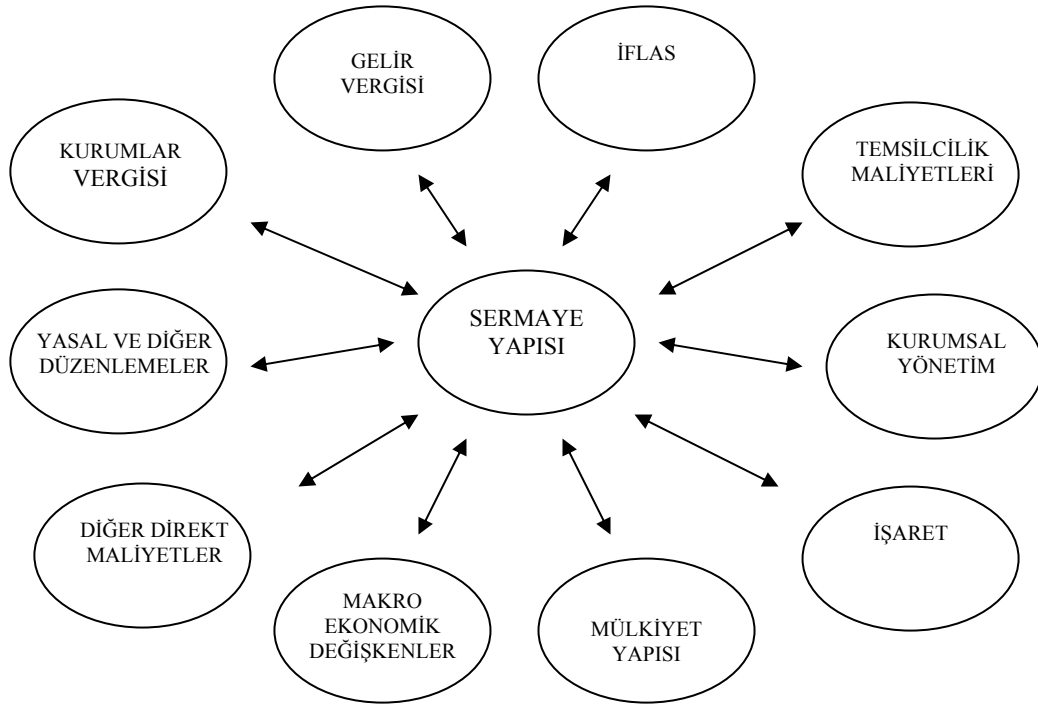
12. Likidite: Özkan (2001), 1984-1996 yılları arasında İngiltere’de faaliyette bulunan 390 işletmeyi (4.132 gözlem) incelemiştir. Çalışmasında sermaye yapısı değişkenleri olarak büyüklük, büyüme olanakları, borç dışı vergi kalkanı, karlılık, likidite değişkenlerini ele almıştır. Bulgularına göre, karlılık, likidite ve büyüme olanakları ile kaldıraç oranları arasında negatif etki tespit etmiştir. Ayrıca çalışmasının literatürle paralellik gösteren, borç dışı vergi kalkanı ile borçlanma rasyosu arasında ters yönlü ilişki tespit edilmiştir. İşletme büyüklüğü değişkeni ise borçlanma rasyosu ile sınırlı pozitif ilişki göstermektedir (Özkan, 2001: 179-193).

13. İşletmenin İtibarı: Padron vd. (2005), 1990-1999 yılları arasında İspanya’da faaliyette bulunan işletmelerin sermaye yapılarını belirleyen faktörler üzerinde araştırma yapmışlar ve bu faktörleri işletmenin büyüklüğü, kazanılmış kaynaklar, sermaye maliyeti, büyüme olanakları ve işletmenin itibarı olarak belirlemişlerdir. Padron vd. (2005)’nin bulgularına göre bu değişkenlerin tamamıyla sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir (Padron, 2005: 64-67).

14. Sermaye Maliyeti: Demirhan (2007), İMKB’de faaliyette bulunan hizmet işletmelerinde sermaye yapısını etkileyen işletmeye özgü faktörleri incelemiş ve bu faktörleri, karlılık, işletme büyüklüğü, işletme riski, vergi, borç dışı vergi kalkanı, büyüme olanakları ve işletmenin likiditesi, borçlanmanın maliyeti şeklinde belirtmiştir. Demirhan’ın kullandığı modelde bu bağımsız değişkenler en fazla Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler, Toplam Borçlar/Özkaynaklar ve Kısa Vadeli Borçlar/Özkaynaklar oranlarını etkilemektedir. Bunun nedeni olarak, Türkiye’deki işletmelerin daha çok kısa vadeli kredilerden yararlanması belirtilmiştir (Demirhan, 2007: 155-157).

Yukarıdaki bu özelliklerden yola çıkarak Swanson (2003) sermaye yapısı paradigmasını 10 değişkenle açıklamaktadır:

Şekil 2.17: Sermaye Yapısı Paradigması



Kaynak: Swanson vd, 2003: 10

Aşağıdaki tablo literatürde yer alan ve üçüncü bölümde yapılacak analizde kullanılacak değişkenleri göstermektedir. Söz konusu araştırmalarda değişkenlerin hangi oranlar veya hesaplamalar yardımıyla bulunduğu ve bu değişkenlerin kaldıraç oranları ile ilişkisi yer almaktadır.

Tablo 2.3: Literatürde Yer Alan Sermaye Yapısı Araştırmaları

BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER	ORANLAR	ÇALIŞMALAR
İşletmenin Varlık Yapısı	Maddi Duran Varlıklar/ Toplam Varlıklar	Titman v.d.,1988 Rajan v.d.,1995 Sogorb, 2002 Chen, 2004
	Stoklar + Demirbaşlar/ Toplam Varlıklar	Titman v.d.,1988
Karlılık	FVÖK /Toplam Varlıklar	Rajan v.d.,1995 Sogorb, 2002 Chen, 2004 Korkmaz v.d., 2007
	VÖK / Toplam Varlıklar	Korkmaz v.d., 2007
	FVÖK +Amortismanlar/ Toplam Varlıklar	Titman v.d.,1988 Ozkan,2001 Gaud v.d., 2005
	Faaliyet Karı /Satışlar	Titman v.d.,1988
	Net Kar / Net Satışlar	Durukan, 2001 Korkmaz vd, 2007
	Net Kar / Toplam Varlıklar	Titman v.d.,1988 Korkmaz v.d., 2007
	Net Kar / Özsermaye	Korkmaz v.d., 2007
İşletme Büyüklüğü	Satışların Doğal Logaritması	Titman v.d.,1988 Rajan v.d.,1995 Durukan, 2001 Ozkan, 2001 Padron v.d., 2005 Gaud v.d., 2005
	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması	Sogorb, 2002 Chen, 2004
	Ortalama Toplam Varlıklar	Durukan, 2001 Korkmaz v.d., 2007
Risk (Değişkenlik)	FVÖK'daki Yüzdesele Değişmelerin Standart Sapması	Korkmaz v.d., 2007 Gaud v.d., 2005
	Faaliyet karındaki yüzdesele değişimin standart sapması	Titman v.d.,1988
	Satışların standart sapması/ortalama satışlar	Titman v.d.,1988 Korkmaz v.d., 2007
	Faaliyet Kaldırıcı (FVÖK değişim/Satışlardaki Değişim)	Durukan, 2001
	Ödenen Vergi/VÖK	Korkmaz v.d., 2007
	Ödenen Vergi /Net Kar	Korkmaz v.d., 2007
	Ödenen Vergiler/ Vergiden Önceki Kar+Amortismanlar	Sogorb, 2002
Borç Dışı Vergi Kalkanı	Amortismanlar/ Toplam Varlıklar	Titman v.d.,1988 Durukan, 2001 Ozkan, 2001 Sogorb, 2002 Chen, 2004 Korkmaz v.d., 2007
	Toplam Yatırım İndirimi/ Toplam Varlıklar	Titman v.d.,1988
Borçlanma Maliyeti	Finansman Giderleri/Toplam Borç	Padron v.d., 2005

Büyüme Olanakları	Satışlardaki Büyüme	Korkmaz v.d., 2007
	Aktiflerdeki Yüzde Değişim	Titman v.d.,1988 Durukan, 2001 Korkmaz v.d., 2007
	Satışlardaki Değişme/Toplam Varlıklardaki Değişme	Chen, 2004
	Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri / Toplam Yabancı Kaynak	Padron v.d., 2005
	Maddi Olmayan Duran Varlıklar/ Toplam Varlıklar	Sogorb, 2002
	Varlıkların Piyasa Değeri / Varlıklarının Defter Değeri	Myers, 1977 Ozkan, 2001 Rajan v.d., 1995 Gaud v.d., 2005
İşletmenin Likiditesi	Cari Aktif/Cari Pasif	Ozkan, 2001
İşletmeye Özgü Özellikler (Özgünlük)	AR-GE Giderleri/Satışlar	Titman v.d.,1988
	Satış Giderleri/Satışlar	Titman v.d.,1988
Finansal sıkıntı Maliyeti	Gelirdeki değişkenlik-faaliyet gelirindeki ilk yüzdesel değişimin mutlak değeri	Chen, 2004
İtibar	Faaliyet yılının logaritması	Padron v.d., 2005

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB)' NA KAYITLI KOBİ'LERİN SERMAYE YAPILARININ OLUŞUMUNDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

Bu çalışmanın birinci ve ikinci bölümlerinde işletmelerin sermaye yapısıyla ilgili teoriler ile bu teorilerin ortaya koyduğu değişkenler arasındaki ilişkiler açıklanmıştır. Bu kuramsal açıklamalara dayanarak çalışmanın bu bölümünde; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na (İMKB) kayıtlı olan KOBİ'lerin sermaye yapısı ile, bu yapının gerçek hayatta hangi teorik yapıyla açıklanabileceği deneysel olarak ortaya konmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda araştırmanın bulguları ile literatürde yer alan bulgular karşılaştırılmış ve ele alınan işletmelerin sermaye yapısını temsil eden değişkenler ile bu değişkenler üzerinde belirleyici olan değişkenler arasındaki ilişkiler analiz edilmiştir.

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu araştırmanın amacı, 1996 – 2007 yıllarında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)' na kayıtlı KOBİ'lerin, sermaye yapılarını ve sermaye yapılarında etkili olan faktörleri ortaya koymaktır. Bu amaçla ele alınan işletmelerin söz konusu döneme ait mali tablolarından oluşturulan veriler İMKB' den elde edilerek tarafımızdan analiz için hazırlanmıştır.

3.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Bu çalışmada, üzerinde analizlerin yapılacağı verilerin ait olduğu işletmeler 1996 – 2007 yılları arasında İMKB' de işlem gören KOBİ'lerdir. Mali tablolara, İMKB' nin web sayfası (<http://imkb.gov.tr>) ve kamuya açıklanan İMKB veri seti CD'leri aracılığıyla ulaşılmıştır. Elde edilen verilerden analiz için ilgili hesaplamalar yapılmış ve veri kümesi oluşturulmuştur.

Verilerine ulaşılabilen işletmelerden KOBİ olanlar, Avrupa Birliği (AB) KOBİ tanımında yer alan ölçütlere göre belirlenmiştir. Sınıflama işlemi gerçekleştirirken işletmelerin satış tutarları TC Merkez Bankası' nın yıllık döviz kurları dikkate alınarak

Euro cinsine çevrilmiştir. AB' nin tanımına göre küçük ve orta büyüklükteki işletmeler, çalışan sayısı 250'den az, yıllık satış cirosu 50 milyon €'dan veya bilanço büyüklüğü 43 milyon €'dan düşük olan işletmeler olarak tanımlanmaktadır. Bu kapsamda ilgili döneme ait KOBİ sayısı Tablo 3.1'de gösterilmektedir.

Tablo 3.1: AB Kriterlerine Göre İMKB'de İşlem Gören KOBİ'ler

SIRA	YIL	KOBİ SAYISI
1.	1996	122
2.	1997	102
3.	1998	107
4.	1999	113
5.	2000	108
6.	2001	84
7.	2002	114
8.	2003	92
9.	2004	86
10.	2005	81
11.	2006	84
12.	2007	97

Sektörlere ait sermaye yapısı değişkenlerini belirlemek için KOBİ'ler 7 sektöre (gıda-içecek, kimya-petrol-plastik, metal, orman-kağıt-basım, taş – toprak ürünleri, tekstil-deri ve hizmet-diğer) ayrılmıştır. Bu kapsamda, KOBİ sayısı sınırlı olan sektörler, aynı başlık altına birleştirilmiştir. Tablo 3.2, KOBİ sayılarının sektörel dağılımlarını göstermektedir. Araştırmada kullanılan KOBİ sayısı 24 olup, söz konusu bu işletmeler, 1996-2007 yılları arasında İMKB'de işlem görmeye devam etmiş ve KOBİ olma özelliğini korumuşlardır.

Tablo 3.2: KOBİ'lerin Sektörlere Göre Dağılımı

Yıllar /Sektörler	Gıda - İçecek	Hizmet- Diğer	Kimya- Petrol- Plastik	Metal	Orman- Kağıt- Basım	Taş-Toprak Ürünleri	Tekstil-Deri
1996	18	14	8	23	13	20	26
1997	13	9	7	22	12	18	21
1998	16	14	8	18	12	16	23
1999	16	17	10	21	11	15	23
2000	11	25	7	18	12	14	21
2001	9	13	7	16	10	10	19
2002	13	23	9	15	14	14	26
2003	11	20	9	12	10	10	20
2004	10	21	8	10	9	10	18
2005	10	21	8	9	8	9	16
2006	10	22	7	10	9	10	16
2007	12	24	8	12	10	11	20

Tablo 3.3: KOBİ'lerin Sektörlere Göre Dağılımı (Tekrarlayan) (1996-2007)

	Sektör	KOBİ Sayısı
1	Gıda-İçecek	4
2	Hizmet- Diğer	2
3	Kimya, Petrol, Plastik	2
4	Metal	5
5	Orman-Kâğıt-Basım	3
6	Taş, Toprak Ürünleri	2
7	Tekstil, Deri	6
	TOPLAM	24

Analize dahil edilen 24 KOBİ'nin sektörel dağılımı ise Tablo 3.3.'te gösterilmektedir. Bu KOBİ'lerden 6 tanesi tekstil-deri, 5 tanesi metal, 4 tanesi gıda-içecek, 3 tanesi orman-kağıt-basım, 2 tanesi kimya-petrol-plastik, 2 tanesi taş-toprak ürünleri ve 2 tanesi hizmet ve diğer sektörlerde faaliyette bulunmaktadır.

3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Sermaye yapısı, bir işletmenin kullandığı uzun vadeli fonlarının karması olarak ifade edilmektedir. Finans literatüründe sermaye yapısını tanımlayan değişkenler, kaldıraç oranlarıdır. Bu amaçla, araştırmada kullanılan kaldıraç oranları aşağıda sıralanmıştır:

1. Toplam Borçlar (Kısa Vadeli + Uzun Vadeli Borçlar) / Toplam Aktif (TB/TA)

İşletme varlıklarının ne kadarının borçlardan sağlandığını göstermektedir. Toplam Borç / Toplam Aktif oranı, finansal yapı içinde borç oranı göstermektedir.

2. Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Aktif (KVB/TA)

Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Aktif oranı, finansal yapıda kısa vadeli borçların oranını göstermektedir. Bu oran, kaldıraç oranı, işletme varlıklarının kısa vadeli fonlarla karşılanma düzeyini göstermektedir.

3. Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktif (UVB/TA)

Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktif oranı, finansal yapıda uzun vadeli borçların payını göstermektedir. Daha farklı bir ifadeyle işletme varlıklarının uzun vadeli fonlarla karşılanma düzeyini göstermektedir.

4. Toplam Borçlar (Kısa Vadeli + Uzun Vadeli Borçlar) / Özsermaye (TB/Ö)

Toplam Borçlar / Özsermaye oranı, toplam borçlar ile özsermaye arasındaki ilişkiyi göstermektedir. İşletmenin farklı fon kaynaklarından yararlanma derecesini ve özsermayenin borçları karşılama derecesini göstermektedir.

5. Kısa Vadeli Borçlar / Özsermaye (KVB/Ö)

Kısa vadeli borçlarla özsermaye arasındaki ilişkiyi gösteren KVB/Ö oranı, özsermayenin kısa vadeli borçlarını karşılama derecesini göstermektedir.

6. Uzun Vadeli Borçlar / Özsermaye (UVB/Ö)

UVB/Ö oranı, işletmelerin uzun vadeli borçlanma politikaları hakkında bilgi vermektedir. Daha farklı bir ifadeyle uzun vadeli borçlarla özsermaye arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

İkinci bölümde ifade edildiği gibi kuramsal ve deneysel çalışmalarda sermaye yapısını etkileyen birçok bağımsız değişken bulunmaktadır. KOBİ'lerin sermaye yapısı değişkenleri ile ilgili yapılan çalışmalardan yola çıkarak, bu çalışmanın sermaye yapısını etkileyen bağımsız değişkenler 10 başlık altında incelenmektedir:

1. İşletmenin Varlık Yapısı (MDV/TA)

Literatürde, işletme varlıklarında maddi duran varlıklarının payının işletmelerin sermaye yapılarını belirlemede etkili olduğu kabul edilmektedir. Temsilcilik maliyetleri yaklaşımına göre yüksek kaldıraç düzeyine sahip işletmeler, optimal düzeyin altında yatırım yapma eğilimindedirler. Ayrıca, işletmelerin tasfiye

değeri maddi duran varlıkların payı ile yükselmekte ve maddi duran varlıkların payının işletme varlıkları içinde yüksek olması, iflas halinde işletmelerin yanlış fiyatlandırılmasını önlemektedir. Maddi teminat veremeyen işletmeler, yüksek faiz oranı ile borçlanmakta veya hisse senedi ihraç etmektedirler (Michaelas vd., 1999:115). Bu durumda maddi duran varlıklar ile borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki öngörülmektedir (Heshmati, 2001: 216; Sogorb, 2002: 17; Demirhan, 2007: 155). Bu ilişki Marsh (1982)'in ve Padron vd. (2005)'in çalışmalarında da desteklenmektedir. Yöneticilik ve işletme sahipliğinin aynı kişide toplanmış olması özellikle küçük ölçekli işletmelerde yüksek temsilcilik maliyetlerini ortaya çıkartmaktadır. Bu sorunun çözümünde ve dış kaynak tedarik etmede maddi varlıkları teminat gösterme, bu değişkeni küçük ölçekli işletmeler için daha da önemli hale getirmektedir.

İkinci bölümde Tablo 2.3'te de ifade edildiği gibi, işletmenin varlık yapısı literatürde Maddi Duran Varlık / Toplam Aktif olarak hesaplanmaktadır. Bu araştırmada da Maddi Duran Varlık / Toplam Aktif oranı ile hesaplanmaktadır.

2. İşletme Büyüklüğü (Ort.Aktif – Log Stş)

Marsh (1982), Michaelas vd. (1999), Booth vd. (2001), Chen (2004) ve Pardon (2005)'un çalışmalarında belirtildiği gibi işletme büyüklüğü ile sermaye yapısı arasında pozitif bir ilişki vurgulanmaktadır. Genel olarak bu ilişki, işletmeler büyüdükçe sermaye piyasalarından fon sağlama olanaklarının artması, daha düşük faizle borçlanabilmeleri ve gelirlerinin daha istikrarlı olması ile açıklanmaktadır. Ayrıca, Pedron (2005)'teki çalışmasında büyük işletmelerde daha düşük bir asimetric bilgiye sahip olduklarını belirtmektedir (Padron, 2005: 61). Literatürde işletme büyüklüğünü gösteren çeşitli değişkenler bulunmaktadır. Araştırmada işletme büyüklüğü, ortalama aktifler ve satışların doğal logaritması şeklinde iki değişken belirlenmiştir.

3. Karlılık (NK/NS – NK/NA – NK/Ö – FVÖK/TA)

Finans literatüründe işletme karlılığı ile kaldıraç oranları arasında genellikle negatif bir ilişki gözlenmektedir. İşletmeler sermaye artırımında, öncelikle iç kaynakları, daha sonra borçlanmayı ve son olarak yeni hisse senedi ihraç etmeyi

tercih ederler (Durukan, 1997: 80; Michaelas vd., 1999: 116). Araştırmada, karlılık değişkeni olarak aşağıdaki oranlar ele alınmıştır:

- Satışların karlılığını ifade eden karlılık değişkeni; (Net Kar/Net Satışlar),
- Varlıkların karlılığını ifade eden karlılık değişkeni; (Net Kar/Toplam Aktif),
- Özsermayenin karlılığını ifade eden karlılık değişkeni; (Net Kar/Özsermaye),
- Faiz ve Vergiden Önceki Kar/Toplam Aktif.

4. İşletme Riski (SSS/OS)

Bildiği gibi işletme riski, işletme varlıkları üzerinden gelecekte sağlanacak gelirlerin tahminindeki var olan belirsizlik nedeniyle ortaya çıkmaktadır. İşletme riski ile kaldıraç düzeyi arasında genellikle negatif bir ilişki beklenmektedir. Titman ve Wessels (1988)'in çalışmaları bu varsayımı desteklemekte; işletme riski azaldıkça, sermaye yapısında borç oranının artacağı beklenmektedir (Titman ve Wessels, 1988:6). Ancak, Michaelas vd. (1999) ve Kormaz vd. (2007)'nin çalışmalarında özellikle KOBİ niteliğindeki işletmelerde bu ilişkinin pozitif yönlü olacağını belirtmişlerdir (Michaelas vd., 1999: 116; Korkmaz vd., 2007: 85).

Literatürde işletme riskini gösteren birçok değişken kullanılmaktadır. Araştırmada işletme riski değişkeni "Satışların Standart Sapması / Ortalama Satışlar" oranı ele alınmıştır.

5. Vergi (ÖV / VÖK)

Borçlanan işletmelerde faizin kurumlar vergisinden düşülmesi, vergi kalkanı olarak ifade edilmektedir. İşletmeler vergi kalkanından faydalanabilmek için, daha fazla borçlanırlar. Dolayısıyla, işletmelerin kaldıraç oranları ile vergi kalkanı arasında pozitif bir ilişki söz konusudur (Pozdena, 1987: 41). Ancak Pettit ve Singer (1985)'e göre, bu yaklaşım küçük ve orta büyüklükteki işletmeler için geçerli değildir. Bunun nedeni küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin daha düşük karlılığa sahip olduklarını ve bu nedenle borcun vergi kalkanından yararlanamalarıdır (Pettit ve Singer, 1985: 55).

Araştırmada kullanılan vergi kalkanı değişkeni, “Ödenen Vergi/Vergi Öncesi Kar” oranıdır.

6. Borç Dışı Vergi Kalkanı (AMRT / TA)

Borç dışı vergi kalkanı, borçla finansmanın sağladığı vergi avantajının ikamasi olarak kullanılan araçlardır. Bu araçlardan amortismanlar, borç dışı vergi kalkanı olarak nitelendirilirler. Amortismanların gider olarak kabul edilmesi ve vergi avantajı sağlaması, işletmeler açısından tercih edilmesine neden olmaktadır. Literatürde borç dışı vergi kalkanı ile sermaye yapısı arasında genellikle negatif ilişki saptanmıştır (DeAngelo ve Masulis, 1980: 25; Pozdena, 1987: 49; Durukan, 1997: 81).

Araştırmada borç dışı vergi kalkanı olarak Amortismanlar / Toplam Aktif oranı kullanılmaktadır.

7. Borçlanma Maliyeti (FG / TB)

Padron vd.(2005) çalışmalarında borçlanma maliyeti ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiden bahsederek, borçlanma maliyeti düşük olan işletmelerde kaldıraç oranının daha yüksek olduğunu belirtmişlerdir. Bu nedenle borçlanma maliyeti ile finansman giderleri arasında negatif bir ilişkiden bahsedilmektedir (Padron vd., 2005: 62)

Araştırmada kullanılan borçlanma maliyeti değişkeni, “Finansman Giderleri/Toplam Borçlar” şeklinde hesaplanmıştır.

8. Büyüme Olanakları (SB – AB)

Büyüme olanakları ile sermaye yapısı arasında literatürde çelişkili sonuçlar bulunmaktadır. Yapılan çalışmalarda sermaye yapısı ile büyüme olanakları arasında hem negatif hem de pozitif yönlü ilişkiler tespit edilmiştir (Hall vd. 2004: 715). Korkmaz vd. (2007)’ne göre işletmeler büyüdükçe, finansal ihtiyaçlarını kendi iç kaynaklarından karşılayamamakta ve bu nedenle borçlanmayı tercih etmektedir. Bu nedenle kaldıraç oranları ile sermaye yapısı arasında negatif bir ilişki söz konusudur

(Gaud vd. 2005: 53; Korkmaz vd., 2007: 87). Ancak Michaelas vd. (1999) ile Sogorb (2002)' un çalışmalarında kaldıraç oranları ile büyüme olanakları arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Araştırmada büyüme olanakları olarak "Satışlardaki Yüzde Büyüme" ve "Aktiflerdeki Yüzde Büyüme" kullanılmaktadır.

9. İşletmenin Likiditesi (DV / KVK)

Finansal hiyerarşi yaklaşımına göre, likiditesi yüksek olan işletmeler daha az borçlanmaktadır. Bu nedenle likidite ile borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki olması beklenmektedir (Ozkan, 2001: 190; Demirhan, 2007: 157).

Araştırmada likidite değişkeni, "Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar" oranı ile hesaplanmıştır.

10. İşletmeye Özgü Özellikler (Özgünlük) (Ar-Ge/NS)

Heshmati (1999)'ye göre piyasaya farklı ve taklit edilemeyen ürünler sunabilen işletmelerde daha düşük kaldıraç oranları bulunmaktadır. Bu nedenle kaldıraç oranları ile bu değişken arasında negatif bir ilişki söz konusudur (Heshmati, 1999: 207). Titman vd. (1988: 5)'nin çalışmalarında işletmenin özgünlüğü Ar-Ge Giderleri / Net Satışlar oranı ile hesaplanmaktadır. Bu çalışmada kullanılan oran da Ar-Ge Giderleri/Net Satışlar' dır.

Sermaye yapısı modeli, bağımlı ve bağımsız değişkenler göz önünde bulundurulduğunda aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

Kaldıraç = f (varlık yapısı, büyüklük, karlılık, risk, vergi, borç dışı vergi kalkını, borçlanma maliyeti, büyüme olanakları, likidite, işletmenin özgünlüğü) şeklindedir.

$$Y_{ij} = \beta_0 + \beta_1 (\text{MDV/TA}) + \beta_2 (\text{Ort.Aktif}) + \beta_3 (\text{logsatiş}) + \beta_4 (\text{NK/NS}) + \beta_5 (\text{NK/TA}) + \beta_6 (\text{NK/Ö}) + \beta_7 (\text{FVÖK/TA}) + \beta_8 (\text{Vergi/VÖK}) + \beta_9 (\text{Amr/TA}) + \beta_{10} (\text{FG/TB}) + \beta_{11} (\text{SatBüy}) + \beta_{12} (\text{AktBüy}) + \beta_{13} (\text{DV/KVK}) + \beta_{14} (\text{Ar-Ge/NS}) + \beta_{15} (\text{SSS/OS}) + \varepsilon_{ij}$$

Modelde Y_{ij} , her sektör için sermaye yapısı değişkenlerini (TB/TA, KVB/TA, UVB/TA, TB/Ö, KVB/Ö, UVB/Ö); MDV/TA, işletmenin varlık yapısı değişkenini; NK/NS, NK/TA, NK/Ö, FVÖK/TA karlılık değişkenini; Vergi/VÖK, vergi değişkenini; Amr/TA, borç dışı vergi kalkanı değişkenlerini; FG/TB, borçlanma maliyeti değişkenini; SatBüy ve AktBüy, büyüme olanakları değişkenlerini; DV/KVK, likidite değişkenini; Ar-Ge/NS, işletmenin özgünlüğünü; SSS/OS, işletme riski değişkenini ve ε , modeldeki hata terimini ifade etmektedir.

Her sektöre ait bağımlı ve bağımsız değişkenleri belirlemek için, ilk olarak sektörel ortalamalar elde edilmiştir. Bu kapsamda sektörlerin sermaye yapılarını gösteren “sektör haritaları” tekniği kullanılmıştır. Haritalar, Microsoft Office Excel 2007 Professional sürümüyle gerçekleştirilmiştir.

Sektörlere ait sermaye yapısı değişkenleri ve bu değişkenlerin kaldıraç oranları ile ilişkilerini belirlemek için altı farklı regresyon modeli oluşturulmuştur. KOBİ’lerin sermaye yapı değişkenlerinin belirlenmesinde adımsal (stepwise) regresyon yöntemi uygulanmıştır.

Araştırmanın üçüncü aşamasında 24 KOBİ için Eviews 6.0 sürümü ile Panel birim kök ve eşbütünleşmenin varlığı araştırılmış, verilerin aynı dereceden birim köke sahip oldukları ve değişkenler arasında eş bütünleşme ilişki analizi uygulanmıştır.

3.4. ARAŞTIRMANIN KISITLARI

KOBİ’lerin sermaye yapısı değişkenleri belirlemek için 1996 – 2007 yıllarına ait mali tablolar ele alınmıştır. Bu kapsamda Euro/TL değerinin 1996 yılından önce belirlenememesi, analizin başlangıç yılını 1996 olarak belirlemiştir.

Araştırmada kullanılan veriler, İMKB web sayfası (<http://imkb.gov.tr>) ve İMKB'nin kamuya açıklanmış olduğu CD'den elde edilen mali tablolardan hesaplanmıştır. Ülkemizde, 2004 yılından itibaren uygulanan Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi ile birlikte "Büyük KOBİ" olarak kabul edilen halka açık şletmeler uluslararası muhasebe standartlarına göre mali tablo hazırlamaktadırlar. Bu nedenle 1996-2004 yılları arasındaki mali tablolarda yer alan ilgili değerler UFRS'ye uygun hale getirilerek analiz kapsamına dahil edilmiştir.

3.5. KOBİ'LERİN SERMAYE YAPILARI İLE İLGİLİ DENEYSEL ÇALIşMALAR

Bu bölümde KOBİ'lerin sermaye yapısı değerkenleri ile ilgili literatürde yer alan çalışmalara yer verilmektedir. Araştırmadaki değerkenlerin çıkış noktası, ikinci bölümde yer alan ilgili sermaye yapısı değerkenleridir.

Yapılan çalışmalar farklı ülkelerde KOBİ'lerin sermaye yapısı değerkenleri üzerinde odaklanmaktadır. Bu çalışmalarda kullanılan yöntem olan "panel data" nın tercih edilmiş olması, çalışmaların ortak yönünü göstermektedir.

YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	BULGULAR
1993	WIJST, Van der vd.	Determinants of Small Firm Debt Ratios: An Analysis of Retail Panel Data	1955-1969 1.Seri 1973-1977 2.Seri Panel Data	Borç Dışı Vergi Kalkanı, İşletme riski, Varlık yapısı, Stok devir hızı, Yatırımdan beklenen getiri.	-Borç dışı vergi kalkanı KOBİ'lerin sermaye yapısını etkilememektedir. -Zaman değişkenleri ve endüstriyel değişkenler de sermaye yapısını etkileyen önemli değişkenlerdir. -Değişkenlerin mevcut durumdaki borçlanmayı etkileme derecesi, finansal kaldıraçtan daha fazladır.
YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	BULGULAR
1999	MICHAELAS vd.	Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence from Company Panel DATA	3500 KOBİ Panel Data	İşletmenin faaliyette bulunduğu yıl sayısı (yaş), Büüklük, Karlılık, Büyüme (Geçmiş dönem – son 3 yıl), Büyüme (Gelecek dönem), Faaliyet Riski, Varlık yapısı, Efektif vergi oranları, Borç Dışı Vergi Kalkanı, Net Borç Miktarı.	-Vergi oranları ile kaldıraç oranları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. Bunun nedeni, KOBİ'lerin düşük kar marjına sahip olmaları ve büyük işletmelere göre daha az vergi ödemeleridir. -Küçük işletmelerin kısa dönemli sermaye yapıları ile ilgili vergi oranı önemli bir değişken değildir. Vergi oranları, uzun dönemli sermaye yapıları ile ilgili kararlarda önemli bir değişkendir. -Geçmiş dönem ve gelecek dönem büyüme olanakları ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Hızla büyüyen işletmeler açısından bu durumda araştırma geliştirme giderleri fazladır ve bu durum kaldıraç oranını da arttırmaktadır. -Büyüme oranlarındaki bu pozitif ilişki finansal hiyerarşi teorisi ile örtüşmektedir.

					<p>-KOBİ'ler açısından asimetrik bilgi de temsilcilik maliyetleri oldukça önemlidir.</p> <p>-Faaliyet riski yüksek olan KOBİ'ler daha fazla borç kullanan işletmelerdir.</p> <p>-İşletme riski ile kaldıraç oranları arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.</p> <p>-KOBİ sahipleri dış kaynak yerine iç kaynak kullanımını tercih etmektedir.</p> <p>-Borç kullanımıyla yaş arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.</p> <p>-İşletme büyüklüğü ile kaldıraç oranları arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.</p> <p>-Küçük işletmelerde daha çok kısa vadeli borçlanma görülmektedir.</p>
YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	BULGULAR
2001	HESHMATI A.	The Dynamics of Capital Structuring: Evidence From Swidish Micro and Small Firms	2.261 KOBİ, 9.044 gözlem Panel Data	Gelirdeki Değişkenlik, Büyüme olanakları, Varlık yapısı, Büyüklük, Karlılık, Borç Dışı Vergi Kalkanı, İşletmeye ait özellikler (özgünlük), Yaş.	<p>-Kaldıraçla büyüme olanakları, varlık yapısı, büyüklük, karlılık, borç dışı vergi kalkanı ve yaş arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.</p> <p>-Gelirdeki değişkenlik ve işletmenin özgünlüğü arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.</p> <p>-KOBİ'lerin sermaye yapıları zaman içinde ve sektörler arasında da değişmektedir.</p> <p>-Banka kredileri, KOBİ'ler için geliştirmesi gereken bir alandır.</p>

YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	BULGULAR
2002	SOGORB F.	How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence From A 1994-1998 Swidish Data Panel	6482 KOBİ 32410 gözlem Panel Data	Efektif vergi oranı, Borç dışı vergi kalkanı, Büyüme olanakları, Varlık yapısı, Büyükük, Karlılık.	<p>-Sermaye yapısı değişkenlerini belirlemek için daha uzun bir süreç gereklidir. Ayrıca bunun tespiti için farklı ekonomiler de analize dahil edilmelidir.</p> <p>-Küçük işletmelere özgü özellikler de analize dahil edilmelidir.</p> <p>-Efektif vergi oranları ile kaldıraç arasında anlamlı negatif bir ilişki tespit edilmiştir.</p> <p>-İşletme büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu durum bu değişkenin sadece büyük ölçekli işletmeler açısından değil, KOBİ'ler açısından da önemli olduğunu göstermektedir.</p> <p>-Büyüme eğilimi gösteren KOBİ'ler sermaye yapılarında daha fazla yabancı kaynak kullanmaktadır.</p> <p>-Varlık yapısı ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Ancak bu ilişki kaldıraç oranlarının süresine göre değişmektedir. Buna göre, uzun dönemli borçlanma rasyosu ile pozitif, kısa dönemli borçlanma rasyosu ile negatif ilişki tespit edilmiştir.</p> <p>-Karlılık değişkeni kaldıraçla negatif ilişki göstermekte olup, bu durum Finansal hiyerarşi yaklaşımı ile örtüşmektedir. Dolayısıyla daha karlı olan KOBİ'ler daha az yabancı kaynak kullanmaktadır.</p>

YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	BULGULAR
2003	GUIO L.	Small Business Finance in Italy	Anket (4000 işletme)	Çalışan sayılarına göre işletmeler 5 grupta toplanmıştır: 1. <30 2. 30-99 3. 100-249 4. 250-500 5. >500 Büyüklik (çalışan sayısına göre), İşletmenin yaşı, Karlılık (varlıkların brüt karlılığı), AR-GE yatırımları, (işletmenin son üç yılda AR-GE yatırımında bulunması ve son üç yılda patentinin olmasına göre), Mülkiyet yapısı, Alınan finansal sübvansiyonlar, İşletmeye duyulan güven.	-İşletme büyüklüğü ile kaldıraç oranları arasında anlamlı ve negatif etki tespit edilmiştir. -Karlılıkla kaldıraç oranları arasında anlamlı ve negatif ilişki ortaya çıkmıştır. -Banka Borçları/Toplam Varlıklar rasyosu karlılığı etkilemektedir. -İtalya' da KOBİ'ler sınırlı yabancı kaynak kullanmaktadır -Yabancı kaynak kullanan işletmelerde sermaye yapısı değişkenleri arasında fark olmadığı ortaya çıkmıştır.
YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	BULGULAR
2003	CASSAR, G. HOLMES, S.	Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence	Anket (1555 KOBİ) (200 çalışandan az) Panel data	Büyüklik, Varlık Yapısı, Karlılık, Risk ve Büyüme Olanakları.	-KOBİ'lerin sermaye yapılarında ve finansmanında etkili olan faktörler varlık yapısı, karlılık ve büyüme olanaklarıdır. -Sermaye yapısı ve büyüklük ve risk etkileri arasında zayıf ilişki tespit edilmiştir. -İşletmelerin sermaye yapılarının hangi teoriye daha yakın olduğuna ilişkin verilerin sayısı yetersiz bulunmuştur.

YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	BULGULAR
2003	TAHVANAINEN A.	The Capital Structure of Finnish Biotechnology SMEs – An Empirical Analysis	72 KOBİ Anket	Büyüme olanakları, Göreceli Karlılık, Varlık Yapısı, Yaş, AR-GE yatırımları, İşletmenin kalitesi (yaptığı yatırımlarda bugünkü değeri pozitif olan proje sayısı).	<p>-Büyüme olanakları ile borçlanma rasyosu arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bu sonuç Jensen ve Mecling (1976)'in teorisini desteklememektedir.</p> <p>-Karlılık değişkeninde önemli ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir.</p> <p>-Varlık Yapısı değişkeninde önemli bir ilişki tespit edilmiştir.</p> <p>-Yaş değişkeni için anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.</p> <p>-AR-GE yatırımları, biyoteknoloji sektöründe faaliyette bulunan işletmeler için sermaye yapısını etkileyen önemli bir değişken olarak kabul edilmiştir.</p> <p>-İşletmenin kalitesi değişkeni ile borçlanma rasyosu arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.</p>
YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	BULGULAR
2004	HALL vd.	Determinants of Capital Structure of European SMEs	4000 KOBİ 8 ülkeden (Belçika, Almanya, İspanya, İrlanda, İtalya, Hollanda, Portekiz ve İngiltere) 500er KOBİ	Karlılık, Büyüme olanakları, Varlık yapısı, Büyüklük, Yaş.	<p>-Her ülkede farklı sermaye yapısı değişkenleri bulunmaktadır.</p> <p>-Bu farklılığın nedenleri, ülkelerde görülen borçlanmaya karşı tutumlar, bankacılık sistemleri, vergilendirme ve diğer ülkesel ekonomik, sosyal ve kültürel değişkenlerdir.</p> <p>-Karlılık değişkeni açısından Belçika ve Portekiz'de anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.</p>

YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	BULGULAR
					<p>-Büyükük değişkeni bakımından hiçbir ÷lkede beklenen ilişki tespit edilememiştir (Sadece İspanya'da hipotezin karşıtı bir durum belirlenmiştir).</p> <p>-Tüm ÷lkelerde uzun dönem borç rasyosu ile varlık yapısı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.</p> <p>-Büyükük değişkeni ile İspanya, İngiltere ve Hollanda'da hipotezler kabul edilmiş ve bu ÷lkelerde büyükük, uzun dönemli borçlanma ile önemli hale gelmektedir.</p> <p>-Yaş değişkeni açısından İngiltere, hipotezle örtüşmekte, İspanya ise hipotezi reddetmektedir.</p>
2005	HOGAN, T. vd.	Capital Structure in New Technology-based firms: Evidence from the Irish software Sector	117 KOBİ Anket, Panel Data	İşletmenin yaşı Büyükük, Finansman kaynakları.	<p>-İşletmeler finansal hiyerarşi teorisine göre hareket etmektedir. Yüksek-teknoloji işletmeleri projelerinin finansmanında öncelikli olarak özkaynak kullanılmaktadırlar.</p> <p>-İşletmeler yatırımlarını %50 özkaynak, %50 yabancı kaynakla finanse etmişlerdir.</p> <p>-Banka kredileri toplam kaynakları %4'nü, dış kaynakların %7'sini oluşturmaktadır.</p> <p>-Asimetrik bilgi, işletme sahipleri ve bankalar arasında gör÷lmektedir.</p> <p>-Risk sermayesi, yüksek-teknoloji işletmelerinin dış kaynak sağlamada karşılaştığı asimetrik bilgiyi yok etmek</p>

YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	BULGULAR
2006	BÜYÜKŞALVARCI, A. vd.	Konya İlinde Faaliyette Bulunan Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Bir İnceleme	Anket (80 KOBİ)	Genel ekonomik durum, sermaye piyasalarındaki gelişmeler ve bankaların uzun vadeli fon yaratma gücü gibi genel piyasa faktörleri ile işletmenin faaliyet gösterdiği endüstri yapısı, işletme stratejileri, işletme varlık yapısı, işletme büyüme hızı gibi işletmeye özgü faktörlerdir.	<p>için ortaya çıkmıştır.</p> <p>-Bağımsızlık kriteri, önemli bir değişken olarak kabul edilmemektedir.</p> <p>-İşletmelerin %77.5'i özkaynaklarla %25'in altına yabancı kaynak kullanmayı tercih etmektedir.</p> <p>-İşletmelerin %54'ü yabancı kaynak kullanmayı istememekte ve yabancı kaynak olarak ortakların aile bireyleri ve banka kredisi yoğun olarak kullanılmaktadır.</p> <p>- İşletmelerin %95'inin iç kaynak kullanımı, ilk tercihleridir.</p> <p>-İşletmelerin %47,5'i sektörde büyüme potansiyeli varsa yabancı kaynak kullanımını tercih etmekte, yüksek enflasyon ve faiz oranlarının olduğu ortamlarda ise yabancı kaynak kullanımı tercih etmemektedirler.</p> <p>-İşletmelerin sermaye yapılarını etkileyen faktörler önem derecelerine göre krizlerden en az şekilde etkilenmek, finansal açıdan kimseye muhtaç olmamak, işletme kontrolünü elde tutmak, faiz oranlarındaki değişimler ve ilerde kolayca borç bulabilmek olarak sıralanmıştır.</p> <p>-Satışların büyüme hızı, maliyet azaltma, verimlilik, piyasa payı ve yatırım üzerinden beklenen karlılık olarak belirlenen performans ölçütleri ile yabancı</p>

YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	kaynak/özkaynak oranı farklılık göstermemektedir. BULGULAR
2007	KORMAZ, T. vd.	Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören KOBİ'lerin Sermaye Yapısının İncelenmesi: 1997–2004 Dönemi	Adımsal (Stepwise) Regresyon	Firma büyüklüğü, Karlılık, Büyüme, İşletme Riski, Borç Dışı Vergi Kalkanı, Vergi.	<p>-Çalışmada karlılık, işletme riski ve borç dışı vergi kalkanı değişkenleri KOBİ'lerin sermaye yapılarını etkileyen en önemli faktörler olarak elde edilmiştir.</p> <p>-Karlılık ile sermaye yapısı arasındaki ilişki, KOBİ'lerin finansman kaynaklarını belirli bir sıraya göre tercih ettiklerini ileri süren finansal hiyerarşi (pecking order) yaklaşımına uymaktadır.</p> <p>- Karlılık göstergeleriyle sermaye yapıları arasında hem pozitif hem de negatif ilişkiler elde edilmiştir.</p> <p>-KOBİ'lerin faiz ve vergi yükleri arttıkça sermaye yapıları içindeki yabancı kaynak düzeyleri göreceli olarak arttığını göstermektedir. Bu durum Türkiye'deki yüksek faiz ve vergi yükü ile tutarlı bir sonucu yansıtmaktadır. Borç dışı vergi kalkanı ile KOBİ'lerin sermaye yapıları arasındaki tüm pozitif yönlü ilişkiler bu durumun diğer bir göstergesidir.</p> <p>-İşletme büyüklüğü, vergi düzeyi değişkenleri ve büyüme oranı değişkenleri KOBİ'lerin sermaye yapılarını anlamlı bir şekilde etkilememektedir.</p> <p>-Borç dışı vergi kalkanının İMKB'de işlem gören KOBİ'lerin sermaye yapısına etkisi pozitifdir.</p>

YILI	YAZARLAR	ÇALIŞMANIN ADI	KULLANILAN YÖNTEM	DEĞİŞKENLER	BULGULAR
2007	ABOR, J.	Industry Classification and the Capital Structure of Ghanaian SMEs	150 KOBİ (1998-2003) Panel Data	Endüstriyel faktörler, İşletmenin yaşı, İşletmenin büyüklüğü, Varlık yapısı, Karlılık, Büyüklük.	<p>-KOBİ'lerin sermaye yapı değişkenleri sektörler arasında farklılık göstermektedir.</p> <p>-Tüm değişkenler istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.</p> <p>-Varlık yapısı açısından en yüksek oran tarım sektöründe görülmekte olup, bu durum uzun dönem borçlanma rasyosunun da artmasına neden olmuştur. Ayrıca teşviklerin de bu oranın artmasında etkileri bulunmaktadır.</p> <p>-Toptan ve perakende ticaret sektörü, maddi duran varlıkları en düşük olan sektör olup bu durum bu sektörün en yüksek işletme sermayesine sahip olmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla toptan ve perakende ticaret sektöründe daha yüksek kısa vadeli borçlanma oranının artmasına neden olmuştur.</p> <p>-Tarım ve eczacılık ve tıp sektörlerinde üretim sektöründe göre kısa ve uzun dönem borçlanma oranları daha yüksektir.</p> <p>-Otelcilik ve turizm endütrisi daha çok uzun dönemli borçlanmaktadır.</p> <p>-Üretim sektörüne göre inşaat ve madencilik sektörü daha az kısa vadeli borçlanmayı tercih etmektedir.</p>

3.6. ARAŞTIRMANIN ANALİZİ VE BULGULARI

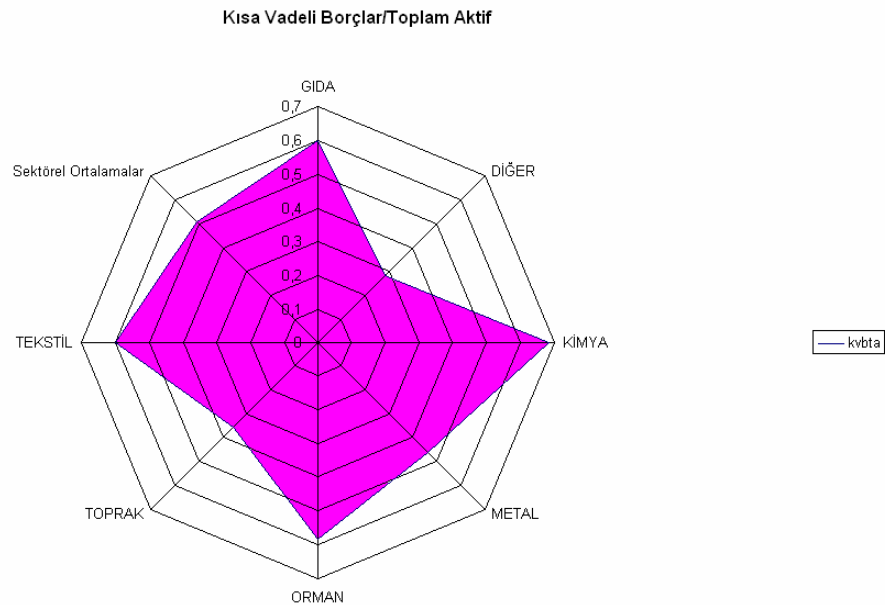
Araştırmanın bulguları üç bölüm halinde incelenmektedir. İlk olarak, araştırmada sektörlerde bağımlı değişkenlerini belirtmek adına sektör haritaları yardımıyla şekil 3.1, 3.2, 3.3, 3.4, 3.5, 3.6 ve 3.7 yardımıyla açıklamaktadır.

3.6.1. Finansal Haritalama Bulguları

Sektör haritaları, bir sektörün finansal bakımdan daha gerçekçi bir biçimde değerlendirilebilmesi için kullanılan bir araçtır. Bu haritaların finansal analiz teknikleriyle desteklenmesi karar vericiler için oldukça faydalı olmaktadır. Sektör haritasının hazırlanabilmesi için sermaye yapısı değişkenlerinden faydalanılmıştır. Bu kapsamda 1996-2007 yılları arasında hisse senetleri İMKB’de işlem gören KOBİ’ler, yedi farklı sektöre ayrılmış ve her sektör için belirlenen oranlar hesaplanmıştır.

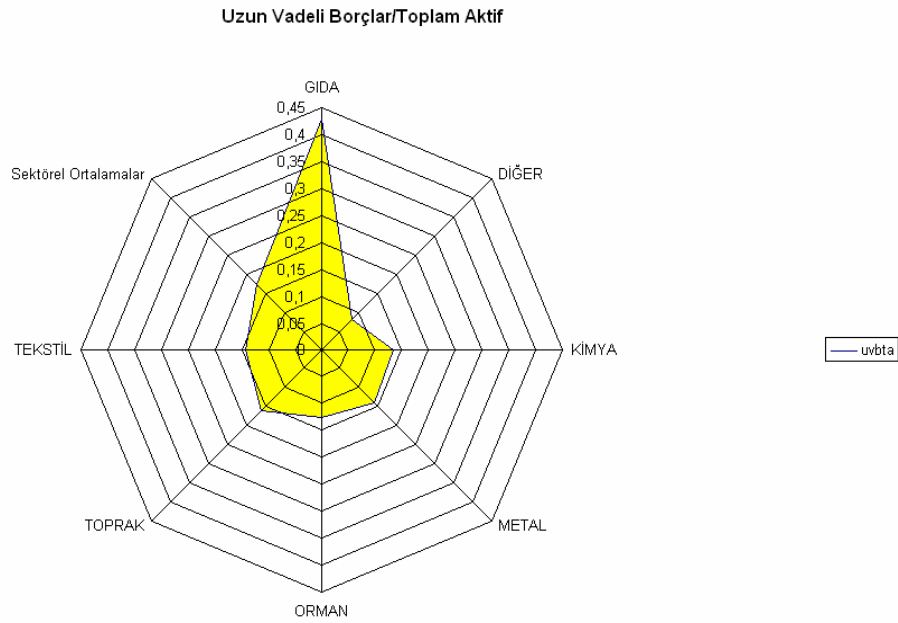
Sektörel haritalar, her sektöre ait sermaye yapılarını ayrı ayrı göstermektedir. Literatürde var olan çalışmalardan yola çıkarak bu araştırmada, altı (kısa vadeli borçlar / toplam aktif, uzun vadeli borçlar / toplam aktif, toplam borçlar / toplam aktif, kısa vadeli borçlar / özkaynaklar, uzun vadeli borçlar / özkaynaklar, toplam borçlar / özkaynaklar) sermaye yapısı değişkeni (bağımlı değişken) hesaplanmıştır.

Şekil 3.1: Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Aktif Haritası



Sektörlere ait Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Aktif değişkenine ilişkin veriler, Tablo 3.4 ve Şekil 3.1'de gösterilmektedir. Bu oranın 0,68 ile en yüksek kimya-petrol-plastik sektöründe, 0,28 ile en düşük hizmet-diğer sektörlerde olduğu görülmektedir. Kimya sektörünü; 0,60 ile gıda-içecek, 0,59 ile tekstil-deri, 0,58 ile orman-kağıt-basım; 0,46 ile metal ve 0,35 ile taş-toprak ürünleri sektörleri izlemektedir. Bu durumda kimya-petrol-plastik, gıda-içecek, tekstil-deri ve orman sektörlerinde kısa vadeli borçlanma ağırlığı dikkat çekmektedir. Tüm sektörlerle ilişkin ortalama dikkate alındığında KVB / TA değişkeni 0,50'dir. Bu değerler, KOBİ'lerin yabancı kaynak ihtiyacını ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlardan karşıladığı varsayımını da desteklemektedir. Nitekim Hall vd. (2004: 719) ve Korkmaz vd. (2007: 88)'nin bulguları da bu yöndedir.

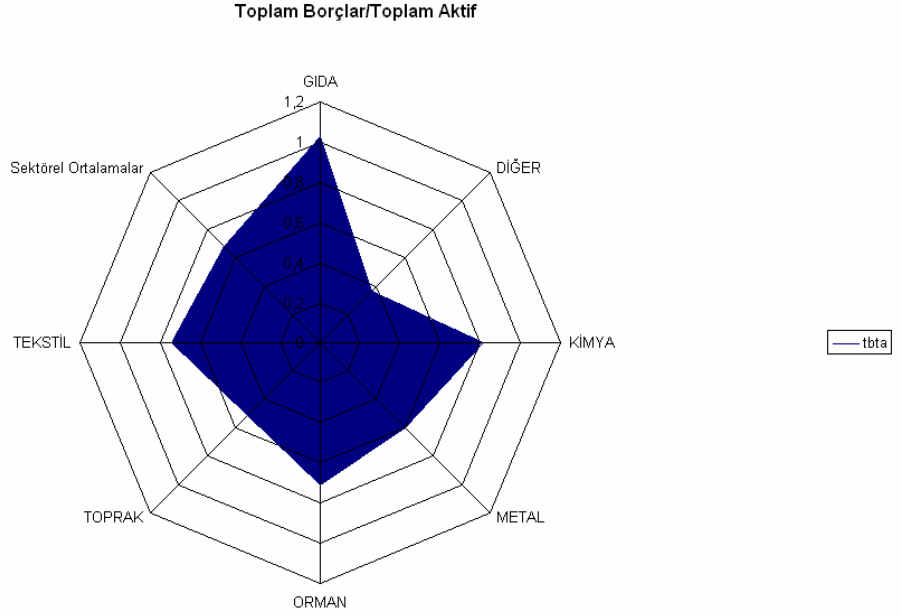
Şekil 3.2: Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktif Haritası



Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktif değişkenine ilişkin veriler, Tablo 3.4 ve Şekil 3.2'de gösterilmektedir. Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktif değişkeni gıda sektöründe 0,42; taş-toprak ürünleri sektöründe 0,15; tekstil-deri sektöründe 0,14; kimya-petrol-plastik ve metal sektörlerinde 0,13; orman-kağıt-basım sektöründe 0,12 ve hizmet-diğer sektörlerde 0,08'dir. Tüm sektörlerin Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktif ortalaması ise 0,17 olarak belirlenmiştir. Bu değerler KOBİ'lerin uzun vadeli borçlanmadan kaçındıkları anlamına gelmektedir. Bu durumun Türkiye

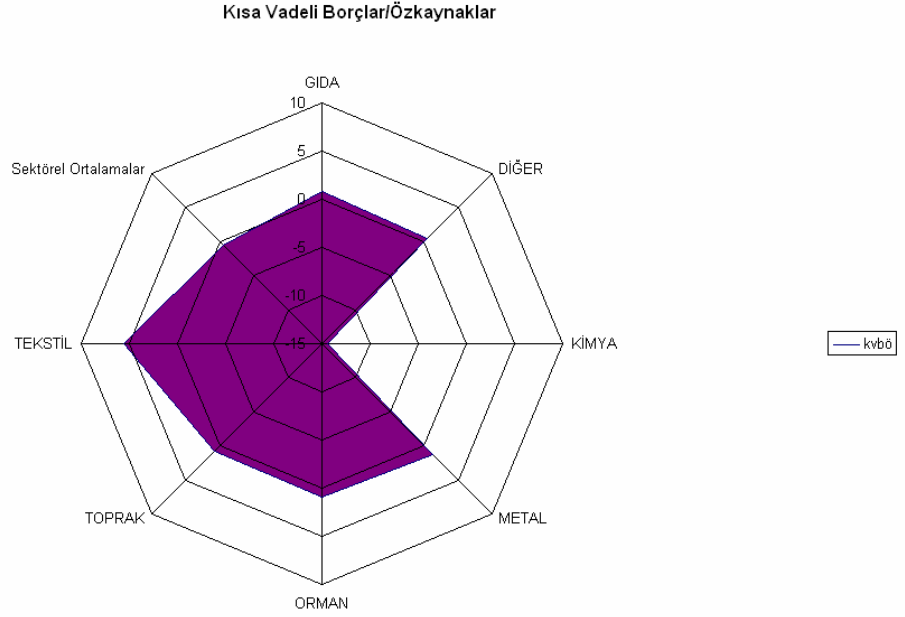
ekonomisindeki belirsizlik ortamından İMKB’de işlem gören KOBİ’lerin uzun vadeli borçlanmalarını kısıtlamakta ve uzun vadeli borçların payını azaltmaktadır.

Şekil 3.3: Toplam Borçlar / Toplam Aktif Haritası



Toplam Borçlar / Toplam Aktif değişkenine ilişkin veriler, Tablo 3.4 ve Şekil 3.3'teki gibidir. Bu oran gıda-içecek sektöründe 1,02; kimya-petrol-plastik sektöründe 0,81; tekstil-deri sektöründe 0,74; orman-kağıt-basım sektöründe 0,70; metal sektöründe 0,59; taş-toprak ürünleri sektöründe 0,51 ve hizmet-diğer sektöründe 0,36 olarak belirlenmiştir. Bu durumda gıda-içecek, kimya-petrol-plastik, tekstil-deri, orman, metal ve taş-toprak sektörlerinin yabancı kaynak ağırlıklı bir finansman yapılarına sahip oldukları görülmektedir. Hizmet ve diğer sektörde Toplam Borçlar/Toplam Aktif oranı 0,36; tüm sektörlerde ise ortalama 0,68 olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla KOBİ'lerin sermaye yapılarında yabancı kaynak ağırlığı dikkat çekmektedir.

Şekil 3.4: Kısa Vadeli Borçlar / Özkaynaklar Haritası

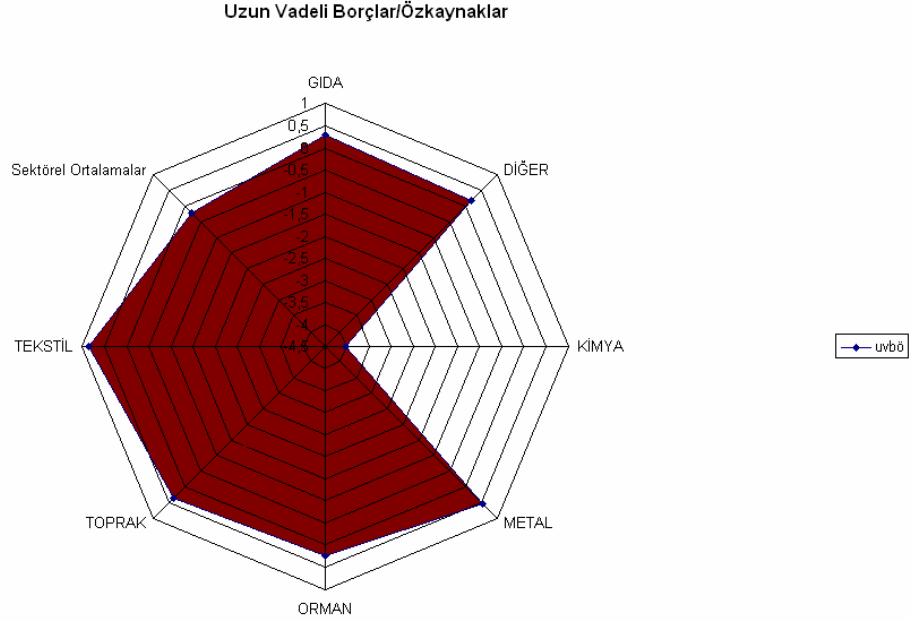


Şekil 3.4, sektörlere göre Kısa Vadeli Borçlar / Özkaynaklar oranı göstermektedir. Bu orana ait değerler Tablo 3.4'de ifade edildiği gibi oldukça farklı değerler almaktadır. Kısa Vadeli Borçlar / Özkaynaklar oranı 5,57 ile en yüksek tekstil-deri sektöründe görülmektedir. Tekstil-deri sektörünü; 1,23 ile metal sektörünü; 0,97 ile orman-kağıt-basım; 0,85 ile gıda-içecek ve taş-toprak ürünleri; 0,51 ile hizmet-diğer sektörler izlemektedir. Kimya-petrol-plastik sektöründe Kısa Vadeli Borçlar / Özkaynaklar oranı (-14,47) olarak belirlenmiştir. Bu değer genel ortalamayı da etkilemekte ve işletmelere ait kısa vadeli borçlar/özkaynaklar oranı (-0,63) olmaktadır.

Kimya-petrol-plastik sektörüne ait veriler incelendiğinde özellikle 1999 ve 2001 yıllarında KVB/Ö, UVB/Ö VE TB/Ö değerlerinin negatif değer aldığı görülmektedir. Dolayısıyla kimya-petrol-plastik sektörünün 1999 ve 2001 yıllarında yaşanan krizden en fazla etkilenen sektör olduğu ortaya çıkmaktadır. Nitekim kriz dönemlerinde artan petrol fiyatı, bu sektörde faaliyette bulunan KOBİ'lerin hammadde maliyetlerini artırmakta ve yurtiçi tüketimi de etkilemektedir. Kriz döneminde yaşanan bu gelişmeler, banka faizlerini de etkilemekte ve özellikle kısa vadeli kredi kullanan KOBİ'lerin maliyetini artırmaktadır. Bu noktadan hareketle, Tablo 3.4'de sektörel ortalamalar incelendiğinde kaldıraç oranları negatif değer alan kimya-petrol-plastik sektörde faaliyette bulunan KOBİ'lerin artan faiz oranları

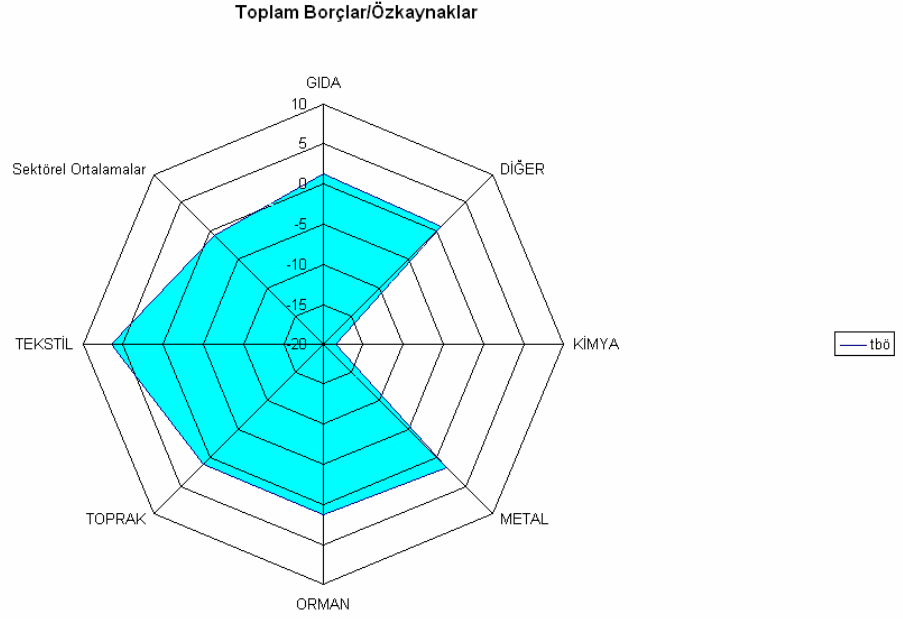
karşısında artan kredi maliyetlerini karşılama önceliğinde oldukları sonucu ortaya çıkmaktadır.

Şekil 3.5: Uzun Vadeli Borçlar / Özkaynaklar Haritası



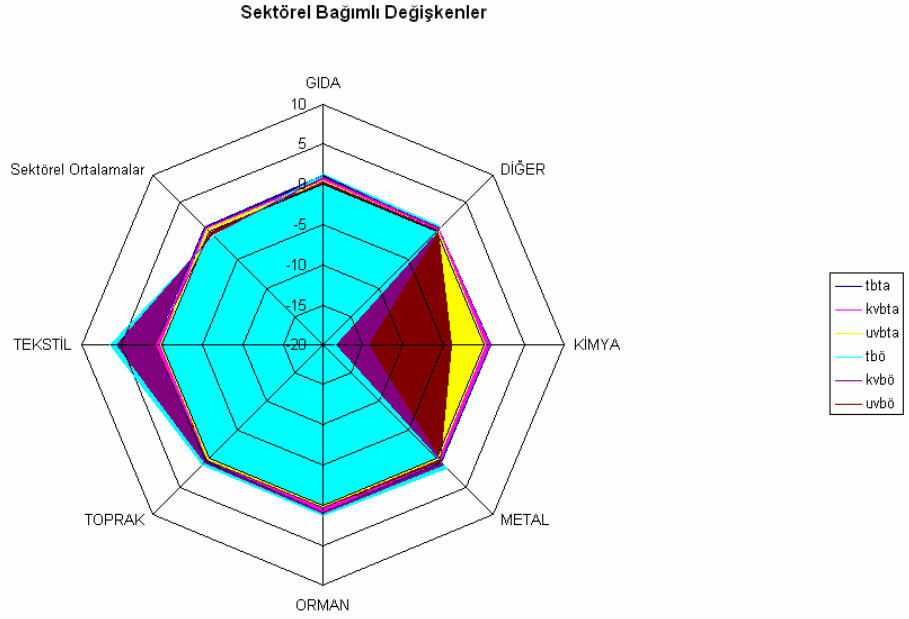
Sektörlere ait Uzun Vadeli Borçlar / Özkaynaklar oranı şekil 3.5'te görülmektedir. Bu oran tekstil sektöründe 0,84 ile en yüksek değere sahiptir. Tekstil sektörünü metal, taş-toprak ürünleri, gıda-içecek, orman-kağıt-basım, hizmet-diğer ve kimya-petrol-plastik sektörleri (0,52; 0,37; 0,29; 0,22; 0,15; -4,02) izlemektedir. Kimya-petrol-plastik sektöründe KVB/Ö kaldırma oranında meydana gelen negatif değerler, UVB/Ö değişkeninde de görülmektedir. Dolayısıyla Şekil 3.5'e ait değerlendirme burada da geçerlidir.

Şekil 3.6: Toplam Borçlar / Özkaynaklar Haritası



Toplam Borçlar / Özkaynaklar oranı Şekil 3.6'da görülmektedir. Tekstil sektöründe bu oran 6,41 ile en yüksek değere sahiptir. Metal sektöründe bu oran 1,76; taş-toprak ürünleri sektöründe 1,22; orman-kağıt-basım sektöründe 1,19; gıda-içecek sektöründe 1,14; hizmet ve diğer sektörlerde 0,67; kimya sektöründe (-18,50) ve genel ortalama (-0,86) olarak belirlenmiştir. Bu oranlardan da ifade edildiği gibi tekstil, metal, taş-toprak, orman ürünleri sektörlerinde toplam borç miktarı özkaynak miktarını aşmaktadır. Kimya-petrol-plastik sektöründe özellikle kriz dönemlerinde borç miktarında meydana gelen değişimler Şekil 3.6'da da görülmektedir.

Şekil 3.7: Sektörel Bağımlı Değişkenler Haritası



Tüm bağımlı değişkenlere ait sektör haritaları birleştirildiğinde, sektör ortalamalarının ve bağımlı değişkenlerin birlikte gösterildiği bağımlı değişkenler haritası elde edilmektedir. Şekil 3.7, 7 farklı sektörün ortalamalarını göstermektedir.

Tablo 3.4'te gösterildiği gibi KOBİ'lerin TB/TA oranı 0,68, KVB/TA oranı 0,50, UVB/TA oranı 0,17, TB/Ö oranı -0,86, KVB/Ö oranı -0,63 ve UVB/Ö oranı -0,23 olarak hesaplanmıştır. TB/Ö, KVB/Ö ve UVB/Ö oranındaki negatif değerler, KVB / Ö değerlerinde belirtildiği gibi kriz dönemlerinde kimya-petrol-plastik sektöründe meydana gelen değişimlerden kaynaklanmaktadır.

Tablo 3.4: Sektörlere Göre Bağımlı Değişkenlere Ait Ortalama Değerler (1996-2007)

	GIDA - İÇECEK	HİZMET- DİĞER	KİMYA PETROL PLASTİK	METAL	ORMAN KAĞIT BASIM	TAŞ TOPRAK ÜRÜNLERİ	TEKSTİL - DERİ	GENEL ORTALAMA
TB/TA	1,028697832	0,361484713	0,817437413	0,599256333	0,708703328	0,512901709	0,740544259	0,68128937
KVB/TA	0,600204018	0,281087192	0,682874298	0,460901264	0,583600608	0,354715381	0,597955186	0,508762564
UVB/TA	0,428493814	0,080397522	0,134563115	0,13835507	0,12510272	0,158186328	0,142589073	0,172526806
TB/Ö	1,147521781	0,67289572	-18,50207382	1,762621021	1,195287621	1,229228844	6,414280375	-0,868605494
KVB/Ö	0,854889748	0,516932363	-14,47423876	1,238250436	0,974692753	0,858071223	5,573853052	-0,636792741
UVB/Ö	0,292632032	0,155963357	-4,027835061	0,524370585	0,220594868	0,37115762	0,840427323	-0,231812754

Tablo 3.4. 1996- 2007 yıllarına ilişkin, yedi farklı sektörün kaldıraç oranlarını (bağımlı değişkenleri) ve genel ortalamayı göstermektedir. Tablodaki verilerin dağılımı sektör haritaları ile gösterilmektedir.

3.6.2. Adımsal Regresyon (Stepwise) Bulguları

Çoklu regresyon modelindeki açıklayıcı değişken sayısının artması durumunda, ileriye doğru seçim ya da geriye doğru ayıklama gibi adımsal regresyon analizi yöntemleri uygulanmaktadır. Adımsal regresyon modeli, aşamalı olarak geliştirilmiş bir çoklu regresyon modelini kapsamaktadır. Söz konusu modellerde doğrusallık, sabit varyans, normallik, otokorelasyon varsayımları sağlanmıştır.

Sektörel ortalamalar adımsal regresyon yöntemi (SPSS 11.5) ile analiz edilerek aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

Tablo 3.5: Gıda-İçecek Sektörünün Değişkenleri

Değişkenler	R ²	Etkili Faktör
$Y_{TB/TA} = 1,273 + 1,93 \text{ vergi/vök}$	0,642	Vergi
$Y_{KVB/TA} = 0,522 - 0,816 \text{ kar/aktif}$	0,717	Karlılık
$Y_{UVB/TA} = 0,114 - 0,186 \text{ dv/kvk} + 0,738 \text{ vergi/vök}$	0,758 0,869	Likidite Vergi
$Y_{TB/Ö} = 14,540 - 2,411 \text{ logsatış} + 6,313 \text{ aktbüy}$ $-4,107 \text{ ka/özser} - 3,43E-08 \text{ ortaktif}$	0,416 0,635 0,828 0,920	Büyükük Büyüme olanakları Karlılık Büyükük
$Y_{KVB/Ö} = 9,828 - 1,061 \text{ logsatış} - 3,717 \text{ mdv/ta}$	0,638 0,805	Büyükük, Varlık yapısı
$Y_{UVB/Ö} = \text{ilişki tespit edilememiştir.}$		

Gıda sektörüne ait değişkenler Tablo 3.5'te göstermektedir. TB/TA ve UVB/TA modellerinde vergi kalkanı ile kaldıraç oranları arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir ve bu bulgu literatürdeki bulguları desteklemektedir. Bu durumda gıda sektöründe faaliyette bulunan KOBİ'lerin toplam borçları ve uzun vadeli borçları arttıkça, borcun vergi avantajından dolayı ödedikleri vergi miktarı da artmaktadır. Bu bulgu, Modigliani ve Miller (1963)'in varsayımını da desteklemektedir.

KVB/TA ve TB/Ö kaldıraç oranları sırasıyla aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı ile negatif ilişki görülmektedir. Dolayısıyla borçlanma oranı arttıkça, karlılık azalmaktadır. Bu bulgu işletmeler sermaye artırımında, öncelikle, iç kaynakları, daha sonra borçlanmayı ve son olarak yeni hisse senedi ihracını tercih ederler

varsayımını desteklemektedir. Dolayısıyla yüksek karlılığa sahip KOBİ'lerin düşük kaldıraç oranlarına sahip oldukları anlamına gelmektedir. Bu bulgu Heshmati (2001: 229)'nin çalışmasında da ortaya çıkmıştır.

UVB/TA kaldıraç oranı ile likidite arasında negatif ilişki görülmekte, KOBİ'lerin uzun vadede likiditesi düştükçe, borçlanma düzeyi artmaktadır.

Büyüklük değişkeni, TB/Ö ve KVB/Ö değişkenlerini negatif yönlü etkilemektedir. Büyüklük değişkenleri (logsatış-ortaktif) ile TB/Ö arasında negatif ilişki, işletmeler büyüdükçe TB/Ö ve KVB/Ö oranlarının azaldığı anlamına gelmektedir. İşletme büyüklüğü ile kaldıraç oranları arasında genelde pozitif ilişki beklenmektedir. Bunun nedeni, işletmeler büyüdükçe artan itibarları nedeniyle sermaye piyasalarından daha rahat fon sağlamalarıdır.

Büyüme olanaklarını ifade eden aktiflerdeki büyüme ile TB/Ö oranı pozitif yönlü ilişki göstermektedir. Finansal hiyerarşi yaklaşımına göre genelde bu ilişkinin negatif yönde olması beklenmektedir. Bu durum KOBİ'lerin büyüdükçe, daha fazla borç kullandıkları sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

KVB/Ö değişkeni, varlık yapısı ile negatif ilişkilidir. MDV/TA değişkeninin katsayısının negatif olması kuramsal beklentilerle ters düşmektedir. KVB/Ö oranı yüksek olan işletmelerde maddi varlıkların azaldığı anlamında gelmektedir. Aynı bulgu Demirhan (2007: 164-165)'in hizmet işletmeleri üzerinde yaptığı çalışmada da desteklemektedir.

Tablo 3.6: Hizmet ve Diğer Sektörlerin Değişkenleri

Değişkenler	R ²	Etkili Faktör
$Y_{TB/TA} = 1,178 - 1,056 \text{ mdv/ta} - 1,055 \text{ kar/aktif} + 0,026 \text{ kar/satış}$	0,714 0,849 0,902	<i>Varlık yapısı</i> <i>Karlılık</i>
$Y_{KVB/TA} = 0,919 - 0,811 \text{ mdv/ta}$	0,697	<i>Varlık Yapısı</i>
$Y_{UVB/TA} = 0,050 - 1,295 \text{ kar/özser} + 1,1732 \text{ fvök/ta}$	0,555 0,749	<i>Karlılık</i>
$Y_{TB/Ö} = 3,201 - 3,283 \text{ mdv/ta} - 2,026 \text{ kar/özser} + 0,118 \text{ kar/satış}$	0,689 0,785 0,884	<i>Varlık yapısı</i> <i>Karlılık</i>
$Y_{KVB/Ö} = 2,799 - 2,9 \text{ mdv/ta}$	0,801	<i>Varlık yapısı</i>
$Y_{UVB/Ö} = 0,019 - 1,417 \text{ kar/özser} - 0,787 \text{ vergi/vök}$	0,572 0,738	<i>Karlılık</i> <i>Vergi</i>

Hizmet ve diğer sektörlerde etkili olan sermaye yapısı değişkenleri varlık yapısı, karlılık ve vergi oranıdır. MDV/TA değişkeni; TB/TA, KVB/TA, TB/Ö ve KVB/Ö modellerinde negatif etki göstermektedir. Dolayısıyla TB/TA, KVB/TA, TB/Ö ve KVB/Ö oranları attıkça, maddi varlık yapısı azalmaktadır. Bu sonuç gıda-içecek sektöründeki bulgularla desteklenmektedir.

Özsermaye karlılığı, UVB/TA, TB/Ö ve UVB/Ö ile; aktif karlılığı TB/TA ile; Faiz ve Vergiden Önceki Kar / Toplam Aktif UVB/TA ile negatif ilişki göstermektedir. Dolayısıyla, bu modellerde borç miktarının artması ile karlılık azaltılmaktadır. Gıda sektöründe de ortaya çıkan bu ilişki, yüksek karlılığa sahip KOBİ'lerin düşük kaldıraç oranlarına sahip oldukları anlamına gelmektedir. Bu bulgu, karlı olan işletmelerin daha az yabancı kaynak kullandığı varsayımına dayanmakta olup, finansal hiyerarşi teorisi ile örtüşmektedir.

Literatürdeki bulguların aksine, UVB/Ö oranı ile vergi faktörü arasında negatif ilişki görülmüştür. Uzun vadeli borç miktarının artması, hizmet ve diğer sektörlerde faaliyette bulunan KOBİ'lerin vergi kalkanından yararlanma varsayımlarını desteklememektedir.

Tablo 3.7: Kimya-Petrol-Plastik Sektörünün Değişkenleri

Değişkenler	R ²	Etkili Faktör
$Y_{TB/TA} = -2,031 - 75,811 \text{ arge/satış} + 0,381 \text{ logsatış}$	0,387 0,819	<i>İşletmeye dair özellikler</i> <i>Büyüklik</i>
$Y_{KVB/TA} = 0,9 - 0,212 \text{ dv/kvk}$	0,426	<i>Likidite</i>
$Y_{UVB/TA} = -0,056 - 0,822 \text{ fg/tb}$	0,473	<i>Borçlanma maliyeti</i>
$Y_{TB/Ö} = 5,143 - 3,492 \text{ kar/özser}$	0,921	<i>Karlılık</i>
$Y_{KVB/Ö} = 4,302 - 2,773 \text{ kar/özser}$	0,894	<i>Karlılık</i>
$Y_{UVB/Ö} = 0,841 - 0,719 \text{ kar/özser}$	0,978	<i>Karlılık</i>

Kimya-petrol-plastik sektörünün bağımlı değişkenleri, karlılık, işletme büyüklüğü, likidite, borçlanma maliyeti ve işletmeye dair özelliklerdir. Özsermaye karlılığı, TB/Ö, KVB/Ö ve UVB/Ö kaldıraç oranlarını negatif etkilemektedir. Borç miktarının artması, kimya-petrol-plastik sektöründe faaliyette bulunan KOBİ'lerin özsermaye karlılığını olumsuz etkilemektedir. Gıda-içecek ve hizmet-diğer sektörlerde de ortaya çıkan bu bulgu, kimya sektöründe de görülmektedir. Dolayısıyla finansal hiyerarşi teorisi bu sektörde de desteklenmektedir.

Borçlanma maliyeti ile kaldıraç oranları arasındaki negatif ilişki, literatürdeki bulgularda da desteklenmektedir. Bu modelde uzun vadeli borç miktarı arttıkça, borçlanma maliyeti düşmektedir. Bu bulgu Padron vd. (2005:66)'nin çalışmalarıyla paralel olduğu görülmektedir.

KVB/TA oranı ile likidite değişkeni negatif ilişki göstermekte, işletmenin likiditesi düştükçe, kısa vadeli borçlanma düzeyi artmaktadır. Bu bulgu gıda-içecek sektöründe de ortaya çıkmaktadır. Bu durum, finansal hiyerarşi teorisindeki likiditesi yüksek işletmelerin daha az borçlandıkları varsayımı ile açıklanmaktadır.

İşletme büyüklüğü ile TB/TA'nın pozitif yönde ilişki göstermesi, büyüyen işletmeler daha fazla yabancı kaynak kullandığı anlamına gelmektedir. Bu bulgu Chen (2004:1347)'in çalışmasıyla da desteklenmektedir.

Ar-Ge Giderleri/Net Satışlar değişkeni, işletmeyi farklı kılan özellikleri ifade edilmektedir. Farklı ürünler üreten ve Ar-Ge giderleri yüksek olan KOBİ'lerin kaldıraç

oranlarının daha düşük olacağı beklentisi, kimya-petrol-plastik sektöründe de ortaya çıkmaktadır.

Tablo 3.8: Metal Sektörünün Değişkenleri

Değişkenler	R ²	Etkili Faktör
$Y_{TB/TA} = 0,599 - 0,704 \text{ kar/aktif}$	0,947	Karlılık
$Y_{KVB/TA} = 0,461 - 0,447 \text{ kar/aktif}$	0,833	Karlılık
$Y_{UVB/TA} = 0,160 - 0,235 \text{ fvök/ta} + \text{kar/özser} + 0,077 \text{ fg/tb}$	0,939	Karlılık
	0,972	Borçlanma maliyeti
	0,991	
$Y_{TB/Ö} = 2,079 - 4,185 \text{ kar/özser} + 229,384 \text{ arge/satış} + 0,758 \text{ stşss/os}$	0,746	Karlılık
	0,871	İşletmeye dair özellikler
	0,949	Risk
$Y_{KVB/Ö} = 1,375 - 1,667 \text{ kar/özser}$	0,713	Karlılık
$Y_{UVB/Ö} = 0,152 - 2,919 \text{ kar/özser} + 303,752 \text{ arge/satış} + 0,645 \text{ stşss/os} + 0,479 \text{ dv/kvk}$	0,572	Karlılık
	0,755	İşletmeye dair özellikler
	0,922	Risk
	0,976	Likidite

Metal sektöründe etkili olan faktörler Tablo 3.8.'de görüldüğü gibi karlılık, borçlanma maliyeti, işletmeye dair özellikler, işletme riski ve likiditedir. Kar/aktif ve kar/özser karlılık oranları diğer sektörlerde olduğu gibi TB/TA, KVB/TA, TB/TA, KVB/Ö ve UVB/Ö modelleri ile negatif ilişki göstermektedir. Bu ilişki gıda, hizmet-diğer, kimya-petrol-plastik sektöründe de belirtilmiştir. Ancak TB/Ö modelinde kar/özser arasında pozitif bir ilişkinin olması, borç miktarının artması ile birlikte karlılığın da arttığı anlamına gelmektedir.

Borçlanma maliyeti ile UVB/TB arasındaki pozitif ilişki; TB/Ö ve UVB/Ö ile işletmeye dair özellikler arasındaki pozitif ilişki literatürdeki bulgulardan farklı bir sonuç göstermektedir. Metal sektöründe uzun vadeli borçlanma arttıkça, borçlanma maliyeti ve Ar-Ge/Satışlar oranı da artmaktadır.

İşletme riski ile TB/Ö ve UVB/Ö arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu bulgu Korkmaz vd. (2007: 92)' nin çalışmalarında da görülmektedir.

Metal sektöründe faaliyette bulunan KOBİ'lerin uzun vadeli borçlanma düzeyleri arttıkça, işletme riskleri de artmaktadır.

Likidite değişkeni, UVB/Ö bağımlı değişkeni arasında pozitif bir ilişki görülmektedir. Dolayısıyla uzun vadeli borçlanmada borç miktarı arttıkça likidite de artmaktadır.

Tablo 3.9: Orman-Taş-Toprak Ürünleri Sektörünün Değişkenleri

Değişkenler	R ²	Etkili Faktör
$Y_{TB/TA} = 2,709 - 0,381 \text{ dv/kvk} - 0,211 \text{ logsatış}$	0,764 0,880	Likidite Büyükük
$Y_{KVB/TA} = 0,869 - 0,223 \text{ dv/kvk}$	0,818	Likidite
$Y_{UVB/TA} = 0,097 - 16,038 \text{ arge/satış}$	0,579	İşletmeye dair özellikler
$Y_{TB/Ö} = -0,313 - 2,501 \text{ kar/özser} - 13,441 \text{ fg/tb}$	0,792 0,907	Karlılık, Borçlanma maliyeti
$Y_{KVB/Ö} = -2,679 - 2,547 \text{ kar/özser} - 696,407 \text{ arge/satış} + 3,542 \text{ akbüy}$	0,714 0,814 0,889	Karlılık İşletmeye dair özellikler Büyüme Olanakları
$Y_{UVB/Ö} = 0,294 - 0,607 \text{ kar/özser}$	0,876	Karlılık

Orman-taş-toprak ürünleri sektöründe etkili olan faktörler, likidite, büyükük, işletmeye dair özellikler, karlılık, borçlanma maliyeti ve büyüme olanaklarıdır. Likidite, TB/TA ile KVB/TA değişkenleri ile negatif ilişki göstermekte, işletmenin likiditesi düştükçe, toplam ve kısa vadeli borçlanma düzeyi artmaktadır.

İşletme büyüklüğü ile TB/TA arasındaki negatif ilişki, büyükük arttıkça, borçlanmanın azaldığını göstermektedir. İşletmeye özgü özellikler, Ar-Ge/Satış oranı, UVB/TA ile KVB/Ö oranları ile literatürde beklenen negatif ilişkiyi göstermektedir.

Orman-taş-toprak sektöründe etkili olan diğer faktör, karlılık değişkenidir. Kar/Özser değişkeni, TB/Ö ve KVB/Ö oranları ile negatif ilişki göstermekte, borçlanma arttıkça özsermaye karlılığı azalmaktadır. Bu bulgular, gıda sektöründe ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. Borçlanma maliyeti ile TB/Ö oranı arasındaki negatif

ilişki, borçlanma arttıkça, borç maliyetinin azalacağı (Padron vd.,2005:62) desteklemektedir.

Büyüme olanakları değişkeni, orman-taş-toprak ürünleri sektöründe etkili olan diğer değişkendir. KOBİ'lerde genellikle büyüme olanakları ile kaldıraç oranları arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Ancak burada gözlenen pozitif ilişki, işletmeler büyüdükçe KVB/Ö oranı azaldığı anlamına gelmektedir.

Tablo 3.10: Tekstil-Deri Sektörünün Değişkenleri

Değişkenler	R ²	Etkili Faktör
Y _{TB/TA} = 1,524 – 6,12E-08 kar/satış + 2,922 E-07stşss/os -0,790 kar/aktif – 0,136 logsatış	0,713 0,824 0,929 0,984	Karlılık Risk Karlılık Büyükük
Y _{KVB/TA} = 0,955 – 1,99E – 07 kar/satış -0,168 dv/kvk + 0,426 vergi/vök	0,779 0,901 0,955	Karlılık Likidite Vergi
Y _{UVB/TA} = ilişki tespit edilememiştir.		
Y _{TB/Ö} = 3.119 – 7,896 kar/özser	0,573	Karlılık
Y _{KVB/Ö} = 2,704 – 6,877 kar/özser	0,528	Karlılık
Y _{UVB/Ö} = 1,306 – 1,101 kar/özser + 4,936E-05 stşbüy – 1,228 aktbüy	0,863 0,936 0,966	Karlılık Büyükük Büyükük

Tablo 3.10.'da gösterildiği gibi, tekstil-deri sektöründe etkili olan faktörler; karlılık, risk, işletme büyüklüğü, likidite ve vergi faktörüdür.

Karlılık değişkenleri, TB/TA, KVB/TA, TB/Ö, KVB/Ö, UVB/Ö oranlarını negatif yönde etkilemektedir. Borç miktarının artması satışların karlılığını ve özsermaye karlılığını azaltmaktadır. Borç miktarının artması, işletme riskini de artırmaktadır. Ancak risk değişkeninin katsayısının çok küçük olması, TB/TA modelindeki etkisini de azaltmaktadır.

KVB/TA modelinde kısa vadeli borçlanmanın artması likiditeyi azaltırken, vergi yükümlülüğünü artırmaktadır.

UVB/Ö değişkeni iki büyüklük değişkeninden de etkilenmekte, uzun vadede satışlardaki büyümenin artması UVB/Ö oranını arttırırken, aktiflerdeki büyüme ise azaltmaktadır. Ayrıca, satışların büyüme değerinin katsayısının çok küçük olması modeldeki etkisini de azaltmaktadır.

3.6.3. Panel Koentegrasyon (Eşbütünleşme) Bulguları

Araştırmanın bu aşamasında tüm işletmelere ait veriler panel koentegrasyon (eşbütünleşme) analizi ile test edilerek, sermaye yapılarında etkili olan değişkenler belirlenmiştir. Bu bölümde öncelikle panel koentegrasyon (eşbütünleşme) testine yer verilmiş ve analiz sonuçları değerlendirilmiştir.

3.6.3.1. Panel Veri Analizi

Veriler istatistiksel analizlerde, zaman ölçütü dikkate alındığında üç gruba ayrılmaktadır. Bunlar; zaman serisi verileri (time series data), yatay-kesit verileri (cross-section data) ve bu iki veri türünün birleşiminden meydana gelen karma verilerdir (mixed data). Aynı kesit birimi (birey, aile veya işletme), zaman içinde izleniyorsa bu tür karma verilere panel veri (panel data) adı verilmektedir (Altunkaynak, 2007: 11).

Panel araştırmalarda genellikle üç amaç söz konusudur. Birincisi, birimler arası değişkenliği ve/veya her bir birimin zaman boyunca değişkenliğini tanımlamaktır. Böylece hem belli değişkenliklerin büyüklüğünü hem de bu değişkenliklerin seyrini bilmek mümkündür. İkincisi, bu değişkenlikleri diğer değişkenler bakımından açıklamaktır. Bu değişkenler cinsiyet gibi zaman boyunca sabit olabileceği gibi, ruhsal durum gibi zaman içinde değişebilen zaman boyunca sabit olmayan türden olabilir. Üçüncü olarak, her bir birimin ilgili değişken bakımından kestirimini yapmaktır (Altunkaynak, 2007: 11-12).

Baltagi (2001) panel veri yöntemini, ülkeler, endüstriler vb. yatay kesit gözlemlerinin belli bir zaman dönemi içinde bir araya getirilmesi olarak tanımlanmaktadır. Bir panel veri yöntemi kullanılarak basit regresyon modeli aşağıdaki model yardımıyla tahmin edilebilir (Şimşek, 2008: 226).

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + u_{it}$$

$t = 1, \dots, T$ deki her bir zaman sürecinde i yatay kesitleri ($i = 1, \dots, N$) ifade etmektedir.

Sabit terim içermeyen x_{it} 'de K tane değişken vardır.

α_i , t zaman boyunca sabit olarak alınan ve i bireysel yatay kesitlere özgü yatay kesit etkileri gösterir.

Panel regresyonda tek yönlü ve çift yönlü hata düzeltme modelleri gibi hata teriminin yapısına göre farklı modeller oluşturulabilir. Tek yönlü hata bileşen modelinde (one-way error component model) yatay kesit (bireysel) etkileri ya da zaman etkilerinden yalnızca bir etki söz konusudur. Bu modelde örneğin

μ_i , gözlenemeyen yatay kesit (bireysel) etkileri ifade ederken
 v_{it} geri kalan kısmı göstermektedir ($u_{it} = \mu_i + v_{it}$)

Diğer yandan iki yönlü hata bileşen modelinde (two-way error component model), μ_i , gözlenemeyen yatay kesit (bireysel) etkileri, λ_t gözlenemeyen zaman etkisini ve v_{it} geri kalan kısmı göstermektedir ($u_{it} = \mu_i + \lambda_t + v_{it}$)

Hangi modelin uygun olduğunu belirleyebilmek için, yatay kesit ve/veya zaman etkilerinin varlığı ve bir anlamda ortak sabit etkinin varlığı test edilmelidir. Bu durumda test edilen sıfır hipotezi şu şekildedir:

H_{01} : zaman ve yatay kesit etkisi yoktur ve

H_{02} : yatay kesit etkisi yoktur.

Hipotezler, F testi kullanılarak test edilebilir. Varyans bileşenlerinin tahmini, hata bileşen modeli hakkında yapılan varsayıma (yatay kesit ya da zaman etkileri olup olmaması) bağlı olarak değişik şekiller alabilir. Bir panel veri modelinde gözlenemeyen etkileri tahmin etmek için, artıkların kovaryans yapısına göre değişen farklı modeller kullanılabilir. Sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri bunlardan yalnızca ikisidir. Sabit etkiler modelinde μ_i parametresinin sabit olduğu, v_{it} 'nin ise, sıfır ortalamalı ve sabit varyanslı normal dağıldığı (iid) varsayılmaktadır. Sabit etkiler modelinde kesişme noktaları farklı fakat eğimleri aynı N sayı denklem elde edilir. Sonuç olarak, sabit etkiler yöntemi kesitler arasındaki heterojenliğin daha esnek şekilde ifade edilmesini sağlamaktadır. Sıfır hipotezinin reddedilmesi, rassal etkiler

modeline karşı, sabit etkiler modelinin kabul edilmesi gerektiği sonucuna ulaştırmaktadır (Şimşek, 2008: 226).

Yatay kesit gözlemlerin belli bir zaman dönemi içinde bir araya getirilerek oluşturulan panel veri analizi, beraberinde zaman serisi özelliklerini ve sorunlarını da getirmektedir. Panel veri setinin zaman boyutu içermesi nedeniyle, panel verilerde birim kökleri araştırmak ve panel birim kök testleri uygulamak gereklidir. Birim kökün varlığı tespit edildiğinde, sahte regresyon sorunu panel veri analizinde de ortaya çıkmaktadır. Daha farklı bir ifadeyle verilerin durağan olmaması durumunda elde edilecek regresyon tahminleri yanıltıcı (spurious) tahminler olur. Bu amaçla panel birim kök testleri ve panel eşbütünleşme testleri uygulanır (Altunkaynak, 2007: 11-12).

3.6.3.2. Temel Birim Kök Testleri

Durağanlık önemli nokta ise otokovaryans ve otokorelasyon değerlerinin de zamana bağlı olmayıp zamanlar arası farka dayanmasıdır. Bu nedenle bireysel birim kök testlerinin de yapılması gerekmektedir.

1.Dickey ve Fuller (DF) Birim Kök Testi

Testte Dickey ve Fuller (1979) karar kriteri olarak, t-istatistiğinin sapmalı olması nedeniyle τ (tau) adını verdikleri düzeltilmiş t tablosu oluşturmuş ve bu tablonun kullanılması gerektiğini belirtmişlerdir. DF (1979) tarafından tablolaştırılan kritik değerler üç genel model için oluşturulmuştur. $\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t$ olarak ifade edilirse, bu modeller;

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t$$

$$\Delta y_t = m_0 + \gamma y_{t-1} + u_t$$

$$\Delta y_t = m_0 + \gamma y_{t-1} + m_2 t + u_t$$

$H_0 : \rho = 1$ hipotezinin kabulü durumunda y_t serisinde trend etkisi olmamakla birlikte bir rassal gidiş sürecine sahip olduğu kararına varılmaktadır. $|p| < 1$ durumunda sıfır olmayan ortalama etrafında durağandır.

2. Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi

DF(1979) testi hata terimlerinin saf hata terimi (White Noise) sürecine sahip olduğu varsayılmaktadır. Ancak serisel korelasyon olması halinde En Küçük Kareler tahminlerinin sağlıklı olması için test geliştirilmiş ve Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök testi olarak adlandırılmıştır. DF testinde oluşturulan denklemler ADF testinde:

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta_{t-i+1} + u_t$$
$$\Delta y_t = m_0 + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta_{t-i+1} + u_t$$
$$\Delta y_t = m_0 + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta_{t-i+1} + m_2 t + u_t$$

3. Phillips ve Perron (PP) Testi

Phillip ve Peron testi, Phillips'in 1987 yılında yazdığı makalesinde incelenen durumların daha da genişletilmesinden doğan bir birim kök testidir. Test uygulamada oldukça önemli olan iki durumu analize katmaktadır. Birincisi, bir yığılımın varolması, ikincisi ise hem yığılım hem de doğrusal trendin olmasıdır. Varsayılan veri üretme süreci:

$$y_t = \mu + y_{t-1} + u_t \quad \text{şeklindedir.}$$

Dickey ve Fuller (DF) testlerinde olduğu gibi Phillips tipi testlerde üç farklı regresyon modelinden biri üzerine kurulur. Ancak bu testlerin farkı trend teriminin merkezileşmesidir:

$$y_t = \rho y_{t-1} + u_{at}$$
$$y_t = \mu_b + \rho_b y_{t-1} + u_{bt}$$
$$y_t = \mu_c + \gamma_c (t - T / 2) + \rho_c y_{t-1} + u_{ct}$$

3.6.3.3. Panel Birim Kök Testleri

Panel verinin ekonometrik teorisi ilk olarak yatay gözlem sayısının (N) yüksek, gözlem dönemi sayısının (T) düşük olduğu veri kümeleri üzerine

kurulmuştur. Elde edilen tahmincilerin özellikleri belirli bir T değeri için “ $N \rightarrow \infty$ ” varsayımına göre değerlendirilmiştir. Bilindiği gibi zaman serisi şeklindeki veriler söz konusu olduğunda doğal olarak $N=1$ ve “ $T \rightarrow \infty$ ” durumu dikkate alınır. Ancak son yıllarda özellikle mikro düzeydeki veri zenginliğinin ve derinliğinin artması, hem N hem de T değerlerinin görece yüksek olduğu veri setleriyle çalışılmasını olanaklı hale getirmiştir. Ancak bu yeni gelişmenin ortaya çıkardığı sorunlar da gözlemlenmiştir (Sunal ve Aykaç, 2005: 2).

Bu sorunlardan bir tanesi, zaman derinliğinin artması nedeniyle kullanılacak verinin durağanlığının önem kazanmasıdır. Eldeki verilerin durağan ($I(0)$) olup olmadığı tespit edilmeli, eğer durağan değilse durağanlığın sağlanabileceği anlaşılmalıdır (Sunal ve Aykaç, 2005: 2). Bir zaman serisinin ortalaması, varyansı ve ortak varyansı zaman boyunca değişmiyorsa, bu zaman serisi durağandır denir (Altunkaynak, 2007: 16). Ayrıca, (panel) serilerin tek tek durağan olmadığı durumlarda, bu serilerin dorusal bileşimleri durağanlık gösterebilmektedir. Bu durum zaman serisi analizinde olduğu gibi panel veri analizinde de “koentegrasyon (eşbütünleşme)” olarak adlandırılmaktadır (Sunal ve Aykaç, 2005: 4).

Durağanlığın sınanmasında kullanılan en yaygın yol birim kök testidir. Birim kök testi temel olarak:

$$\Delta y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \rho y_{t-1} + u_t$$

Regresyon modelinde $\rho = 0$ olmadığının sınanmasına dayanır. Burada t zaman ya da genel eğilim değişkenini gösterir. Eğer $\rho = 0$ olarak bulunursa y_t değişkeninin birim kökü vardır denilir. Dolayısıyla y_t zaman serisi durağan olmadığı sonucuna varılır. Verilen Δ ifadesi fark operatörünü gösterir.

$$\Delta y_{i,t} = y_{i,t} - y_{i,t-1}$$

$\rho = 0$ hipotezinin sınanmasında geleneksel t istatistiği kullanılır. Bu istatistik için eşik değerler Dickey ve Fuller tarafından tablollaştırıldığı için bu test Dickey-Fuller (DF) testi olarak bilinir.

Eğer u_t hata terimi ardışık bağımlıysa

$$\Delta y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \rho y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t$$

P maksimum gecikme sayısını gösterir. Yukarıda belirtildiği gibi, bu modele DF testi uygulandığında, buna genişletilmiş DF (Augmented Dickey-Fuller, ADF) testi adı verilir ve kısaca GDF olarak gösterilir. DF testi ile GDF testi aynı asimptotik dağılım özelliklerini gösterdiklerinden eşik değerleri de aynıdır (Altunkaynak, 2007: 16).

1. Levin-Lin ve Chu (LLC) Panel Birim Kök Testi

$$\Delta y_{it} = \alpha y_{it-1} + \sum_{j=1}^p \beta_{ij} \Delta y_{it-j} + X_{it} \delta + \varepsilon_{it}$$

LLC testinde kullanılan yöntem, standartlaştırılmış ve otokorelasyondan ve deterministik kısımlardan arındırılmış Δy_{it} ve y_{it} 'nin vekil değişkeninden α tahmini yapmaktadır.

LLC testinde sıfır ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir:

$$H_0 = \alpha = 0$$

$$H_1 = \alpha < 0$$

LLC testi ortak birim kök vardır sıfır hipotezini test etmektedir.

2. Im-Pesaran ve Shin (IPS) Panel Birim Kök Testi

IPS testi de panele özgü sonuçlar elde edebilmek için bireysel birim kök testlerinin birleştirilmiş şeklidir. Her bir yatay kesit için ayrı ayrı birim kök testi olup olmadığını test etmektedir.

$$\Delta y_{it} = \alpha y_{it-1} + \sum_{j=1}^p \beta_{ij} \Delta y_{it-j} + X_{it} \delta + \varepsilon_{it}$$

$$H_0 = \alpha = 0 \text{ (Bütün i'lerde birim kök vardır)}$$

$$H_1 = \alpha < 0 \text{ (En azından bir i için)}$$

3.Hadri Panel Birim Kök Testi

Birim kök vardır şeklinde bir hipotezin, genelde aksine güçlü bir kanıt olmadıkça kabul edildiğinden ve bu nedenle bir çok ekonomik seride sıfır hipotezinin reddedilemediğinden hareketle Hadri (2000), artık temelli bir Lagrange Multiplier (LM) testi önermiştir. Hadri testi herhangi bir serisinde birim kök yoktur sıfır hipotezini test etmektedir.

3.6.3.4. Koentegrasyon (Eşbütünleşme) Testleri

Verilerin durağan olmadığını ve aynı bütünleşme köküne sahip olduğunu birim kök testleriyle inceledikten sonra eşbütünleşme testlerine geçilmektedir.

Yapılan durağanlık testi sonucunda bir zaman serisinin durağan olmadığı sonucuna varılırsa, bu durumda durağanlığı sağlamak için seri üzerinde fark alma işlemi yapılmaktadır. Ancak yapılan fark alma işlemi uzun dönem ilişkileri yani trendlerin de ortadan kalkmasına neden olabilmektedir. Dolayısıyla durağanlığın bu şekilde sağlanmasından önce eşbütünleşme analizi yapılmaktadır. Çünkü ele alınan değişkenler arasında eşbütünleşme varsa bu durumda durağanlaştırma işlemine gerek kalmaz. İki değişken arasında eşbütünleşme olması onların aynı dalga boyunda olduğunu göstermektedir. Bu durumda iki değişkene ait trendler birbirinin etkisini yok eder ve elde edilen regresyon klasik test istatistiklerinin geçerliliklerini korumaktadır (Altunkaynak, 2007: 17).

Eşbütünleşme testinin temeli iki değişken arasındaki regresyondan hesaplanacak artıkların durağan olup olmadığını tespit etmeye dayalıdır. Yani,

$$y_t = \beta_1 + \beta_2 x_t + u_t$$

şeklinde verilen bir regresyon modeli için u_t 'nin durağan olması bu iki değişken arasında eşbütünleşmenin olduğunun kanıtıdır.

Panel verilerde eşbütünleşme testi H_0 :*eşbütünleşme yoktur* şeklindeki sıfır hipotezini test eder. Pedroni eşbütünleşme testinde birinci adım, hipotezde ileri sürülen eşbütünleşme regresyonundan artıkları elde etmektir.

Genel durumda $t=1,2,\dots, T$ (zaman sürecindeki gözlem sayısı), $i=1,2,\dots, N$ (paneldeki yatay kesitlerin toplam sayısı) ve $m = 1,2,\dots, M$ (regresyondaki değişkenlerin sayısı) olmak üzere eşbütünleşme regresyonu aşağıdaki gibi yazılır:

$$y_{it} = \alpha_i + \delta_i t + \beta_{1i} x_{1i,t} + \beta_{2i} x_{2i,t} + \dots + \beta_{Mi} x_{Mi,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$\beta_{1i}, \beta_{2i}, \dots, \beta_{Mi}$ paneldeki her bir yatay kesitler arası eğim katsayıları panelin bireyleri boyunca değişmesine izin verilmektedir.

α_i paneldeki kesitlere özgü sabit ya da bireysel kesitler arasında farklı olabilen sabit etki parametresidir. İlave olarak bazı uygulamalar için paneldeki özel zaman trendini koymak tercih edilebilir. Bu durum δ_{it} ile gösterilir.

İlk olarak geliştirilen panel eşbütünleşme testleri, Engle-Granger iki aşamalı yönteminden elde edilen artıklara doğrudan panel birim kök test uygulamaktaydılar. Fakat son dönemdeki literatürde, bu yaklaşımı kullanan test istatistiklerinin durağanlığı kabule yönelik bir sapma içerdiği belirtilmektedir. Pedroni (1995) bu tip bir uygulamanın uygun olmadığını ayrıntılı bir şekilde açıklamış ve 1995 ve 1997 yılındaki çalışmalarında heterojen dinamikleri, içsel açıklayıcı değişkenleri, sabit etkileri ve kesite özgü deterministik trendleri olan çeşitli durumlar için uygun olan test istatistikleri geliştirmiş, bunlara ilişkin kritik değerleri ise 1999 yılındaki çalışmasında yayınlamıştır (Şimşek, 2008: 233).

Pedroni (1997), yedi farklı istatistiğin küçük örneklem özelliklerini incelemiş ve asimptotik dağılımlarını türetmiştir. Bu yedi istatistiğin dördü gruplar içi (within dimension) olarak bilinir ve gruplar boyunca veriyi bir araya getirmeye (pooling) dayalıdır. Özellikle gruplar içi istatistikler N birim boyunca payın ve paydanın her ikisinin de ayrı ayrı toplanmasıyla oluşturulur. Diğer üç istatistik ise gruplar arası (between dimension) olarak bilinir. Gruplar arası istatistikler ise payın N grup boyunca toplanan paydaya bölünmesiyle elde edilir.

Panel bütünleşme istatistiklerinde bütün i 'ler için $H_0: \gamma = 1$ şeklindeki eşbütünleşme yoktur sıfır hipotezi bütün i 'ler için $H_1: \gamma_i = \gamma < 1$ şeklindeki alternatif hipoteze karşı test edilmektedir. Burada $\gamma_i = \gamma$ için ortak bir değer kabul edilmektedir. Buna karşılık ikinci kategorideki grup ortalamasının panel eşbütünleşme is-

tatistiklerinde bütün t'ler için $H_0: \gamma_i = 1$ şeklindeki eşbütünleşme yoktur sıfır hipotezi bütün i'ler için $H_0: \gamma = 1$ şeklindeki alternatif hipoteze karşı test edilmektedir. Burada ise alternatif hipotez altında $\gamma_i \neq \gamma$ için ortak bir değer kabul edilmemektedir. Bu kategorideki alternatif hipotez, bütün kesitler için ortak bir birinci derece otoregresif katsayı varsaymamaktadır (Şimşek, 2008: 234). Dolayısıyla Eşbütünleşmenin olmaması durumunun bulunduğu sıfır hipotezinin reddedilmesi panel verilerin eşbütünleşik olması anlamına gelmektedir.

Pedroni'nin 1997'deki çalışması, basit iki değişkenli regresyonlar üzerine yoğunlaştığından bu anlamda biraz sınırlıdır. Bu nedenle Pedroni, 1999'daki çalışmasında çok değişkenlili regresyonlar konusuna yoğunlaşarak, paneldeki her birim için sıfır hipotezinde değişkenlerin eşbütünleşik olmadığı, alternatif hipotezinde ise tek eşbütünleşme vektörünün olduğu bir test geliştirerek bu sınırlamaları genişletmiştir. Pedroni Eşbütünleşme Testleri aşağıda gösterilmektedir:

1. Panel v İstatistiği

$$T^2 N^{3/2} Z_{\hat{v}_{N,T}} \equiv T^2 N^{3/2} \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11,i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1}$$

2. Panel p İstatistiği

$$T \sqrt{N} Z_{\hat{p}_{N,T}} \equiv T \sqrt{N} \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11,i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11,i}^{-2} (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)$$

3. Panel t İstatistiği (parametrik olmayan)

$$Z_{tN,T} \equiv \left(\hat{\sigma}_{N,T}^2 \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11,i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1/2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11,i}^{-2} (\hat{e}_{i,t-1} \Delta \hat{e}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)$$

4. Panel t İstatistiği (parametrik)

$$Z_{tN,T}^* \equiv \left(\tilde{s}_{N,T}^{*2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11,i}^{-2} \hat{e}_{i,t-1}^{*2} \right)^{-1/2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{L}_{11,i}^{-2} (\hat{e}_{i,t-1}^* \Delta \hat{e}_{i,t}^*)$$

5. Grup ρ İstatistiği

$$TN^{-1/2} \tilde{Z}_{\tilde{p}N, T-1} \equiv TN^{-1/2} \sum_{i=1}^N \left(\sum_{t=1}^T \tilde{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1} \sum_{t=1}^T (\tilde{e}_{i,t-1} \Delta \tilde{e}_{i,t} - \tilde{\lambda}_i)$$

6. Grup t İstatistiği (parametrik olmayan)

$$N^{-1/2} \tilde{Z}_{tN, T-1} \equiv N^{-1/2} \sum_{i=1}^N \left(\tilde{\sigma}_1^2 \sum_{t=1}^T \tilde{e}_{i,t-1}^2 \right)^{-1/2} \sum_{t=1}^T (\tilde{e}_{i,t-1} \Delta \tilde{e}_{i,t} - \tilde{\lambda}_i)$$

7. Grup İstatistiği (parametrik)

$$N^{-1/2} \tilde{Z}_{tN, T}^* \equiv N^{-1/2} \sum_{i=1}^N \left(\sum_{t=1}^T \tilde{s}_i^{*2} \tilde{e}_{i,t-1}^{*2} \right)^{-1/2} \sum_{t=1}^T (\tilde{e}_{i,t-1}^* \Delta \tilde{e}_{i,t}^*)$$

Araştırmada kullanılan tüm değişkenlere ait birim kök testleri uygulanmıştır. Birim kök testi sonuçları Tablo 3.11 ve 3.12 'de gösterilmektedir. Serilerin aynı eşbütünleşme derecesine sahip olmalarından dolayı panel koentegrasyon testi uygulanmıştır.

Panel data yönteminde TB/TA ve KVB/TA modellerinde üç bağımsız değişken (logsatis, dv/kvk, amrt/ta) ile anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Bu modellere ait panel sonuçları ekte gösterilmektedir. UVB/TA, TB/Ö, KVB/Ö ve UVB/Ö modellerinde panel yönteminde uygun sonuç elde edilmediğinden, bu modeller için panel koentegrasyon yöntemi uygulanmamıştır. Dolayısıyla TB/TA ve KVB/TA modelleri;

$$\begin{aligned} TB/TA &= f(dv/kvk, amrt/ta, logsatis) \\ TB/TA &= f(likidite, borç dışı vergi kalkanı, işletme büyüklüğü) \\ KVB/TA &= f(dv/kvk, amrt/ta, logsatis) haline gelmiştir \\ KVB/TA &= f(likidite, borç dışı vergi kalkanı, işletme büyüklüğü) \end{aligned}$$

Panel data yönteminde elde edilen TB/TA modeline LM testi yapılmış ve bu modelin değişen varyansa sahip olduğu hesaplanmıştır. Bu hesaplama için yazılmış olan ve panel LM katsayısını hesaplayan algoritma kullanılmıştır. Elde edilen sonuç Lmhals: 1481.096 ve Lmhped: 1187.385 değerleri değişen varyansın varlığını

gösterdiğinden panel koentegrasyon yöntemine başvurulmuştur. Nitekim DW test istatistiği de oldukça küçük bir değerdedir. Bu nedenle söz konusu modelin katsayıları da yorumlanamamaktadır.

Tablo 3.11: Birim Kök Sonuçları (I (0))

Değişkenler	INDIVIDUAL INTERCEPT				INDIVIDUAL INTERCEPT AND TREND					NONE			HADRİ	
	LLC	IPS	ADF (Fisher)	PP (Fisher)	LLC	Breitung	IPS	ADP (Fisher)	PP (Fisher)	LLC	ADP (Fisher)	PP (Fisher)	Hadri Z	Deş.Var.
TBTA	-1,23	0,14	48,06	55,11	-1,76	1,13	1,47	30,74	41,75	-1,29	45,64	53,45	3,67	3,77
	0,1	0,55	0,47	0,22	0,03	0,87	0,93	0,97	0,72	0,09	0,56	0,27	0	0
KVBTA	-3,29	-1,42	60,24	60,24	-4,6	-0,73	-0,63	55,17	61,19	-2,31	43,18	44,57	0,68	3,92
	0,0005	0,07	0,11	0,11	0	0,23	0,26	0,22	0,09	0,01	0,67	0,61	0,24	0
UVBTA	-7,38	-3,3	86,11	96,55	-74,99	-1,31	16,08	103,86	93,88	-4,95	91,6	99,57	8,06	4,01
	0	0,0005	0,0006	0	0	0,09	0	0	0,0001	0	0,0002	0	0	0
TBO	-4,13	-1,88	80,56	122,59	-4,11	1,3	-1,16	67,97	119,17	-5,19	107,11	127,52	1,19	4,43
	0	0,02	0,0022	0	0	0,9	0,12	0,03	0	0	0	0	0,11	0
KVBO	-2,52	-1,26	72,89	109,75	-6,02	0,42	-2,74	86,11	120,69	-3,68	90,15	112,75	1,07	4,96
	0,0058	0,1	0,01	0	0	0,66	0,003	0,0006	0	0,0001	0,0002	0	0,14	0
UVBO	-7,65	-4,44	99,38	128,79	-132,2	0,49	23,73	91,2	126,38	-7,18	143,16	155,72	1,18	3,71
	0	0	0	0	0	0,68	0	0,0002	0	0	0	0	0,13	0,0001
MDVTA	-3,1	-1,5	66,63	58,71	-4,7	-0,11	-1,14	61,18	49,48	-0,42	35,19	34,59	5,57	4,47
	0,001	0,06	0,03	0,13	0	0,45	0,12	0,09	0,41	0,33	0,91	0,92	0	0
ORTAKTİF	4,68	8,02	12,61	8,81	-1,15	4,98	1,65	31,67	23,24	7,26	14,18	6,62	10,07	9,87
	1	1	1	1	0,12	1	0,95	0,96	0,99	1	1	1	0	0
LOGSATİS	-12,01	-5,79	112,16	197,43	-7,38	3,59	-0,31	65,72	103,25	10,87	7,3	2,69	3,43	9,86
	0	0	0	0	0	0,99	0,37	0,04	0	1	1	1	0,003	0
KARSATİS	-7,39	-4,28	97,5	111,56	-7,83	-1,6	-2,85	78,89	101,46	-8,89	159,57	167,27	-0,22	4,06
	0	0	0	0	0	0,05	0,002	0,0033	0	0	0	0	0,58	0

Değişkenler	INDIVIDUAL INTERCEPT				INDIVIDUAL INTERCEPT AND TREND					NONE			HADRI	
	LLC	IPS	ADF (Fisher)	PP (Fisher)	LLC	Breitung	IPS	ADP (Fisher)	PP (Fisher)	LLC	ADP (Fisher)	PP (Fisher)	Hadri Z	Deş.Var.
KARAKTİF	-8,14	-4,59	100,15	111,25	-7,87	-3,3	-2,89	75,2	93,55	-9,71	167,494	171,792	0,68	3,34
	0	0	0	0	0	0,0005	0,002	0,007	0,0001	0	0	0	0,24	0,0004
KAROZSER	-11,13	-7,15	132,93	152,81	-11,48	-4,07	-4,46	101,62	143,2	-11,19	231,04	228,08	0,61	3,44
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,27	0,0003
FVOKTA	-7,76	-4,61	99,18	108,44	-8,26	-3,02	-3,24	80,18	85,17	-9,74	166,12	168,11	1,06	4,08
	0	0	0	0	0	0,0013	0,006	0,0025	0,0008	0	0	0	0,14	0
VERGİVOK	-10,33	-6,44	118,3	148,95	-8,81	-0,42	-3,45	79,55	119,65	-8,73	139,06	148,33	2,54	3,38
	0	0	0	0	0	0,33	3E-04	0,0016	0	0	0	0	0,0055	0,004
AMRTTA	-1,69	0,4	42,12	38,77	-4,96	-0,39	-1,23	55,66	47,52	0,53	33,65	32,55	7,68	6,16
	0,04	0,65	0,71	0,82	0	0,34	0,1	0,2	0,49	0,7	0,94	0,95	0	0
FGTB	-7,36	-3,54	79,94	82,93	-9,62	-6,03	-3,32	79,34	123,23	-5,82	87,15	89,69	4,11	3,98
	0	0,0002	0,0026	0,0013	0	0	4E-04	0,003	0	0	0,0005	0,0002	0	0
SATSBUY	-10,15	-5,25	125,26	146,81	-13,6	-7,11	-6,67	126,55	198,52	0,42	55,05	53,42	0,19	5,91
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,66	0,22	0,27	0,42	0
AKTBUY	-6,45	-3,47	95,8	96,71	-13,65	-5,71	-6,98	129,4	165,7	3,92	13,49	11,09	8,47	8,28
	0	0,0003	0,0001	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0
DVKVK	-5,24	-2,41	80,01	78,78	-7,46	0,85	-1,93	74,02	97,38	-3,75	64,97	64,64	0,68	3,92
	0	0,0079	0,0025	0,0034	0	0,8	0,027	0,0093	0	0,0001	0,05	0,05	0,24	0
ARGESTS	-1,28	-0,28	15,46	15,79	-3,35	-2,11	0,32	14,45	11,99	-3,21	30,15	32,89	2,13	0,97
	0,1002	0,38	0,49	0,46	0,0004	0,01	0,62	0,8	0,91	0,0006	0,01	0,007	0,01	0,16
STSSSOS	-42,51	-15,31	169,91	215,77	-30,07	0,3	-9,09	107,53	155,7	-19,95	143,02	150,59	-1,68	3,29
	0	0	0	0	0	0,61	0	0	0	0	0	0	0,95	0,0005

Tablo 3.12: Birim Kök Sonuçları (I (1))

Değişkenler	Individual Intercept				Individual Intercept and Trend					NONE			HADRİ	
	LLC	IPS	ADF (Fisher)	PP (Fisher)	LLC	Breitung	IPS	ADP (Fisher)	PP (Fisher)	LLC	ADP (Fisher)	PP (Fisher)	Hadri Z	Deş.Var.
TBTA	-13,13	-7,7	140,76	150,06	-11,17	-1,74	-3,74	101,66	141,25	-15,56	230,18	235,23	0,48	2,17
	0	0	0	0	0	0,04	0,0001	0	0	0	0	0	0,31	0,01
KVBTA	-13,89	-7,82	146,32	174,11	-13,2	-3,92	-3,83	100,25	151,36	-16,01	256,47	262,63	2,44	3,96
	0	0	0	0	0	0	0,0001	0	0	0	0	0	0,007	0
UVBTA	-55,89	-21,79	217,68	240,77	-39,37	-4,86	-12,48	165,5	227,09	-24,76	305,76	304,79	0,55	4,88
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,28	0
TBO	-17,72	-12,42	205,71	287,33	-17,38	-3,05	-7,55	145,62	242,33	-19,41	315,77	339,12	10,68	5,25
	0	0	0	0	0	0,001	0	0	0	0	0	0	0	0
KVBO	-17,5	-13,13	219,31	292,32	-16,47	-2,6	-7,63	159,2	251,54	-19,1	322,55	349,34	10,76	5,97
	0	0	0	0	0	0,0046	0	0	0	0	0	0	0	0
UVBO	-85,4	-27,29	242,34	312,28	-50,01	-5,42	-12,41	156,66	279,08	-20,22	349,86	382,72	10,38	6,07
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MDVTA	-13,5	-8,9	160,56	181,61	-12,03	-2,58	-4,44	109,2	172,55	-16,73	273,59	284,98	1,61	3,31
	0	0	0	0	0	0,0049	0	0	0	0	0	0	0,53	0,0005
ORTAKTİF	-5,22	-3,51	87,25	105,08	-7,24	1,5	-2,97	96,1817	123,3	-5,009	92,24	128,55	2,89	2,18
	0	0,0002	0,0005	0	0	0,93	0,0014	0	0	0	0,0001	0	0,0019	0,0014
LOGSATİS	-10,56	-6,75	140,55	204,88	-13,99	-3,12	-5,44	131,57	207,8	-10,86	191,92	219,99	0,16	7,1
	0	0	0	0	0	0,0009	0	0	0	0	0	0	0,43	0
KARSATİS	-16,44	-11,56	200,27	274,09	-14,34	-4,95	-6,13	139,99	255,28	-19,45	229,86	364,14	10,95	6,3
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

	Individual Intercept				Individual Intercept and Trend					NONE			HADRI	
Değişkenler	LLC	IPS	ADF (Fisher)	PP (Fisher)	LLC	Breitung	IPS	ADP (Fisher)	PP (Fisher)	LLC	ADP (Fisher)	PP (Fisher)	Hadri Z	Deş.Var.
KARAKTİF	-17,65	-12,07	206,71	280,71	-15,58	-5,9	-6,26	141,07	252,84	-20,44	337,64	375,34	1,47	6,07
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,06	0
KAROSER	-21,47	-14,81	249,33	262	-19,74	-7,86	-9,55	196,19	336,36	-23,77	384,09	427,6	10,27	7,1
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FVOKTA	-18,07	-11,97	206,31	267,29	-15,3	-5,72	-5,77	138,35	246,15	-20,32	333,1	366,3	1,51	5,77
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,06	0
VERGİVOK	-17,52	-12,12	206,82	313,61	-20,12	-4,61	-7,46	155,82	303	-19,95	316,42	374,4	8,12	8,21
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AMRTTA	-12,1	-8,64	155,36	185,87	-15,28	-3,62	-6,06	130,34	167,44	-14,75	246,6	268,54	4	3,59
	0	0	0	0	0	0,0001	0	0	0	0	0	0	0	0,0002
FGTB	-18,51	-12,74	218,48	324,59	-16,46	-10,54	-7,16	151,36	284,58	-20,64	352,124	403,328	3,52	5,42
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0058	0
SATSBUY	-21,13	-13,93	248,01	429,49	-17,11	-1,58	-6,86	173,77	365,14	-24,11	392,82	447,74	10,95	6,91
	0	0	0	0	0	0,05	0	0	0	0	0	0	0	0
AKTBUY	-26,35	-17,63	275,59	364,54	-22,7	-10,65	-9,68	190,92	309,27	-24,26	380,22	401,05	2,39	4,72
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0082	0
DVKVK	-14,02	-9,91	183,13	240,31	-17,68	-0,61	-6,98	149,26	244,61	-19,32	294,062	299,64	3,31	4,76
	0	0	0	0	0	0,26	0	0	0	0	0	0	0,0005	0
ARGESTS	-10,55	-6,29	70,98	79,5	-10,78	-7,93	-3,83	53,38	84,71	-11,49	123,87	134,01	0,67	1
	0	0	0	0	0	0	0,0001	0,0001	0	0	0	0	0,25	0,15
STSSSOS	-28,6	-16,28	222,29	297,67	-25,39	-4,13	-9,79	169,69	270,58	-30,06	356,74	401,43	10,95	7,26
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

TB/TA Değişkenine İlişkin Pedroni Eşbütünleşme Testleri (Sabit Etki)

			Ağırlıklandırılmış	
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>
Panel v- İstatistiği	3.162181	0.0008	-0.741277	0.7707
Panel rho- İstatistiği	-0.752422	0.2259	2.466010	0.9932
Panel PP- İstatistiği	-8.326926	0.0000	-1.159796	0.1231
Panel ADF- İstatistiği	0.254474	0.6004	-1.865149	0.0311
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>		
Grup rho- İstatistiği	4.438654	1.0000		
Grup PP- İstatistiği	-2.848308	0.0022		
Grup ADF- İstatistiği	-0.331092	0.3703		

Perdoni (2001), panel verili modellerde eşbütünleşmeyi test etmek için 7 ayrı test ortaya koymuştur. Açık değerler, %5 anlamlılık düzeyinde panel eşbütünleşme ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Panel ADF testine göre Pedroni' nin yaklaşımı açısından homojen bir yapı altında değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki vardır. Panel yapıda homojenite, zaman boyutunda hata terimleri arasında bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. Bu açıdan tahmin edilen katsayıların zaman boyutuyla dirençli olduğu söylenebilir. Grup bazında ise bir heterojenlik söz konusudur. Bu durum Grup PP istatistik değerinin anlamlı olmasından anlaşılmaktadır.

TB/TA Değişkenine İlişkin Pedroni Eşbütünleşme Testleri (Bireysel Sabit Etki ve Bireysel Trend)

			Ağırlıklandırılmış	
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>
Panel v- İstatistiği	0.382457	0.3511	-2.381780	0.9914
Panel rho- İstatistiği	1.733887	0.9585	4.646259	1.0000
Panel PP- İstatistiği	-5.920269	0.0000	-2.241954	0.0125
Panel ADF- İstatistiği	3.483597	0.9998	-2.066670	0.0194
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>		
Grup rho- İstatistiği	5.563049	1.0000		
Grup PP- İstatistiği	-6.794572	0.0000		
Grup ADF- İstatistiği	-0.114447	0.4544		

Bireysel sabitsiz ve trendsiz yapı heterojendir. Bu açıdan işletmeler arasında ortalamada farklılıklar vardır.

**TB/TA Değişkenine İlişkin Pedroni Eşbütünleşme Testleri
(Bireysel Sabit Etki ve Trend Olmadan)**

			Ağırlıklandırılmış	
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>
Panel v- İstatistiği	2.779625	0.0027	-1.474723	0.9299
Panel rho- İstatistiği	-0.866015	0.1932	0.878646	0.8102
Panel PP- İstatistiği	-4.633398	0.0000	-2.367905	0.0089
Panel ADF- İstatistiği	1.639418	0.9494	-0.499675	0.3087
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>		
Grup rho- İstatistiği	3.327522	0.9996		
Grup PP- İstatistiği	-2.914978	0.0018		
Grup ADF- İstatistiği	-0.047344	0.4811		

Birinci durumdaki varsayım burada da geçerli olmakta, homojen bir yapı altında değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki göstermektedir.

KVB/TA Değişkenine İlişkin Pedroni Eşbütünleşme Testleri (Sabit Etki)

			Ağırlıklandırılmış	
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>
Panel v- İstatistiği	0.077701	0.4690	-0.910908	0.8188
Panel rho- İstatistiği	0.759881	0.7763	2.666030	0.9962
Panel PP- İstatistiği	-11.81763	0.0000	-2.746750	0.0030
Panel ADF- İstatistiği	-3.822277	0.0001	-2.708849	0.0034
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>		
Grup rho- İstatistiği	4.820719	1.0000		
Grup PP- İstatistiği	-4.679645	0.0000		
Grup ADF- İstatistiği	-1.856385	0.0317		

KVB/TA sabit etki ile heterojendir. Bu açıdan işletmeler arasında ortalamada farklılıklar vardır.

**KVB/TA Değişkenine İlişkin Pedroni Eşbütünleşme Testleri
(Bireysel Sabit Etki ve Bireysel Trend)**

			Ağırlıklandırılmış	
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>
Panel v- İstatistiği	-2.570629	0.9949	-2.942538	0.9984
Panel rho- İstatistiği	2.535043	0.9944	4.518835	1.0000
Panel PP- İstatistiği	-10.69308	0.0000	-2.493781	0.0063
Panel ADF- İstatistiği	-2.414095	0.0079	-1.887587	0.0295
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>		
Grup rho- İstatistiği	5.949093	1.0000		
Grup PP- İstatistiği	-4.289456	0.0000		
Grup ADF- İstatistiği	-0.753607	0.2255		

Bu modelde de Panel ADP ve Grup PP istatistik değerleri anlamlı çıkmıştır. TB/TA modelindeki değerlendirme burada da geçerlidir.

**KVB/TA Değişkenine İlişkin Pedroni Eşbütünleşme Testleri
(Bireysel Sabit Etki ve Trend Olmadan)**

			Ağırlıklandırılmış	
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>
Panel v- İstatistiği	-0.266926	0.6052	-1.802395	0.9643
Panel rho- İstatistiği	-0.218261	0.4136	1.280846	0.8999
Panel PP- İstatistiği	-4.463478	0.0000	-1.849459	0.0322
Panel ADF- İstatistiği	0.477785	0.6836	0.040776	0.5163
	<u>İstatistik</u>	<u>Olasılık</u>		
Grup rho- İstatistiği	3.282600	0.9995		
Grup PP- İstatistiği	-4.925913	0.0000		
Grup ADF- İstatistiği	-1.627147	0.0519		

Bu modelde de Panel ADP ve Grup PP istatistik değerleri anlamlı çıkmıştır. TB/TA modelindeki değerlendirme burada da geçerlidir.

Tablo 3.13: TB/TA Modeline Ait Sonuçlar

Panel Sayı	DV/KVK	Amrt/TA	LogSatış
1.	2,76 (-7,95)	2,11 (0,86)	2,25 (1,16)
2.	0,01 (-18,20)	0,18 (-12,78)	0,12 (-9,70)
3.	-0,02 (-201,06)	0,08 (-23,78)	-0,12 (-13,53)
4.	-0,18 (-51,17)	0,33 (-7,95)	-0,02 (-20,90)
5.	0,12 (-11,61)	0,46 (-2,13)	0,02 (-17,76)
6.	-0,14 (5,17)	-1,23 (10,84)	-0,08 (-20,91)
7.	-0,08 (-10,02)	0,99 (-0,01)	0,62 (-1,32)
8.	-0,20 (-5,41)	4,24 (1,99)	-0,28 (-5,21)
9.	0,01 (-9,55)	0,63 (-2,19)	0,35 (-4,47)
10.	-0,13 (-49,65)	0,04 (-20,55)	-0,08 (-9,03)
11.	-0,09 (-43,07)	-0,32 (-17,86)	0,19 (-38,52)
12.	-0,20 (-35,52)	0,24 (-5,09)	-0,03 (-24,01)
13.	0,12 (-1,75)	-2,63 (-1,80)	1,97 (0,78)
14.	-0,65 (-6,20)	0,21 (-2,81)	-0,26 (-12,61)
15.	-0,15 (-46,03)	0,25 (-6,14)	-0,32 (23,53)
16.	-0,87 (-18,62)	-0,04 (-20,56)	-0,32 (-7,53)
17.	-0,10 (-22,10)	-0,47 (-9,01)	-0,07 (-8,92)
18.	-0,14 (-19,62)	0,07 (-83,15)	0,04 (-36,15)
19.	-0,51 (-6,18)	-0,42 (-8,39)	-0,28 (-24,05)
20.	-0,07 (-15,24)	-0,22 (-8,05)	0,02 (-28,54)
21.	-0,03 (-90,88)	0,66 (-1,89)	-0,13 (-16,92)
22.	-1,22 (-14,23)	0,12 (-33,65)	-0,13 (-18,89)
23.	-0,04 (-50,71)	0,01 (-50,38)	0,03 (-5,33)
24.	-0,07 (-14,65)	-1,04 (-2,03)	0,23 (-3,30)
Grup Ortalaması	-0,31 (-154,03)	0,18 (-67,00)	0,15 (-71,28)

N=24, T=12, Maksimum Gecikme Sayısı 1

TB/TA değişkenine ait panel koentegrasyon (eşbütünleşme) sonuçları Tablo 3.13'te gösterilmektedir. Her işletmeye ait ilk değer, ilgili değişkenin katsayısını; parantez içindeki değer ise t istatistiklerini göstermektedir. Bu değerler, uzun dönemde her KOBİ'nin sermaye yapısını etkileyen faktörleri belirlemektedir.

Dv/kvk, TB/TA kaldıraç oranı ile 2-5-9-13. sayılı KOBİ'lerde pozitif yönlü, diğer KOBİ'lerle negatif yönlü bir ilişki göstermektedir. Genel ortalamada da bu ilişki negatif yönlüdür. Genel olarak, likit değerleri yüksek olan işletmelerin, bu değerleri yatırımlarının finansmanında kullanacakları varsayımı, kaldıraç oranları ile likidite değişkeni arasında negatif bir ilişkiye neden olmaktadır. Bu nedenle analize konu olan KOBİ'lerin genel olarak bu eğilimde oldukları görülmektedir. Bu durum finansal hiyerarşi yaklaşımına bağlı olarak, likiditesi yüksek olan işletmelerin daha az borçlandıkları varsayımını da desteklemektedir. Nitekim Ozkan (2001; 190) ve Demirhan (2007: 165)'in çalışmalarında da negatif ilişki tespit edilmiştir. Bu etki, borç verenlerle hissedarlar arasında yaşanan çelişkilerden ortaya çıkmaktadır.

Kaldıraç oranı ile pozitif ilişki gösteren 4 KOBİ sırasıyla gıda, hizmet ve metal sektörlerinde faaliyette bulunmaktadır. 13. KOBİ'nin t değeri, oldukça düşüktür. Bu nedenle bu değerlendirmede analiz dışı bırakılmıştır. Bu sektörlerdeki genel eğilim de negatif yönlüdür. İlişkinin pozitif görüldüğü bu KOBİ'lerde, artan kısa vadeli yükümlülüklerini ödemek için elinde fazla likit değerler buldukları anlamına gelmektedir.

Borç dışı vergi kalkanı (amrt/ta), TB/TA kaldıraç oranını etkileyen diğer faktördür. Amortismanlar, işletmelerin ödedikleri vergi miktarını etkilemektedir. Amrt/ta değişkinine ilişkin 1-7-13-21. sayılı KOBİ'lere ait verilerde t değeri oldukça düşük tespit edildiğinden, borç dışı vergi kalkanı değişkeni analiz dışı bırakılmıştır. Amrt/ta, TB/TA oranı ile 11-16-17-19-20-24. sayılı KOBİ'lerde negatif yönlü, diğer KOBİ'lerde ise pozitif yönlü bir ilişki göstermektedir. İşletmelerin grup ortalaması ise kaldıraç oranı ile pozitif yönlü bir ilişkiyi göstermektedir.

Negatif yönlü ilişki gösteren KOBİ'ler açısından ele alındığında, yüksek düzeyde borç dışı vergi kalkanına sahip olmaları, daha düşük düzeyde borçlanmaya gidecekleri anlamına gelmektedir. Durukan (1997: 106), Heshmati (2001: 217), Sogorb (2002:16) 'nin çalışmalarında da negatif ilişkiyi ortaya çıkmaktadır. Pozitif

yönlü ilişki gösteren KOBİ'ler açısından ise, borç dışı vergi kalkanı olanaklarının artması, sermaye yapıları içinde yabancı kaynakların ağırlığının arttığı göstermektedir. Bu değerlendirme, grup ortalaması için de geçerlidir. Korkmaz vd. (2007:92)'nin çalışmalarında da bu ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla İMKB'de faaliyette bulunan KOBİ'lerin borç dışı vergi kalkanı arttıkça, daha farklı bir ifadeyle amortisman miktarının arttıkça sermaye yapıları içinde borç miktarı artmaktadır. Bu değerlendirme, KOBİ'lerin varlıklarını finanse etmede daha çok yabancı kaynak kullandıkları ile açıklanabilmektedir.

İşletme büyüklüğü (LogSatış) ile kaldıraç oranları arasında genellikle pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir. LogSatış değişkenine ilişkin, 1. KOBİ'nin t değeri düşük olduğundan dolayı değerlendirme kapsamına alınmamıştır. 2-5-7-9-11-13-18-20-23-24 sayılı KOBİ'lerin panel koentegrasyon sonuçlarında pozitif yönlü, diğer KOBİ'lerde negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Genel ortalama da pozitif yöndedir. Pozitif yönde ilişki gösteren KOBİ'ler (Sogorb, 2002: 16; Gaud vd., 2005:60) tekstil-giyim, metal, kimya ve gıda sektöründe faaliyette bulunan işletmeler olduğundan bu sektörlere ait KOBİ'ler büyüdükçe, daha çok borçlandığı, sermaye piyasalarından daha kolay fon tedarik edebildiği ortaya çıkmaktadır. TB/TA oranı ile negatif yönde ilişki gösteren KOBİ'ler gıda, kimya, orman ve tekstil-deri sektörlerinde yoğunlaşmış olup iç kaynaklarla finansmanı tercih etmektedir.

	Amrt/TA	LogSatış	DV/KVK
Zaman boyutu dikkate alınmadan	-0,25 (-101,55)	-0,01 (-47,47)	-0,10 (-33,44)

Yukarıdaki değerler, zaman boyutunu dikkate alınmadan grup bazındaki sonuçları göstermektedir. Zaman boyutu dikkate alınmadığında, likidite değişkeni yine TB/TA kaldıraç oranı ile negatif bir ilişki gösterirken, borç dışı vergi kalkanı ve işletme büyüklüğü ilk değerlendirmeden farklı olarak kaldıraç oranı ile negatif ilişki göstermektedir.

Tablo 3.14: KVB/TA Modeline Ait Sonuçlar

Panel Sayı	DV/KVK	Amort/TA	LogSatış
1.	-2,30 (-8,32)	2,25 (-8,32)	0,13 (-0,97)
2.	-0,33 (-51,21)	0,09 (-29,99)	0,02 (-22,84)
3.	-0,02 (224,80)	0,07 (-27,02)	-0,05 (-14,23)
4.	-0,19 (-55,85)	0,31 (-8,92)	0,04 (-21,24)
5.	0,01 (-22,53)	0,39 (-4,10)	-0,06 (-33,05)
6.	-0,13 (-5,48)	-1,18 (-11,37)	-0,09 (-22,46)
7.	-0,24 (-16,89)	0,37 (-1,40)	0,35 (-3,35)
8.	0,12 (-2,94)	4,85 (1,75)	0,02 (-2,94)
9.	-0,25 (-18,24)	-0,25 (-30,70)	-0,04 (-15,45)
10.	-0,14 (-53,27)	0,01 (-22,43)	-0,10 (-9,85)
11.	-0,21 (-30,35)	-0,18 (-10,09)	0,09 (-27,51)
12.	-0,24 (-18,48)	-0,03 (-3,45)	-0,16 (-13,67)
13.	0,16 (-2,07)	-0,88 (-1,16)	1,33 (0,33)
14.	-0,58 (-5,85)	0,14 (-3,01)	-0,34 (-13,23)
15.	-0,10 (-50,56)	0,29 (-6,60)	-0,18 (-24,04)
16.	-0,72 (-19,43)	-0,16 (-25,90)	-0,25 (-8,09)
17.	-0,05 (-36,96)	0,06 (-10,09)	-0,15 (-16,76)
18.	-0,14 (-18,83)	0,06 (-80,09)	0,08 (-33,30)
19.	-0,65 (-8,76)	-0,16 (-8,93)	-0,29 (-31,60)
20.	-0,38 (-24,82)	-0,14 (-9,52)	-0,04 (-37,96)
21.	-0,04 (-90,84)	0,14 (-4,76)	0,03 (-14,46)
22.	-1,19 (-16,79)	0,10 (-41,28)	-0,15 (-22,88)
23.	-0,06 (-58,57)	0,02 (-56,63)	0,07 (-5,80)
24.	-0,08 (-57,70)	0,19 (-3,14)	0,16 (-14,09)
Grup Ortalaması	-0,32 (-186,16)	0,27 (-78,06)	0,02 (-84,15)

N=24, T=12, Maksimum Gecikme Sayısı 1

KVB/TA değişkenine ait panel koentegrasyon (eşbütünleşme) sonuçları Tablo 3.14'te gösterilmektedir. KVB/TA modelinde TB/TA modeline benzer sonuçlar elde edilmiştir. Likidite değişkeni, 5 ve 13 sayılı KOBİ'lerin kaldıraç oranı ile ilişkisi pozitif iken, diğer KOBİ'lerde negatif olarak belirlenmiştir. Grup ortalaması da negatif yöndedir. TB/TA değişkeninde ortaya konulduğu gibi likiditesi yüksek olan işletmelerin daha az borçlandıkları varsayımı kısa vadede de geçerli olmaktadır.

Borç dışı vergi kalkanı (amrt/ta), grup ortalaması TB/TA modelinde olduğu gibi burada da pozitif yönde bir etkiye sahiptir. 7. KOBİ'ye ait t değerinin düşük olması, amrt/ta değişkenini değerlendirme dışı bırakmıştır. 6-9-11-12-13-16-19-20 sayılı KOBİ'lerde amrt/ta değişkeni, kaldıraç oranını negatif yönde etkilerken, diğer KOBİ'lerde pozitif yönde etkilemektedir. TB/TA değişkeninde yapılan açıklamada belirtildiği gibi bu ilişki genel olarak negatif yönde beklenirken, bu çalışmada pozitif yönde ortaya çıkması, KOBİ'ler açısından borç dışı vergi kalkanı olanaklarının artması, sermaye yapıları içinde yabancı kaynakların ağırlığının arttığı göstermektedir.

LogSatış değişkeni, 1. ve 13. KOBİ'nin t değeri düşük olduğundan dolayı değerlendirme kapsamına alınmamıştır. İşletme büyüklüğü değişkeni grup ortalaması olarak KVB/TA değişkenini pozitif yönde etkilemektedir. 2-4-7-8-11-18-21-23-24 sayılı KOBİ'lerde bu ilişki yine pozitif yönde iken, diğer KOBİ'lerde negatif yöndedir. Bu durum KOBİ'lerin kısa vadede de büyüdükçe daha fazla borç kullandıkları anlamına gelmektedir.

Panel Sayı	DV/KVK	Amort/TA	LogSatış
Zaman boyutu dikkate alınmadan	-0,24 (-137,59)	-0,10 (-64,96)	0,02 (-40,65)

Yukarıdaki değerler, zaman boyutunu dikkate alınmadan grup bazındaki sonuçları göstermektedir. Zaman boyutu dikkate alınmadığında, likidite değişkeni yine KVB/TA kaldıraç oranı ile negatif, işletme büyüklüğü ise pozitif yönlü bir ilişki göstermektedir. Ancak borç dışı vergi kalkanı, ilk değerlendirmeden farklı olarak kaldıraç oranı ile negatif ilişki göstermektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

İstihdamı ve üretimi arttırıcı, büyük işletmeleri tamamlayıcı, sosyo-ekonomik dengeyi koruyucu rolleriyle ekonomik ve sosyal yaşamın vazgeçilmez unsurları haline gelen KOBİ'lerin, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde önemi giderek artmaktadır. Ekonomilerde, miktar, üretim değeri, istihdam hacmi ve mülkiyetin tabana yayılması açısından KOBİ'ler büyük bir ağırlığa sahiptir.

KOBİ'ler her ülkede olduğu gibi ülkemizde de son derece önemli bir yer ve öneme sahip olmakta birlikte, ekonomik canlılığın bir göstergesi durumundadırlar. Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler sadece büyük işletmelerin ürettiği aynı mal ve hizmetleri üretip onları rekabetçi ortama çekerek ekonomik canlılık kazandıran birimler değil, aynı zamanda büyük işletmelerin kullandıkları mamul ve yarı mamul girdileri üreterek onların gelişimini de tamamlarlar. Kalkınma düzeyleri, ekonomik, coğrafi, kültürel ve politik yapıları birbirinden büyük farklılıklar gösteren birçok ülkenin ortak yönler; işletme sayısı, yatırım ve istihdam kriterleri bakımından ekonomilerinde önemli bir paya sahip olmasıdır.

Yapılmış olan küçük ve orta büyüklükte işletme tanımlarında, bilim adamları ve kuruluşlar arasında görüş birliğine varılmamıştır. KOBİ kavramının hukuki olmaktan çok ekonomik bir anlam taşıyor olması nedeni ile işletmelerin faaliyette buldukları iş kolları ve kullandıkları üretim tekniğine bağlı olarak kültürden kültüre, ülkeden ülkeye ve bölgeden bölgeye farklı tanımlar yapıldığı görülmektedir. Evinde tek başına el yapımı ürünler üreten bir sanatçıdan, dünya çapında niş pazarlara ulaşan bir yazılım şirketine kadar değişen, heterojen iş gruplarından oluşmaları nedeniyle ortak bir tanım oluşturulamamıştır.

KOBİ'lerin bugün gerek ekonominin sosyo-ekonomik yapısından, gerekse kendi yapılarından kaynaklanan nedenlerle tedarik ve pazarlama, üretim, yönetim, Ar-Ge, teknoloji, ihracat konularında birçok sorunu bulunmaktadır. Bu sorunların altında yatan temel neden ise finansman ile ilgili sorunlarıdır. Kuruluş aşamasında başlayan ve işletme döneminde de devam eden finansman sorunları genel olarak, finansal yönetim konusunda bilgi ve donatım eksikliği; yüksek kredi maliyetleri; nakit, alacak, tedarik ve stok yönetimi problemleri; finansal kaynakların etkin kullanılmaması; sermaye piyasasına uyum sorunları; yatırım ikliminin yetersiz

olması; yüksek enflasyon ve vergi oranları; alternatif finansman tekniklerinin yeterince kullanılmaması şeklindedir.

Makro ekonomik istikrar ortamında ekonomik büyümenin kalıcı olması açısından KOBİ'lerin finansmanı büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle KOBİ'lerin varlığını sürdürmesi ve büyümesi yolunda en önemli engel, kısıtlı finans olanaklarıdır. KOBİ finansmanında kullanılan temel kaynaklar özkaynaklar, sermaye piyasaları (halka arz) ve para piyasaları yoluyla sağlanan krediler, satıcı kredileri, risk sermayesi yöntemi, mikro krediler, kredi garanti fonu ve finansal kiralama (leasing), bartering, faktoring gibi diğer alternatif finansman teknikleridir.

KOBİ'ler faaliyetlerini öncelikli olarak özkaynaklarla finanse etmektedir. Özkaynak yetersizliği veya özkaynak yapısının zayıflığı, finans sorunlarının temelini oluşturmaktadır. Sermaye piyasaları yoluyla fon sağlamak KOBİ finansmanında kullanılan diğer bir kaynaktır. KOBİ'lerin halka açılmalarının ve hisse senetlerinin borsada işlem görmesinin kaynak ihtiyacını karşılaması, ortaklara likidite sağlaması, itibar görme, yaygın tanıtım, kurumsal yönetimin uygulanması gibi faydaları vardır. Finansman ihtiyacını gidermede başvurdukları banka kredilerinin, kredi miktarı, kredi maliyeti, kredi vadesi, teminat sorunları, kredi faiz oranları şeklinde sorunlara neden olması, ülkemiz KOBİ'lerin kredilerden aldığı payların oldukça düşük olmasına neden olmaktadır. Finansal kaynak sağlayan bankalar ve diğer finansal aracı kuruluşların yeterli ve uygun koşullarda fon aktarmaması, risk sermayesi kavramının ortaya çıkmasına ve gelişmesine yol açmıştır. Ancak risk sermayesi ile ilgili yasal düzenleme olmasına rağmen bu amaca aktarılan fonun yetersizliği, uygulamada başarılı bir sonuç elde edilmemesini sağlamıştır. İhtiyaç duydukları kaynakları özkaynak ya da yabancı kaynak kullanarak karşılama anlayışının hakim olması, özel finans teknikler konusunda gerekli bilgiye sahip olamama gibi nedenlerle leasing, faktoring gibi diğer teknikler de KOBİ'ler tarafından tercih edilmemektedir.

Yukarıda bahsedildiği gibi, KOBİ'lerin finansman sorunlarının başında sermaye yapısı ile ilgili sorunlar gelmektedir. Sermaye yapısı kararları, modern finans literatüründe kuramsal ve deneysel tartışmalara neden olan önemli konuların başında gelmektedir. Sermaye yapısı, bir işletmenin kullandığı uzun vadeli fonlarının karmasıdır. Bir işletmenin borç ve özkaynak ağırlığının belirlenmesi, sermaye

maliyetini, yatırım kararlarını ve işletmenin piyasa değerini etkilemektedir. Bu amaçla çalışmanın ikinci aşamasında sermaye yapısı ile ilgili bu kavramlara ve sermaye yapısı teorilerine değinilmektedir. Tarihsel açıdan ele alındığında teorilerin ortaya çıkması Modigliani-Miller (1958)'in çalışmaları ile başlamıştır. MM'e göre işletmenin değeri sermaye yapısından etkilenmemektedir. Modigliani-Miller (1963), kurumlar vergisini ve faiz ödemelerinin vergi indirimini dikkate alındıkları çalışmalarında, işletmelerin borç kullanarak işletme değerini maksimize ettiklerini belirtmişlerdir. Ardından Miller (1977) gelir vergisini, Stiglitz (1972) ve Titman (1984)'de iflas maliyetlerini teoriye dahil etmiştir. Myers 1984 yılındaki çalışmasında dengeleme teorisine yer vermiş ve fazla borcun iflas maliyetlerini de beraberinde getirdiğinden söz etmiştir. Finansal hiyerarşi kuramına ilk kez Myers (1984) değinmiş; daha sonra Jensen ve Meckling (1976) ile temsilcilik kuramı, Myers ve Majluf (1984) ile asimetrik bilgi ve 1977'de Ross ile işaret teorisi (signaling theory) ortaya konulmuştur.

Çalışmanın birinci ve ikinci bölümünde incelenen kuramsal ve deneysel çalışmalardan hareketle, üçüncü bölümde ilk olarak KOBİ'lerin sermaye yapısı ile ilgili çalışmalar değerlendirilmiştir. Küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sermaye yapısı kararlarında etkili olan faktörlerin ve ilişkilerin belirlenmesi, sermaye yapısı teorilerinin önerdiği varsayımlardan daha karmaşık ve zor bir kararı gerektirmektedir. Bu amaçla Türkiye'de faaliyette bulunan küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenleri, sektörler farklılıklar ortaya konulmaya çalışılmıştır. Analiz kapsamına 1996-2007 yılları arasında KOBİ olma özelliğini koruyan ve İMKB'de işlem görmeye devam eden işletmeler dahil edilmiştir. Bu amaçla, analize dahil edilen işletmeler gıda-içecek, kimya-petrol-plastik, metal, orman-kağıt-basım, taş – toprak ürünleri , tekstil-deri ve hizmet-olmak üzere yedi farklı sektöre ayrılmıştır.

Araştırmada kullanılan sermaye yapısı değişkenleri; toplam borçlar/toplam aktif (tb/ta), kısa vadeli borçlar/toplam aktif (kvb/ta), uzun vadeli borçlar/toplam aktif (uvb/ta), toplam borçlar/özsermaye (tb/ö), kısa vadeli borçlar/özsermaye (kvb/ö), uzun vadeli borçlar/özsermaye (uvb/ö)'dir. Bağımsız değişkenler işletmenin varlık yapısı (maddi duran varlıklar/toplam aktif), işletme büyüklüğü (ortalama aktifler-satışların doğal logaritması), karlılık (net kar/net satışlar, net kar/aktif, net kar/özsermaye, vergiden önceki kar/toplam aktif), işletme riski (satışların standart

sapması/ortalama satışlar), vergi (ödenen vergi/vergi öncesi kar), borç dışı vergi kalkanı (amortismanlar/toplam aktif), borçlanma maliyeti (finansman giderleri/toplam borçlar), büyüme olanakları (satışlardaki yüzde büyüme, aktifteki yüzde büyüme), işletmenin likiditesi (dönen varlıklar/kısa vadeli yabancı kaynaklar), işletmeye dair özellikler (ar-ge giderleri/net satışlar)'dır.

Araştırmanın bulguları üç bölüm halinde özetlenmektedir. İlk aşamada altı sermaye yapısı değişkenine ait sektör haritaları oluşturulmuştur. Bulguların ikinci aşamasında sermaye yapısını etkileyen bağımsız değişkenler, adimsal regresyon yöntemi ile elde edilmiştir. Araştırmanın üçüncü aşamasında, panel koentegrasyon (eşbütünleşme) yöntemi ile veri setindeki tüm KOBİ'lerin sermaye yapısı değişkenleri değerlendirilmektedir.

1996-2007 yılları arasında İMKB'de faaliyette bulunan ve KOBİ olma özelliğini koruyan işletmeler için yapılan analizlere göre elde edilen sonuçlar aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır:

1. Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktif değişkeni; 0,68 ile en yüksek kimya-petrol-plastik sektöründe, 0,28 ile en düşük hizmet-diğer sektörlerde olduğu görülmektedir. Kimya sektörünü; 0,60 ile gıda-içecek, 0,59 ile tekstil-deri, 0,58 ile orman-kağıt-basım; 0,46 ile metal ve 0,35 ile taş-toprak ürünleri sektörleri izlemektedir. Bu durumda kimya-petrol-plastik, gıda-içecek, tekstil-deri ve orman sektörlerinde kısa vadeli borçlanma ağırlığı dikkat çekmektedir. Tüm sektörlerle ilişkin KVB/TA değeri 0,50'dir.

2. Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Aktif değişkeni gıda sektöründe 0,42; taş-toprak ürünleri sektöründe 0,15; tekstil-deri sektöründe 0,14; kimya-petrol-plastik ve metal sektörlerinde 0,13; orman-kağıt-basım sektöründe 0,12 ve hizmet-diğer sektörlerde 0,08'dir. Tüm sektörlerin Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktif ortalaması ise 0,17 olarak belirlenmiştir. Bu değerler KOBİ'lerin uzun vadeli borçlanmadan kaçındıkları anlamına gelmektedir. Türkiye ekonomisindeki belirsizlik ve uzun vadeli borçlanma olanaklarını kısıtlamakta, uzun vadeli borçlanmanın payını azaltmaktadır.

3. Toplam Borçlar/Toplam Aktif değişkeni; gıda-içecek sektöründe 1,02; kimya-petrol-plastik sektöründe 0,81; tekstil-deri sektöründe 0,74; orman sektöründe

0,70; metal sektöründe 0,59; taş-toprak ürünleri sektöründe 0,51 ve hizmet-diğer sektöründe 0,36 olarak belirlenmiştir. Bu durumda gıda-içecek, kimya-petrol-plastik, tekstil-deri, orman-kağıt-basım, metal ve taş-toprak sektörlerinin yabancı kaynak ağırlıklı bir finansman yapılarına sahip oldukları görülmektedir. Hizmet ve diğer sektörde Toplam Borçlar/Toplam Aktif oranı 0,36; tüm sektörlerde ise ortalama 0,68 olarak belirlenmiştir. KOBİ'lerin sermaye yapılarında yabancı kaynak ağırlığı dikkat çekmektedir.

4. Kısa Vadeli Borçlar/Özkaynaklar oranı 5,57 ile en yüksek tekstil-deri sektöründe görülmektedir. Tekstil-deri sektörünü; 1,23 ile metal sektörünü; 0,97 ile orman-kağıt-basım; 0,85 ile gıda-içecek ve taş-toprak ürünleri ; 0,51 ile hizmet-diğer sektörler izlemektedir.

5. Uzun Vadeli Borçlar/Özkaynaklar oranı, tekstil sektöründe 0,84 ile en yüksek görülmektedir. Tekstil sektörünü metal, taş-toprak, gıda, orman, diğer ve kimya sektörleri (0,52; 0,37; 0,29; 0,22; 0,15; -4,02) izlemektedir.

6. Toplam Borçlar/Özkaynaklar oranı, tekstil sektöründe bu oran 6,41 ile en yüksek değere sahiptir. Metal sektöründe bu oran 1,76; taş-toprak ürünleri sektöründe 1,22; orman-kağıt-basım sektöründe 1,19; gıda-içecek sektöründe 1,14; hizmet ve diğer sektörlerde 0,67'dir.

7. Adımsal regresyon sonuçlarına göre sektörlerde etkili olan faktörler; gıda-içecek sektöründe vergi, karlılık, likidite, büyüklük, büyüme olanakları, varlık yapısı; hizmet ve diğer sektörlerde varlık yapısı, karlılık, vergi; kimya-petrol-plastik sektöründe işletmeye dair özellikler, büyüklük, likidite, borçlanma maliyeti, karlılık; metal sektöründe karlılık, borçlanma maliyeti, işletmeye dair özellikler, risk ve likidite; orman-taş-toprak sektöründe likidite, büyüklük, işletmeye dair özellikler, karlılık, borçlanma maliyeti, büyüme olanakları; tekstil-deri sektöründe karlılık, risk, büyüklük, likidite, vergidir.

8. Panel koentegrasyon (eşbütünleşme) sonuçlarına göre TB/TA, KVB/TA, UVB/TA, TB/Ö, KVB/Ö ve UVB/Ö, sermaye yapısı değişkenlerinden TB/TA ve KVB/TA modellerinde anlamlı ilişki tespit edilmiştir.

9. TB/TA ve KVB/TA modellerinde etkili olan bağımsız değişkenler likidite, borç dışı vergi kalkanı ve işletme büyüklüğüdür. Bu değişkenler, iki modelde de benzer ilişkiler göstermiştir. Çalışmada elde edilen bulgular, finans literatüründeki kuramsal ve deneysel çalışmalardaki bulgularla da paralellik göstermektedir.

10. İşletme büyüklüğünün (LogSatis) modellerde etkili faktörlerden biri olması, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin büyük işletmelerden farklı ya da bağımsız değerlendirilmesi gerektiğini ortaya çıkartmıştır. Yapılan analizde işletme büyüklüğü ile kaldıraç oranları arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkmıştır. Bu durum, KOBİ'lerin büyüdükçe daha fazla yabancı kaynak kullandıkları, daha kolay fon tedarik edebildikleri anlamına gelmektedir.

11. Borç dışı vergi kalkanı ile kaldıraç oranları arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu durum, İMKB'de faaliyette bulunan KOBİ'lerin borç dışı vergi kalkanı arttıkça, daha farklı bir ifadeyle amortisman miktarı arttıkça sermaye yapıları içinde borç miktarının arttığını ifade etmektedir. Bu değerlendirme, KOBİ'lerin varlıklarını finanse etmede daha çok yabancı kaynak kullandıkları ile açıklanabilmektedir.

12. Likidite ile kaldıraç oranları arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla borçlanan KOBİ'ler daha az likit değerler ayırmakta ve bu durum hissedarlarla borç verenler arasında yaşanan çelişkilerle açıklanmaktadır. Likit değerleri yüksek olan işletmelerin, bu değerleri yatırımlarının finansmanında kullanacakları varsayımı, kaldıraç oranları ile likidite değişkeni arasında negatif bir ilişkiye neden olmaktadır. Analize dahil edilen KOBİ'lerin genel olarak bu eğilimde oldukları görülmekte ve likiditesi yüksek olan işletmelerin daha az borçlandıkları varsayımını da desteklemektedir.

13. Yapılan araştırmada KOBİ'lerin aynı yıl içinde benzer davranışlar sergiledikleri, ancak zaman dikkate alındığında farklılığın ortaya çıktığı belirlenmiştir. Zaman boyutu dikkate alındığında, KOBİ'ler birbirinden farklı özellikler taşımaktadır.

14. Eşbütünleşme sonuçlarına göre, katsayılar arasındaki farklılaşma ortaya çıkmaktadır. Bunun temel nedeni, para politikasının işletmeler üzerinde yarattığı etkidir. Bu durum aynı zamanda işletmelerin kullandıkları içsel ve dışsal fonları arasındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Bu noktadan hareketle, Modigliani ve

Miller teorisi geçerliliğini kaybetmektedir. Bulgular, KOBİ'lerin finansal hiyerarşi yaklaşımına göre hareket ettiklerini desteklemektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören KOBİ'lerin sermaye yapılarının oluşumunda etkili olan faktörleri ortaya koymaya yönelik yapılan araştırmada elde edilen bulgular ışığında getirilen öneriler aşağıda sıralanmıştır:

1. Yukarıda sıralanan sonuçlardan da görüldüğü üzere, ülkenin ekonomik yapısına bağlı olarak özellikle kimya-petrol-plastik, gıda-içecek, tekstil-deri ve orman-kağıt-basım sektörlerinde yer alan KOBİ'lerin kısa vadeli borçlanmayı tercih ettikleri görülmektedir. Gıda-içecek, kimya-petrol-plastik, tekstil-deri, orman-kağıt-basım, metal ve taş-toprak ürünleri sektörlerinde yabancı kaynak ağırlığı da dikkat çekicidir. KOBİ'lerin öz sermayelerinin güçlendirilmesinin bir gereklilik olduğu değerlendirilmektedir.

2. Rekabetçi üstünlüğü elde etmek ve korumak, işletmenin öncelikle hayatta kalabilmesi ve ardından büyümesi için önem arz etmektedir. Rekabetçi üstünlüğün sağlanmasının temel yolu ise maliyetleri düşürmekten geçmektedir. Yüksek kredi oranlarıyla borçlanan işletmelerin maliyetleri düşürerek rekabetçi üstünlük kazanma şansı oldukça düşük olduğu değerlendirilmektedir.

3. Özellikle Basel II süreci ile daha da önemli hale gelen derecelendirme sistemi, güçlü bir sermaye yapısını gerektirmektedir. Şeffaf bir muhasebe kayıt sistemi ve güçlü bir sermaye yapısının, düşük faiz oranları kredi sağlamayı ve daha düşük borçlanma maliyetlerini beraberinde getireceği göz önünde bulundurulmalıdır.

4. Banka kredilerine başvurulduğu durumlarda teminatlar, risk bazlı fiyatlamanın bir unsurudur. Bu nedenle nakit, hisse senetleri, mevduat veya mevduat sertifikası gibi değerler teminat kapsamında değerlendirilmelidir.

5. KOBİ yöneticilerinin finansman bilgilerinin yeterli olmadığı ve bu konuda yetmişmiş eleman istihdamında sorunlar olduğu görülmektedir. KOBİ'lerin özellikle finans yönetiminde nitelikli insan kaynaklarına yatırım yapmasının bir gereklilik olduğu görülmektedir.

6. Avrupa Birliği'ne uyum sürecinde, KOBİ'lerin desteklenmesi ve fon ihtiyaçlarının karşılanabilmesi için sermaye piyasalarının kullanılması ve dolayısıyla sadece KOBİ'lerin yer alacağı borsaların oluşturulması stratejik önem arz eden bir gelişmedir. Ülkemizde bu konuda yürütölmekte olan çalışmaların artması gerekmektedir.

7. KOBİ'lerin ekonomideki paylarına bağlı olarak kredilerden aldıkları pay oranı arttırılmalıdır. Bu anlamda kredi payları yükseltilmelidir.

8. KOBİ'lerin gerek kuruluşları gerekse faaliyetleri sırasında karşılaştıkları bürokratik engeller tespit edilerek bir an önce ortadan kaldırılmasının KOBİ'lerin başarısında önem arz ettiği unutulmamalıdır.

9. KOBİ yöneticilerine finansman, yönetim, planlama, organizasyon, üretim, pazarlama, personel, araştırma-geliştirme konularında eğitim seminerleri ve kursları düzenlenmelidir.

10. İşletme büyüklüğünün sermaye yapılarının oluşumunda etkili bir faktör olması KOBİ'lerin büyük işletmelerden farklı ele alınması ve değerlendirilmesi gereğini ortaya koymaktadır. Kaldıraç oranı ile işletme büyüklüğünün pozitif bir ilişki göstermesi, büyüyen KOBİ'lerin daha kolay yabancı kaynak tedarik edebildikleri anlamına gelmekte ve rekabet edebilmeleri açısından büyümelerinin desteklenmesi gerekmektedir.

11. Likidite ile kaldıraç oranı arasındaki negatif ilişkinin tespit edilmesi, borçlanan işletmelerin daha az likit değer ayırdıkları anlamına gelmektedir. Bu durum daha çok kısa vadeli borçlanmayı tercih eden KOBİ'ler için çeşitli sorunlar ortaya çıkarabilmektedir. Bu nedenle likidite dengesinin sağlanmasına özen gösterilmelidir.

12. Borç dışı vergi kalkanı değişkeninin sermaye yapısını etkileyen bir faktör olarak tespit edilmesi, KOBİ'lerin amortismanların vergi avantajından yararlandıkları anlamına gelmektedir. Ancak, borç dışı vergi kalkanı ile kaldıraç oranı arasındaki ilişkinin pozitif belirlenmesi işletmelerin borç dışı vergi kalkanından yararlanırken aynı zamanda yüksek düzeyde borç kullandığını göstermektedir. Bu nedenle,

yabancı kaynak kullanımının getireceği yükümlölük ile borç dışı vergi kalkanının yaratacağı vergi avantajı arasında dengenin kurulması gerekmektedir.

Bugüne kadar sermaye yapısı ile ilgili yapılan çalışmaların çoğu büyük ölçekli işletmeler üzerine odaklandığı saptanmıştır. Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler üzerinde yapılan çalışmaların ağırlığı ise temel finansman sorunlarına ilişkin olarak dikkat çekmektedir. Bu nedenle bu çalışmada, kullanılan yöntem ve gerçekleşen analizler ile küçük ve orta ölçekli işletmelerin borçlanma stratejilerinin belirlenmesinde yol gösterici olması düşünölmektedir. Ayrıca elde edilen bulgular, bundan sonra farklı analiz yöntemleri ve farklı veri setleri ile yapılacak çalışmalara çıkış noktası oluşturacağı, ulusal finans literatürüne KOBİ'lerin sermaye yapıları ile ilgili sorunlarına da katkılar sağlayacağı düşünölmektedir.

KAYNAKLAR

ABOR, Joshua (2007): "Industry Classification and the Capital Structure of Ghanaian SMEs", *Studies in Economics and Finance*, Volume 21, No: 3, s.207-219

ACS, Zoltan J., Bo CARLSSON ve Charlie KARLSSON (1999): "*Entrepreneurship, Small and Medium-Sized Enterprises, and the Macroeconomy*", Cambridge University Press

AKKAYA, G. Cenk (2004): "Risk Sermayesi Yatırımından Beklenen Karlılığın Analizi", *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 6, Sayı 4, s.22-28

AKKAYA, G.Cenk ve Yılmaz İÇERLİ (2001): "KOBİ'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Yatırım Modeli", *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 3, Sayı 3, s.61-71

AKGEMCİ, Tahir (2001): "KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler", KOSGEB, erişim adresi:

http://www.samsuntso.org.tr/Bilgi_Bankasi/kobi_sorunlar_destekler.pdf, 25.12.2007

AKGÜÇ, Öztin (1998); "*Finansal Yönetim*", Avcıol Basım Yayın, Yenilenmiş 7. Baskı

AL-QUIRIM, Nabeel A.Y., (1997): "*Electronic Commerce in Small to Medium-Sized Enterprises: Frameworks, Issues and Implications*", Idea Group Inc (IGI)

ALTMAN, Edward I. (194); "A Further Emirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, *The Journal of Finance*, Volume XXXIX, No:4, 1067-1089

ALTUNKAYNAK, Bülent (2007): "*Sektörel Panel Veri Analizi Yaklaşımıyla Türkiye'nin AB Ülkelerine İmalat Sanayi Bakımından İhracatının Belirlenmesi*", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Ankara

ANALOUİ, Farhad ve Mohammed AL-MADHOUN (2006); "*Empowering SME Managers in Palestine*", Ashgate Publishing, Ltd.

APAK Sudi ve Fehmi YILDIZ (2006): "Türkiye'deki Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerde Uygulanabilecek Muhasebe Standartlarının Oluşturulması Çalışmalarının İncelenmesi", 5. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi (Küreselleşme ve İşletmeler), 15-17 Haziran, Tokat s.218-232

ARNOLD, Glen (2002); "Corporate Financial Management", University of Salford, Prentice Hall, Harlow, England

ATA, H. Ali ve Mustafa UĞURLU (2007): "Sermaye Yapısının Karlılık Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Analiz", 11. Ulusal Finans Sempozyumu Kitabı, 17-20 Ekim, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Zonguldak, s.131-149

AYADI, Rym ve Andrea RESTİ (2004): "The New Basel Capital Accord and the Future of the European Financial System", Centre For European Policy Studies

AYDIN, Nurhan, Mehmet BAŞAR ve Metin COŞKUN (2007): "Finansal Yönetim", Genç Copy Center, İkinci Baskı, Eskişehir

AYDIN, Nurhan, Ali CEYLAN, Mehmet BAŞAR, Metin COŞKUN ve Hasan BAKIR (2008): "Finansal Yönetim", Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayını, No: 779, Eskişehir

AYDIN Hüseyin, (2009): "Innovative Solutions in SME Development and Finance", Session 4, The Turkish Experience in SME Finance and Non Financial Services Streamlining

AYGEN, Filiz (2006): "AB'ye Giriş Sürecinde KOBİ'lerin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Tekniklerinden Yararlanma Dereceleri Sakarya Örneği", 3. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı, 17-18 Kasım 2006 (AB'nin KOBİ Finansmanına Getirdiği Yenilikler), Kültür Üniversitesi, İstanbul

AYGEN, Filiz ve Dilek ŞAHİN (2007): "Risk Sermayesi Yatırım Modelinin KOBİ'ler Açısından Önemi", 4. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı, 7-8 Aralık 2007

(Küresel Rekabette KOBİ'lerin Gücü: Stratejik İşbirlikleri ve İhracat), Kültür Üniversitesi, İstanbul, 177- 185

AYGÖREN, Hakan ve Hakan SARITAŞ (2003): "Denizli İmalat Sanayinde Sermaye Yapısı ve Finansman Durumu", *Denizli Sanayi Odası*

BABUŞÇU, Şenol (2005); "Basel II ve Şirketler Üzerindeki Etkileri", *Asomedy*, Ankara

BANNOCK, Graham, (2005): "*The Economics and Management of Small Business: An International Perspective*", Routledge

BASKIN, Jonathan (1989): "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, Spring, s.26-35

BAŞMANAV (VURAL) H. Seçil (2001); "AB Terminolojisinde KOBİ'lerle İlgili Sözcük ve Kavramlar", KOSGEB,
erişim adresi: <http://www.kosgeb.gov.tr/Yayinlar/duyuru.aspx?yID=6>, 28.12.2007

BDDK Araştırma Dairesi (2005); "10 Soruda Yeni Sermaye Uzlaşısı (Basel II)",
erişim adresi: http://www.bddk.org.tr/turkce/Basel-II/125010_Soruda_Basel-II.pdf,
15.02.2006

BERGER, Allen N. ve Gregory F. UDELL (2006): "A More Complete Conceptual Framework for SME Finance", *Journal of Banking and Finance*, Volume 30, s.2945-2966

BERK, Niyazi (1998): "*Finansal Yönetim*", Tükmen Kitabevi, İstanbul

BOOTH, Laurence, Varouj AIVAZIAN, Aslı DEMIRGUC-KUNT ve Vojislav MAKSIMOVIC (2001): "Capital Structure in Developing Countries", *The Journal of Finance*, Volume 56, No: 1, s.87-130

BREADLEY, Michael, Gregg A. JERRELL ve E. Han KIM (1984): "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, Volume 39, No: 3, s.857-877

BREALEY, Richard A. ve Stewart C. MYERS (2003): "*Principles of Corporate Finance*", Seventh Edition, Mc Graw – Hill Book Company,

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS ve Alan J. MARCUS (1977) – Çevirenler: BOZKURT, Ünal, Türkan ARIKAN ve Hatice DOĞUKANLI (1997); "*İşletme Finansının Temelleri*", Literatür Yayıncılık

BULUMAC, Eugenia ve Richard A. BENDIS (2001): "Utilizing Technology Transfer to Develop Small and Medium Enterprises", IOS Press

CASSAR, Gavin ve Scott HOLMES (2003): "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", *Accounting and Finance*, Volume 43, s.123-147

CEYLAN, Ali (2000); "*İşletmelerde Finansal Yönetim*", Ekin Kitabevi, Bursa

CHEN, Jean J. (2004): "Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies", *Journal of Business Research*, Volume 57, s.1341-1351

CHOFARAS, Dimitris N., (2004): "*Economic Capital Allocation with Basel II: Cost, Benefit and Implementation Procedures*", Butterworth-Heinemann

COYLE, Brian (2006): "*Capital Structuring*", Glenlake Publishing Company, Chicago

ÇATAL, M. Faruk (2007a); "*Küçük ve Orta Boy İşletmeler ve KOBİ Borsası*", Erzurum Ticaret ve Sanayi Odası Yayınları No: 2007/1

ÇATAL, M. Faruk (2007b); "*Avrupa Birliğine Uyum Sürecinde Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Sermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı ve Bir Model Önerisi (Doğu Anadolu Bölgesinde Bir Uygulama)*", Yayımlanmamış Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı

ÇELİK, Adnan ve Tahir AKGEMCİ (2007): “*Girişimcilik Kültürü ve KOBİ’ler*”, Gazi Kitabevi, Ankara

ÇOLAKOĞLU, Mustafa H. (2002); “KOBİ Rehberi”, KOSGEB Yayınları, Yorum Matbaacılık, Ankara,
erişim adresi: http://www.taryat.gov.tr/bilgibank/Kobi_Rehberi.pdf, 01.02.2008

DEANGELO, H. ve R. MASULIS (1980): “Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation”, *Journal of Financial Economics*, Volume 8, s.3-29

DEMİR, Yusuf, Ozan ÖZDEMİR ve İsmail EREN (2008); “*Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Finansal Yönetim Uygulamaları*”, Asil Yayın Dağıtım, Ankara

DEMİRHAN, Dilek (2007): “Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, *11. Ulusal Finans Sempozyumu Kitabı*, 17-20 Ekim, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Zonguldak, s.151-168

DIACOGIANNIS, George P. (1994); “*Financial Management*”, Piraeus University, Mc Graw – Hill Book Company, Berkshire, England

DJOUFELKIT-COTTENET, Helene (2005): “*Turkey: Overview of the Productive Sector and, Regional Spread of SMEs*”, Agence Française de Developpment

DODGSON, Mark, (1993): “*Technological Collaboration in Industry: Strategy, Policy, and Internationalization in Innovation*”, Routledge

DOĞAN, Muammer (2007): “*İşletme Ekonomisi ve Yönetimi*”, Birleşik Matbaacılık, İzmir

DOLUN, Leyla (2005): “Mikro Finansman”, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Araştırma Müdürlüğü Ankara,
erişim adresi: http://www.tkb.com.tr/data/file/raporlar/ESA/GA/2005-GA/GA-05-02-05_Mikro_Finansman.pdf, erişim tarihi: 30.12.2008

DÖM, Serpil (2006); “*Girişimcilik ve Küçük İşletme Yöneticiliği*”, Detay Yayıncılık, Ankara, 2006

DURAND, David (1952): “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”, *Research in Business Finance*, s.214 – 261

DURAND, David (1959): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Comment”, *The American Economic Review*, Volume 49, No:4, s.639-655

DURMAN, Mustafa ve Hüseyin ÖNDER (2007); “*Ekonominin Minik Devi KOBİ’ler ve KOSGEB Teşvikleri*”, Alfa Akademi Basım Yayım, Bursa

DURUKAN, Banu (1997): “*İşletmelerde Sermaye Yapısını etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması*”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi

DÜNDAR, Seher Ozan (2007): “Mikro Finansman”, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü Ankara, erişim adresi: <http://www.tkb.com.tr/data/file/raporlar/ESA/ga/2007-GA/GA-07-05>
28_Mikro_Finansman. pdf, erişim tarihi: 30.12.2008

DYSON, Kenneth H. F. (1990): “*Small and Medium Sized Enterprises*”, Routledge Publishing

EGE, İlhan (2006): “Kredi Derecelendirme Sistemleri ve KOBİ’ler”, 3. *KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı*, Kültür Üniversitesi, 17-18 Kasım 2006, İstanbul, s.109-120

EGE, İlhan (2007): “Mikro Finsans ve Küçük ve Orta Boy İşletmeler”, 4. *KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı*, Kültür Üniversitesi, 7-8 Aralık, İstanbul, s.199-206

EMRE, Zeynep ve Alpaslan BUDAK (2006); “Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları”, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, Yayın No: 27

erişim adresi: http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayın_ve_Raporlar_Arastırma_Raporları_Dun_Uyg_Cer_Kobi_Borsaları.pdf, erişim tarihi: 28.05.2007

EPSTEIN, Barry J., Eva K. JERMAKOWICZ (2008): “*Wiley IFRS 2008: Interpretation and Application of International Accounting and Financial Reporting Standards*”, John Wiley and Sons

ERCAN, Metin Kamil ve Ünsal BAN (2005): “*Değere Dayalı İşletme Finansı – Finansal Yönetim*”, Gazi Kitabevi, Fersa Matbaacılık, Ankara

ERDOĞAN, Zafer, Kazım DEVELİOĞLU ve Köksal BÜYÜK (2006); “*KOBİLER: İşleyiş, Sorunlar ve Çözüm Önerileri*”, Ekin Kitabevi, Bursa

FAMA, Eugene F. (1980): “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, Volume 88. no. 2, s.288-307

FAN, Dennis K.K. ve Raymond W.So (2000): “A Survey On Capital Structure Decisions of Hong Kong Firms”, *Review of Pacific Financial Markets and Policies*, Volume 3, No:3, s.347-365

FISCHER, Eileen ve Rebecca REUBER (2000); “*Industrial Clusters and SME Promotion in Developing Countries*”, Commonwealth Trade and Enterprise Paper No. 3, Commonwealth Secretariat

GALLAGHER Timothy J., Joseph D. ANDREW (2003): “*Financial Management*”, Third, Edition, Prentice Hall, New Jersey

GAUD, Philippe, Elion JANI, Martin HOESLI ve Andre BENDER (2005): “The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data”, *European Financial Management*, Volume 11, No:1, s.51-69

GIAOUTZI, Maria, Peter NĪJKAMP ve D. J. STOREY (1988): “*Small and Medium Size Enterprises and Regional Development*”, Routledge Publishing

GITMAN, Lawrence J. (1991); "*Principles of Managerial Finance*", Sixth Edition, San Diego State University, Harper Collins Publishers

GÖK, Mehmet (2004); "*İşgücü Piyasası ve KOBİ'ler*", Roma Yayınları, Ankara

GRAHAM, John R. (2000); "How Big Are the Tax Benefits of Debt?", *Journal of Finance*, Volume LV, No: 5, s.1901-1941

GUIO, Luigi (2003) : "Small Business Finance in Italy", *European Investment Bank Papers*, Volume 7, No:2, 121-149

GÜLOĞLU, Bülent ve Selim BEKÇİOĞLU (2001): "İMKB'deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama", ODTÜ, *Uluslararası İktisat Kongresi VI*. 10-13 Eylül, Ankara

HALL, Graham C., Patrick J. HUTCHINSON ve Nicos MICHAELS (2004): "Determinants of the Capital Structures of European SME's", *Journal of Business and Accounting*, 31 (5) ve (6), s.711-728

HALPERN, Paul J. (1997): "*Financing Growth in Canada*", University of Calgary Press

HARRIS, Milton ve Artur RAVIV (1991): "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance*, Volume 46, No:1, s.297-355

HESHMATI, Almas (1999): "The Dynamics of Capital Structure: Evidence from Swedish Micro and Small Firms", *Research in Banking and Finance*, Volume 2, ss.199-241

HEW, Denis, Loi Wee Nee, Wee Nee Loi (2004): "*Entrepreneurship and SMEs in Southeast Asia*", Institute of Southeast Asian Studies.

HILLARY, Ruth (2000): "*Small and Medium-Sized Enterprises and the Environment*", Greenleaf Publishing

HITCHENS, David (2003): “*Small and Medium Sized Companies in Europe: Environmental Performance, Competitiveness, and Management*”, International EU Case Studies, Springer

HOGAN, Teresa ve Elaine HUTSON (2005): “Capital Structure in New Technology-based Firms: Evidence from the Irish Software Sector”, *Global Finance Journal*, Volume 15, s.369-387

HORNE, James C. Van (1989); “*Fundamentals of Financial Management*”, Stanford University, Seventh Edition, Practice Hall International, New Jersey

HORNE, James C. Van (2002); “*Financial Management and Policy*”, Stanford University, Twelfth Edition, Practice Hall International, New Jersey

İstanbul Sanayi Odası (İSO) (2000): “Ekonomik Durum Tespiti Anketi”, erişim adresi: http://www.iso.org.tr/tr/web/statiksayfalar/Kutuphane_yayinlar_detay.aspx, 12.01.2009

JENSEN Michael C. ve W. MECLING (1976): “Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Volume 3, s.305-360

JENSEN Michael C. (1986): “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, Volume 76, No: 2, s.322-329

KARATAŞ, Abdülmecit ve Aslı Deniz HELVACIOĞLU (2006): “Basel II Sürecinde KOBİ’ler için Alternatif Finansman Kaynakları: Mikro Krediler”, 3. *KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı*, Kültür Üniversitesi, 17-18 Kasım 2006, İstanbul, s.137-146

KENDİRLİ, Selçuk, Muharrem TUNA ve Fatih ŞANÖZ (2007): “AB’ye Giriş Sürecinde İşletmelerde Yönetim Bilinci ve Finansal Politikalara Etkileri, Çorum KOBİ’lerine Yönelik Bir Araştırma”, *VI. Anadolu İşletmecilik Kongresi Kitabı*, Kırıkkale Üniversitesi, 31 Mayıs – 2 Haziran, Kırıkkale, s.500-514

KIM, E. Han (1978); "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity", *The Journal of Finance*, Volume 33, No: 1, s.45-63

KONUK, Faruk Anıl ve Filiz AYGEN (2007): "KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları ve Bu Sorunların Giderilmesine Yönelik Çözüm Önerleri: Sakarya Örneği", *VI. Anadolu İşletmecilik Kongresi Kitabı*, Kırıkkale Üniversitesi, 31 Mayıs – 2 Haziran, Kırıkkale, s.515-525

KORKMAZ, Turan ve Gülşen CURA (2006): KOBİ'lerin Finansal Olanakları ve Finansal Yapıları: Zonguldak Çaycuma'daki KOBİ'lere Yönelik Anket Uygulaması", *3. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı*, Kültür Üniversitesi, 17-18 Kasım 2006, İstanbul, s.147-157

KORMAZ, Turhan, Ali Sait ALBAYRAK ve Abdülmecit KARATAŞ (2007): "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören KOBİ'lerin Sermaye Yapısının İncelenmesi: 1997–2004 Dönemi", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt 22, Sayı 253, s.79-96

KOSGEB (2003): "KOBİ Ekonomisi (Tarihi Gelişimi)", Ekonomik ve Stratejik Araştırmalar Merkez Müdürlüğü, Ankara,
erişim adresi: <http://www.kosgeb.gov.tr/Yayinlar/duyuru.aspx?yID=106>, 27.12.2008

KOSGEB (2004): "Küçük Ölçekli İmalat Sanayi", Ankara,
erişim adresi: <http://www.kosgeb.gov.tr/yayinlar/duyuru.aspx?yID=115>, 27.12.2008

KOYUNCUGİL, Ali Serhan ve Nermin ÖZGÜLBAŞ (2006): "İMKB'de İşlem Gören KOBİ'lerin Finansal Başarısızlıklarına Etki Eden Faktörlerin Veri Madenciliği ile Belirlenmesi", *3. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı*, 17-18 Kasım 2006, Kültür Üniversitesi, İstanbul

KRENUSZ, Agota (2005); "Determinants of Capital Structure: a Future Comparison between the United States, Germany and Hungary", erişim adresi: http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/4-agota_paper.pdf, 03.02.2008

KUTLU, Hüseyin Ali ve N. Savaş DEMİRCİ (2007): “KOBİ’lerin Finansal Sorunları ve Çözüm Önerileri”, 4. *KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı*, 7-8 Aralık, Kültür Üniversitesi, İstanbul, s.187-198

LELAND, Hayne E. (1998): “Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure”, *The Journal of Finance*, Volume LIII, No: 4, s. 1213-1243

LIN, Shuanglin ve Xiaodong ZHU (2007): “*Private Enterprises and China's Economic Development*”, Routledge

MARGARITIS, Dimitris ve Maria PSILLAKI (2007): “Capital Structure and Firm Efficiency”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Volume 34, No:9-10, s.1447-1469

MARSH, Paul (1982): “The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study”, *The Journal of Finance*, Volume 37, No:1, s.121-144

MICHAELAS, Nicos, Francis CHITTENDEN ve Panikkos POUTZIOURIS (1999): “Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data”, *Small Business Economics*, Volume 12, s.113-130

MILLER, Merton H. (1977): “Debt and Taxes”, *The Journal of Finance*, Volume XXXII, No:2, 261-275

MODIGLIANI, Franco ve Merton H. MILLER (1958): “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, Volume XLVIII, Number Three, 261-297

MODIGLIANI, Franco ve Merton H. MILLER (1963): “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *The American Economic Review*, Volume 53, 433-443

MODIGLIANI, Franco ve Merton H. MILLER (1966): "Some Estimates of Cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954 – 1957", *The American Economic Review*, Volume LVI, Number 3, 333 – 391

MOHA ASRI HJ, Abdullah ve Isa Haji Bakar MOHD (2000): "*Small and Medium Enterprises in Asian Pacific Countries: Development Prospects*", Nova Publishers

MÜFTÜOĞLU, Tamer (2002); "*Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler KOBİ'ler*", Turhan Kitabevi, Ankara

MÜFTÜOĞLU, Tamer ve Tülin DURUKAN (2004); "Girişimcilik ve KOBİ'ler", Gazi Kitabevi, Ankara

MÜSLÜMOV, Alövsat (2002): "*21.Yüzyılda Türkiye'de KOBİ'ler, Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri*", Literatür Yayıncılık, İstanbul

MYERS, Stewart C. (1977); "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Volume 5, s.147-175

MYERS, Stewart C. (1984); "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Volume XXXIX, No: 3, s. 575-592

MYERS, Stewart C. (2001); "Capital Structure", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 15, No: 2, s. 81-102

MYERS, S., and N. S. MAJLUF. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*, s.187-221

NEWBERRY, Derek (2006): "*The Role Of Small- And Medium-Sized Enterprises In The Futures Of Emerging Economies*", World Resources Institute, EarthTrends

NICHAELAS, Nicos, Francis CHITTENED ve Panikkos POUTZIOURIS (1999): "Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data", *Small Business Economics*, Volume 12, s.113-130

NIELSEN, Anders Paarup, (2008): "Innovation and Small and Medium Sized Enterprises", *Innovation Symposium Book*, Ankara, February 13th 2008

OECD (1997); "*Globalisation and Small and Medium Enterprises (SMEs)*", OECD Publishing

OECD (2000); "*Enhancing SME Competitiveness*", The OECD Bologna Ministerial Conference

OECD (2005); "*OECD SME and Entrepreneurship Outlook 2005*", OECD Publishing

OZKAN, Aydın (2001): "Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data", *Journal of Business Finance and Accounting*, Volume 28, Issue 1-2, s.175-198

ÖZER, Bengü ve Sibel YAMAK (2000): "Self-Sustaining Pattern of Finance in Small Business: Evidence from Turkey", *Hospitality Management*, Volume 19, s.261-273

ÖZGÜLBAŞ Nermin ve Ali Serhan KOYUNCUGİL (2006): İMKB'de İşlem Gören KOBİ'lerin Veri Madenciliği Karar Ağaçları Algoritmalarından CHAID ile Profillendirilmesi ve Küreselleşme Sürecinde Güçlü ve Zayıf Yönlerinin Belirlenmesi", *10. Ulusal Finans Sempozyumu Kitabı*, 1-4 Kasım 2006, Dokuz Eylül Üniversitesi, "Küreselleşme Sürecinde İşletmelerin Finans Yönetimi"

PADRON, Yaiza Garcia, Rosa Maria Caceres APOLINARIO vd. (2005): "Determinants Factors of Leverage – An Emirical Analysis of Spanish Corporations", *The Journal of Risk Finance*, Volume 6/1, s.60-68

PEDRONİ, Peter (1999): "Critical Values for Coentegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Special Issue, s.653-670

PETTIT, R. Richardson ve Ronald F. SINGER (1985): "Small Business Finance: A Research Agenda", *Financial Management*, Volume 14, No:3, s.47-60

PINEGAR, J. Michael ve Lisa WILBRICHT (1989): "What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey", *Financial Management*, Winter, s.82 - 91

POUTZIOURIS, Panikkos, Kosmas SMYRNIOS ve Sabine KLEIN (2006): "*Handbook of Research on Family Business*", Edward Elgar Publishing

POZDENA, Randall Johnston (1987): "Tax Policy and Corporate Capital Structure", *Economic Review*, Fall, Number 4, 37-50

POYRAZ, Erkan (2008); "*Finansal Yönetim*", Ekin Basım Yayın, Bursa

RAJAN R. Raghuram ve Luigi ZINGALES (1995): "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal Of Finance*, Volume L, No:5, s.1421-160

REASON, Lester Lloyd ve Leigh SEAR (2007): "*Trading Places-SMEs in the Global Economy*", Edward Elgar Publishing

RESMÎ GAZETE, 20.04.1990 tarihli "Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı Kurulması Hakkında Kanun", Sayı: 20498

RESMÎ GAZETE, 18.03.2003 tarih ve 25052 sayılı "Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik"

RESMÎ GAZETE, 18.11.2005 tarihli "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik, Sayı: 25997

ROBBIE, Malcolm, Neil COULBECK ve Tim MOULDS (1983): "*Lending Packages for Small & Medium-Sized Companies*", Taylor & Francis

ROSS, S. 1977. "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach", *The Bell Journal of Economics*, Volume 8, s. 23–40.

SAKARYA, Şakir ve Suat KARA (2006): “Avrupa Birliği Sürecinde KOBİ’lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesinin Uygulanabilirliği; Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, 3. KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı, 17-18 Kasım 2006, Kültür Üniversitesi, İstanbul

SARIASLAN, Halil ve Cengiz EROL (2008): “*Finansal Yönetim*”, Siyasal Kitabevi, Ankara

SAYAR, Zafer ve Mahmut OKUR (2007): “KOBİ Finansal Raporlama Standartları Taslağı ve Ülkemizde Uygulanabilirliği”, 26. Türkiye Muhasebe Eğitimi Sempozyumu, 23-27 Mayıs, Antalya

SPK (2000): Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Mert Matbaacılık, İstanbul

SEZER, Hasan, Mustafa SAVAŞ vd. (2006): “Basel II’nin KOBİ’lere Etkileri”, Bankacılık Dergisi, Sayı: 58, erişim adresi: <http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi58/Halkbank.pdf>, 22.12.2008

SOGORB-MIRA, Francisco (2005): “How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence From A 1994-1998 Swidish Data Panel”, *Small Business Economics*, Volume 25, issue 5, s.447-457

SOURCEOECD (2006): “*The SME Financing Gap*”, OECD Publishing

STIGLITZ, Joseph (1969): “A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem”, *American Economic Review*, 59(5), s.784-793

SUNAL, Seçkin ve Elçin AYKAÇ (2005): “Türk İmalat Sanayinde İstihdam, İhracat ve Kapasite Kullanım Oranı İlişkisi: Panel Koentegrasyon”, 7. Ekonomi ve İstatistik Sempozyumu, İstanbul Üniversitesi, 26-27 Mayıs

SWANSON, Zane, Bin SRINIDHI ve Ananth SEETHARAMAN (2003): “*The Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices*”, Praeger Publishers, United States of America

ŞİMŞEK, Muhittin (2002); “*Ekonominin Lokomotifi KOBİ’lerin Olmazsa Olmazları*”, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul

ŞİMŞEK, Nevzat (2008): “*Türkiye’nin Endüstri-İçİ Dış Ticaretinin Analizi*”, Beta Basım Yayın, İstanbul

ŞİŞMAN, Seda (2006): “*Determinants of the Capital Structure: A Research on the Manufacturing Companies Listed On The ISE 100*”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul

TAGGART, Robert A. (1980): “Taxes and Corporate Structure in an Incomplete Market”, *The Journal of Finance*, Volume XXXV, No:3, s.645-659

TAHVANAINEN Antti-Jussi (2003): “The Capital Structure of Finnish Biotechnology SMEs – An Empirical Analysis”, *The Research Institute of the Finnish Economy*, No: 864, s.1-62, ETLA, Helsinki

TITMAN, Sheridan ve Roberto WESSELS (1988): “The Determinants of Capital Structure Choice”, *The Journal of Finance*, Volume XLIII, No:1, 1-19

TOPAL, Yusuf (2006): “İMKB’de Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı:27, Temmuz-Aralık, s.45-70

TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu) (2002): Genel Sanayi ve İşyeri Sayımı (GSİS)

TURKO, R. Metin (2002): “*Finansal Yönetim*”, Alfa Basım Yayın Dağıtım, 2. Baskı İstanbul

ULUDAĞ, İlhan ve Vildan SERİN (1991); “*Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler - Yapısal ve Finansal Sorunlar, Çözümler*”, İTO Yayınları

USTA, Öcal (2008): “*İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*”, Detay Yayıncılık, 3. Baskı, Ankara

UZ, Reha, Bürra PEKAK, Uğur AKBAŞ vd. (2004); "Risk Yönetimi ve Basel II' nin KOBİ'lere Etkileri", Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:228

WALKER, David A. (1989): "Financing the Small Firm", *Small Business Economics*, Volume 1, s.285-269

WARNER, Jerold B. (1977): "Bankruptcy Costs: Some Evidence", *The Journal of Finance*, Volume XXXII, No:2, 337-347

WATSON, Robert ve Nick WILSON (2002): "Small and Midium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of Pecking Order", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Volume 29, Issue 3-4, s.557-578

WHITTAKER, D.Hugh (1999): "*Small Firms in The Japanese Economy*", Cambridge University Press

WIGNARAJA, Ganeshan (2003): "*Competitiveness Strategy in Developing Countries: A Manual of Policy Analysis*", Routledge

WIJST, Nico Van der ve Roy THURIK (1993): "Determinants of Small Firm Debt Ratios: An Analysis of Retail Panel Data", *Small Business Economics*, Volume 5; s. 55—65

WU, Junjie, Jining SONG ve Catherine ZENG (2008): "An Empirical Evidence of Small Business Financing in China", *Management Research News*, Volume 31, No:12, s.959-975

YILMAZ, Figen (2003): "Türkiye'de Küçük ve Orta Boy İşletmeler (KOBİ'ler), İktisadi Araştırmalar ve Planlama Müdürlüğü, KOSGEB, erişim adresi https://www.isbank.com.tr/dosya/ekon-tr_kobiler2004.pdf, 20.12.2007

YILMAZ, Mustafa Kemal ve Ali KÜÇÜKÇOLAK (2006): "Basel II Uygulamalarının KOBİ'lere Etkileri ve İMKB Şirketlerinin bu Açından Değerlendirilmesi", 5. Orta

Anadolu İşletmecilik Kongresi Kitabı, 15-17 Haziran, Tokat (Küreselleşme ve İşletmeler), s.218-232

YÖRÜK, Nevin (2001): “KOBİ’lerin Kredi Yoluyla Finansmanında Karşılaştıkları Sorunlar ve Tokat İlinde Bir Uygulama”, *I. Orta Anadolu Kongresi*, 59-72 Ekim, Nevşehir

YÖRÜK, Nevin (2007): “Basel II Standartları’nın Kobi’ler Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Anket Uygulaması”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:22, Sayı: 2, s.367-384

YÜCEL, Tülay (2001): “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Finansal Yönetim Uygulamaları”, *I. Orta Anadolu Kongresi*, 18-21 Ekim, Nevşehir

YÜCEL, Tülay ve Gülüzar KURT (2008): “Firmaların Sermaye Yapılarını Etkileyen Faktörler: İMKB’de İşlem Gören Yerli-Yabancı İşletmelerin Karşılaştırmalı Analizi”, *7. Anadolu İşletmecilik Kongresi*, 8-10 Mayıs 2008, Çorum, Küreselleşme Sürecinde İşletmelerde Yeni Yaklaşımlar ve Yenilikçilik (İnovasyon).

ZOR, İsrail ve Adnan AKIN (2007): “Finansman Araçlarının Kullanımında KOBİ’leri Ayırıştıran Faktörler: OSTİM Organize Sanayi Bölgesinde Bir Araştırma”, *VI. Anadolu İşletmecilik Kongresi Kitabı*, Kırıkkale Üniversitesi, 31 Mayıs – 2 Haziran, Kırıkkale, s.526-537

http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/2866mikrogirisimci.pdf,
26.12.2008

http://www.dunyagazetesi.com.tr/news_display.asp?upsale_id=290716, 25.12.2007

http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/sme_user_guide.pdf,
30.12.2007, European Commission, 2005, “The New SME Definition”

http://europa.eu/scadplus/glossary/sme_en.htm, 30.12.2007

<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm>, 23.05.2008

<http://www.isgirisim.com.tr/TR/tarihce.asp>, 08.01.2009

<http://www.kobias.com.tr>, 05.01.2009

http://www.kobi-efor.com.tr/haber_detay.asp?id=1199, 23.05.2008.

http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/02020503/9792, 23.05.2008

<http://www.lib.strath.ac.uk/busweb/guides/smedefine.htm>, 03.03.2009, University of Strathclyde Library Online

<http://www.microfinancegateway.org/section/faq>, 27.12.2008

<http://www.muhasibetr.com/yazarlarimiz/suleyman/007/>, 28.12.2008

<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=12&pid=2&subid=1>, 23.05.2007

http://www.spk.gov.tr/kobi/kobi_brosuru.html, 13.06.2007

<http://www.tuketicifinansman.net/2007/12/mikrofinans-nedir-mikrokredi-tanimi.html>, 27.12.2008

http://www.unctad.org/en/docs/iteteb20035_en.pdf, 25.12.2008

http://www.unctad.org/en/docs/iteteb20036_en.pdf, 25.12.2008

EKLER

EK 1: TB/TA Değişkenine Ait Panel Sonuçları

Dependent Variable: TBTA
Method: Panel EGLS (Period random effects)
Date: 05/16/09 Time: 13:12
Sample: 1996 2007
Periods included: 12
Cross-sections included: 24
Total panel (balanced) observations: 288
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AMRTTA	-0.110078	0.035181	-3.128907	0.0020
DVKVK	-0.101595	0.020534	-4.947729	0.0000
LOGSATIS	-0.264030	0.033937	-7.780019	0.0000
C	2.654567	0.239431	11.08700	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section fixed (dummy variables)			
Period random		0.064149	0.0242
Idiosyncratic random		0.407173	0.9758

Weighted Statistics			
R-squared	0.652976	Mean dependent var	0.711004
Adjusted R-squared	0.618406	S.D. dependent var	0.706981
S.E. of regression	0.436725	Sum squared resid	49.78030
F-statistic	18.88879	Durbin-Watson stat	0.744125
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.630983	Mean dependent var	0.711004
Sum squared resid	53.73554	Durbin-Watson stat	0.720542

EK 2: KVB/TA Değişkenine Ait Panel Sonuçları

Dependent Variable: KVBTA
Method: Panel EGLS (Period random effects)
Date: 05/25/09 Time: 19:52
Sample: 1996 2007
Periods included: 12
Cross-sections included: 24
Total panel (balanced) observations: 288
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGSATIS	-0.271658	0.024373	-11.14604	0.0000
DVKVK	-0.082769	0.014729	-5.619314	0.0000
AMRTTA	-0.067556	0.025254	-2.675079	0.0079
C	2.519081	0.171970	14.64836	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section fixed (dummy variables)			
Period random		0.046650	0.0249
Idiosyncratic random		0.292041	0.9751

Weighted Statistics			
R-squared	0.618185	Mean dependent var	0.528384
Adjusted R-squared	0.580149	S.D. dependent var	0.488207
S.E. of regression	0.316338	Sum squared resid	26.11822
F-statistic	16.25295	Durbin-Watson stat	1.169268
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.591503	Mean dependent var	0.528384
Sum squared resid	28.50416	Durbin-Watson stat	1.107731