

KOBİ'lerin Sermaye Yapısı Kararlarının Ardındaki GÜdüler: Halka Kapalı İmalatçı KOBİ'ler Üzerinde Bir Uygulama*

(Araştırma Makalesi)

Motives Behind Capital Structure Decisions of SMEs: An Application on Unlisted Manufacturing SMEs

Doi: 10.29023/alanyaakademik.1448049

Salih Rıdvan YILMAZ¹, Nurullah UÇKUN²

¹ KOSGEB, KOBİ Uzmanı, salih.yilmaz@kosgeb.gov.tr, Orcid No: 0000-0002-3044-840X

² Prof. Dr., Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme, nuckun@ogu.edu.tr, Orcid No: 0000-0001-5073-5644

ÖZET

Anahtar Kelimeler:
Halka Kapalı KOBİ,
İmalat, Sermaye Yapısı,
Mutluluk Hipotezi

Makale geliş tarihi:
8.03.2024

Kabul tarihi:
11.10.2024

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ'ler) yatırım finansmanına ulaşım konusunda çeşitli sorunlar yaşamaktadırlar. Finansal açık olarak bilinen bu problem kaynak kullanımı sırasında KOBİ'lerin aldıkları kararları etkilemektedir. Bu sermaye aksaklığının etkilerini ve sonuçlarını ölçmek amacıyla Eskişehir Organize Sanayi Bölgesinde faaliyet gösteren halka kapalı 112 adet imalatçı KOBİ ile anket çalışması gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulgularda işletmelerin büyük bir kısmının finansmanda iç kaynak kullandığını, mikro ölçek özelinde ise işletmelerin daha büyük bir kısmının finansmanda ilk olarak dış kaynağı seçtiği görülmüştür. Borç hedefi ve kaynak kullanımı tercihlerine bakıldığında, mikro ölçekli işletmelerin diğer ölçeklerdeki işletmeler ile kıyaslandığında dengeleme teorisine oransal olarak yakın davrandıkları sonucuna varılırken, orta ölçekli işletmelerin yüzdesel olarak hiyerarşi teorisine daha yakın hareket ettiği görülmüştür. KOBİ'ler yüksek borçlanma seviyelerinin bağımsız hareket etmeyi zorlaştırmasını da önemli bir sorun olarak değerlendirmektedir.

ABSTRACT

Keywords:
Unlisted SMEs,
Manufacturing, Capital
Structure, Financing,
Happiness Hypothesis

Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs) face various problems in accessing investment financing. This problem, known as the financial gap, affects the decisions made by SMEs during resource allocation. In order to measure the effects and consequences of this capital gap, a survey was conducted with 112 privately held manufacturing SMEs operating in the Eskişehir Organized Industrial Zone. The findings showed that the majority of the companies use internal resources for financing, while in the case of micro-sized companies, the majority of them choose external financing first. When it comes to debt targets and resource allocation preferences, it was concluded that micro-sized companies behave proportionally closer to the trade-off theory compared to companies of other sizes, while medium-sized companies tend to act closer to the hierarchy theory in percentage terms. SMEs also consider the fact that high levels of debt make it difficult to act independently as an important problem.

* Bu makale, yazar Salih Rıdvan YILMAZ'ın, Prof. Dr. Nurullah UÇKUN danışmanlığında gerçekleştirilen "KOBİ'lerin Sermaye Yapısı Kararlarının Ardındaki GÜdüler: Eskişehir Organize Sanayi Bölgesinde Bir Uygulama" başlıklı yüksek lisans tez çalışmasından üretilmiş olup, çalışma için Osmangazi Üniversitesi Sosyal ve Beşerî Bilimler Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiği Kurulu'nun 26.2.2020 tarihli ve 05 nolu kararınca etik kurul onayı alınmıştır.

1. GİRİŞ

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ'ler), ekonomilerin can damarı olarak kabul edilir. Konjonktürel değişimlere karşı esneklikleri, yenilikçi yapıları ve yerel pazarlara sağladıkları katkılar KOBİ'lerin önemini göstermektedir. Bu özelliklerinin yanında KOBİ'ler yaşamları sürecinde sermaye yapısı kararları verir ve bu kararlar genellikle karmaşık ve çeşitli etmenlerden etkilenir. Bu faktörlerin ne olduğunun araştırılması KOBİ'lerin önemi ve ekonomiyeye etkileri açısından gereklidir.

KOBİ'lerin tanımı ve çeşitleri ilgili kanunla belirlenir. Buna göre 0 ile 5 milyon TL arasında aktif büyüklüğü ve net satış tutarı bulunan işletmeler 0 ile 9 arasında çalışana sahip olduklarında mikro, 5 ile 50 milyon TL arasında aktif büyüklüğü ve net satış tutarı yanında 10 ile 49 arasında çalışana sahip olduklarında küçük ve nihayetinde 50 ile 250 milyon TL arasında aktif büyüklüğü ve net satış tutarı yanında 50 ile 249 arasında çalışana sahip olduklarında orta büyüklükte KOBİ statüsünde olmaktadır.*

Ülke ekonomisine öncülük eden, sayıca ve istihdam oranıyla ön plana çıkan KOBİ'ler, KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı (KSEP) 2015-2018 raporunda† kendi içerisinde oransal olarak ayrılmışlardır. Buna göre 0-9 çalışana sahip mikro işletmelerin toplam KOBİ'ler içerisindeki oranı %93,6, 10-49 çalışana sahip küçük işletmelerin oranı %5,4 ve 50-249 çalışana sahip orta ölçekli işletmelerin oranı %0,9 olarak belirtilmiştir.

Türkiye'de KOBİ'ler toplam işletmelerin %99,8'ini, istihdamın %72'sini, toplam cironun %49,4'ünü, üretim değerinin %42,7'sini ve katma değerini %41,3'ünü sağlayarak ekonomiye önemli katkılar sunmaktadırlar. Toplam ihracatın %36,4'ünü de yine KOBİ'ler gerçekleştirmişlerdir. Bölgesel kalkınma konusunda da etkisi olan KOBİ'ler refah seviyesini artırarak gelir dağılımına pozitif yönde katkı sağlar. İşçi ve işveren arasındaki yakın ilişkiler ise sosyal huzursuzlukları azaltmaktadır. Kriz dönemlerinde de üretime devam ederek halkın belirli ihtiyaçlarını karşılamaya devam ederler (Torlak & Uçkun, 2005).

Bu firmalar, NACE ekonomik faaliyetler sınıflandırmasına göre; toptan ve perakende ticarete %36,3, motorlu araçlar ve motosikletlerin tamirinde %33, taşımacılık ve depolama alanında %14,4 ve son olarak imalat sanayinde %12,4 oranlarında hizmet vermektedirler.‡

2019 yılında Eskişehir'deki toplam işletme sayısı 38.265 olarak kaydedilmiştir. İstatistiksel verilere dayanarak, bu işletmelerin yaklaşık 38.188'inin küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ) olduğu ve bunların da yaklaşık 4.735'inin üretim sektöründe faaliyet gösteren KOBİ'ler olduğu tahmin edilmektedir. Eskişehir Organize Sanayi Bölgesi'nde yer alan ve çalışır durumda olan işletmelerin sayısı ise toplamda 523'tür ve bunlar KOBİ veya büyük ölçekli firmalardır.§

2. LİTERATÜR

Firmaların asıl hedefi gelirlerini artırmak olduğu için, yöneticiler ve hissedarlar, varlıklarını ve sermayelerini etkin ve en uygun düzeyde kullanmayı amaçlarlar. Fakat günümüzdeki aksak rekabet koşulları altında bu en uygun düzeye ulaşmak genellikle mümkün olmamaktadır. Optimal düzey teorileri, David Durand'ın 1952'de sermaye yapısındaki değişiklikler ile şirket değeri arasındaki bağlantıyı göstermesiyle başlamıştır. Ardından Modigliani ve Miller, 1958 ve 1963'te sermaye yapısının ve maliyetinin önemini vurgulayan çalışmalar yayınlamışlardır. Bu çalışmalardan ikincisi vergi unsurlarını da içermekte olup, bu teori modern kurumsal finans teorisinin temelini oluşturan İlgisizlik Teorisi olarak bilinir (Hillier, 2016).

Günümüz teorileri, klasik yaklaşımların tersine, vergi etkilerini, piyasanın eksik rekabet durumunun asimetrik bilgi, acente maliyetleri ve iflas maliyetleri gibi unsurlarını içerecek şekilde genişletmişlerdir. Bu yeni teorilerden biri olan dengeleme teorisine göre, bir şirketin değerini hesaplamak adına, borçsuz bir şirketin değerine borcun vergi indiriminden kaynaklanan yararlar eklenir ve bu toplamdan beklenen iflas maliyetleri düşülür (Miglo, 2016:32). Diğer yandan Jensen ve Meckling 1976 yılındaki çalışmalarında “kontrol ve sahiplik ayrılığı” durumları arasındaki ilişkiyi, kısaca *temsilci maliyetleri*ni araştırmışlardır (Jensen & Meckling, 1976).

Yatırım giderleri ve hissedarlara yapılan dağıtımların mecburi olduğu durumlarda, borçlar şirket üzerinde bir yük oluşturur. Mecburi ödemelerin gerçekleştirilemediği zamanlarda, bu yükümlülüklerin karşılanamamasının mali zorlukları doğacaktır. İflas maliyetleri iki ana kısımda incelenebilir: Muhasebeci ve avukat ücretleri, yasal işlemlerin giderleri ve iflas sürecinde harcanan zaman doğrudan maliyetlerdir; sipariş iptalleri ve gelir kayıpları, borç alma ve hisse çıkarma yeteneklerinin kaybı ise dolaylı maliyetler olarak değerlendirilir (Warner, 1977).

Myers (1984), şirketlerin finansal ve yatırım faaliyetlerinin hiyerarşik bir düzende ele alındığını belirtmiştir. Bu durumda, ilk olarak iç finansman yolları tercih edilir, sonrasında ise dış finansman kaynaklarına başvurulur.

* <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/06/20180624.htm>

† http://www.sp.gov.tr/upload/xSPTemelBelge/files/IcTlw+KSEP_Dokumani_2015-2018_10_08_15_YPK_ONAYLI.pdf

‡ Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri, 2020 : TÜİK.

§ https://www.eskisehir.bel.tr/dosyalar/istatistiklerle_eskisehir/2019.pdf

Şirket bilgilerinin eşit olarak paylaşılmaması, yatırımcıların zararına yol açabilecek bilgi asimetrisine neden olmaktadır. Uzun vadeli sermaye maliyetlerini düşük tutabilmek adına, piyasa ve ekonomik dalgalanmalar sırasında ölçülü bir şekilde borçlanmak önemlidir. Örnek olarak, maliyetlerin az olduğu zamanlarda hisse senedi çıkaran sermaye şirketleri, bu hareketleriyle piyasa zamanlamasını yapmış olurlar. Şirketlerin sermaye yapılarındaki değişiklikler, piyasaya şirket hakkında sinyaller vermektedir (Ross, 1977).

2.1. Ulusal Literatür

Uzun'un 2023 tarihli çalışması, BİST100'de işlem gören 32 metal sektörü firmasının 2011-2020 dönemindeki sermaye yapısı belirleyicilerini incelemiştir. Dengeli panel veri analizi kullanılarak, firma büyüklüğü ve borç dışı vergi kalkımı ile kaldıraç oranı arasında pozitif, karlılık ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki bulunmuştur. Bu sonuçlar, firmaların hem dengeleme hem de finansman hiyerarşisi teorilerine uygun hareket ettiklerini göstermektedir. Varlık yapısı, GSYİH büyüme oranı ve enflasyon oranının kaldıraç oranı üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilmemiştir.

Delikanlı ve Kılıç'ın 2021 tarihli araştırmasında, mikro, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin 2006'dan 2018'e kadar olan bilanço kalemleri ve gelir değişiklikleri incelenmiş, işletmelerin büyüklüğü arttıkça verimliliklerinin de yükseldiği tespit edilmiştir. Ayrıca, işletmelerin büyüklüğü ile borçlanma düzeyleri arasında bir ilişki bulunmuştur.

Erdinç ve Sayılğan'ın 2020 yılı çalışmasında, Borsa İstanbul'da listelenen 110 imalat sektörü KOBİ'si üzerinde yapılan analizde, orta büyüklükteki işletmelerin likidite durumlarına bağlı olarak kısa vadeli borçlanmayı uzun vadeli borçlanmaya tercih ettikleri, yüksek likidite oranlarına sahip KOBİ'lerin daha az borçlandıkları gözlemlenmiştir.

Kazımov, 2019 yılında Gaziantep'teki organize sanayi bölgesindeki 65 imalatçı KOBİ üzerinde yürüttüğü çalışmada, işletme türü, Ar-Ge yapısı, çalışan sayısı, işletme yaşı, ciro ve sermaye miktarı gibi değişkenleri ele almış, ancak bu değişkenler ile yatırım kararları arasında doğrudan bir ilişki saptayamamıştır.

Karaa ve Geyikçi'nin 2017'de Manisa'daki 148 KOBİ'nin sermaye yapısını incelediği çalışmada, firmaların borç yapılarının büyük bir kısmının ticari borç finansmanından oluştuğu, firmanın büyüklüğü değişse de otofinansmanın sabit kaldığı, firmaların sermaye yapılarının firma büyüklüğü, varlık yapısı, karlılık ve borçlanma maliyetleri gibi faktörlerden etkilendiği bulgusuna ulaşılmıştır.

Çatı, Çömlekçi ve Zengin'in 2015 yılında Düzce'deki imalat sektöründe 50'den fazla çalışanı olan 72 KOBİ yöneticisi ile yaptıkları anket çalışmasında, yöneticilerin eğitim düzeyleri ve iş deneyimlerinin dış finansman kullanımında belirleyici olmadığı, ancak yöneticilik deneyiminin dış finansmanın maliyeti ve kalitesi üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Köksal ve Orman'ın 2014 yılındaki çalışmasında, çeşitli ölçeklerdeki tüm firmaları kapsayan ve imalatçı, borsaya kota edilmiş gibi bir ayırımı yapılmadığı bir çalışmada, Türk işletmelerinin hiyerarşi teorisinden ziyade dengeleme teorisi ile daha uyumlu olduğu sonucuna varılmış, ancak hiyerarşi teorisinin özellikle ekonomik yapıların dengesiz olduğu durumlarda halka açık imalatçı KOBİ'ler için geçerli olduğu belirtilmiştir.

Kula'nın 2001 yılında Afyon Organize Sanayi Bölgesindeki 10 ile 100 arasında çalışanı olan 80 KOBİ üzerinde yaptığı anket çalışmasında, KOBİ'lerin finansman ihtiyaçlarını öncelikle iç fonlar, ardından borçlanma ve son olarak özkaynaklar ile karşıladıkları, belirlenen hedef sermaye oranına sahip olmadıkları tespit edilmiştir.

2.2. Uluslararası Literatür

Poutziaris (2022), İngiltere'deki KOBİ'lerin sermaye yapısı modellerini iç ve dış faktörler bağlamında incelemiştir. 424 KOBİ'den oluşan 10 yıllık panel veri seti kullanılarak yapılan araştırma, finansman hiyerarşisi, temsil ve iş döngüsü teorilerinden yararlanmıştır. Çalışma, firmaların zaman içinde sermaye yapılarını değiştirdiğini, firma büyüklüğünün sadece kısa vadeli borçlanmayla ilişkili olduğunu ve makroekonomik koşulların kaldıraç oranlarıyla doğrusal olmayan bir ilişkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Bu bulgular, KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarının karmaşık doğasına ışık tutmaktadır.

Czerwonka ve Jaworski'nin 2021 yılı çalışmasında, Doğu Avrupa'daki KOBİ'lerin sermaye yapılarını etkileyen faktörler incelenmiştir. Bu analizde 15,253 işletmenin mali verileri değerlendirilmiş ve bu işletmelerin büyük çoğunluğunun hiyerarşi teorisine uygun davrandığı gözlemlenmiştir. İşletmelerin yaklaşık dörtte birinin stok borç kapasitesine sahip olduğu ve bu durumun sermaye üzerindeki borç oranını negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. İş ilişkilerinin yoğun olduğu çevrelerde borçlanma oranının yükseldiği ve bunun sonucunda özsermaye getirisi ile finansal kaldıraç oranının arttığı belirlenmiştir.

Chen ve Migliaro, 2021'de Brezilya'nın imalat sektöründeki KOBİ'ler üzerinde yaptıkları çalışmada, dengeleme ve hiyerarşi teorileri çerçevesinde, işletme yaşının ve karlılığının borçlanma ile negatif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca, varlık yapısı, büyüme ve ölçek gibi faktörlerin borçlanma ile pozitif ilişkili

olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Panova'nın 2020 yılında Rusya'daki KOBİ'lerin sermaye yapısını incelediği çalışmada, 2010-2018 yılları arasındaki veriler kullanılarak, likidite ve varlık yapısının KOBİ'lerin borçlanma seviyesi üzerinde genellikle negatif bir etkisi olduğu ortaya konmuştur.

Zunckel ve Nyide, 2019'da Güney Afrika'daki KOBİ'ler üzerinde yaptıkları çalışmada, işletme sahiplerinin kişisel hedefleri, finansal tercihleri, iş ağı ilişkileri, asimetrik bilgi nedeniyle yapılan sürekli denetim harcamaları, işletmenin büyüklüğü, karlılığı ve yaşı gibi faktörlerin sermaye yapısını etkileyen önemli unsurlar olduğunu tespit etmişlerdir.

Bannier ve Heyden'in 2018'de Almanya'daki KOBİ'ler üzerinde yaptıkları çalışmada, 2006-2015 yılları arasındaki veriler analiz edilmiş ve orta ölçekli KOBİ'lerde borç oranı ile performans arasında bir ilişki bulunurken, küçük işletmelerde bu ilişkinin olmadığı gözlemlenmiştir. Küçük işletmelerin yüksek borçlanma oranlarında performans artışı sağlayamadıkları ve bu nedenle dengeleme teorisine uymadıkları sonucuna varılmıştır.

Palacios, Carrillo ve Guzman'ın 2016'da Meksika'daki 221 adet imalat sektörü KOBİ'lerinin performansını etkileyen sermaye yapısı faktörlerini inceledikleri çalışmada, iç finansman kaynaklarının performans üzerinde etkili olduğu ancak bu etkinin sınırlı olduğu, işletmelerin sermaye yapılarını planlarken iç kaynaklara öncelik verdikleri bulgusuna ulaşılmıştır.

Proença ve Laureano'nun 2014'te Portekiz'deki KOBİ'lerin sermaye yapısını etkileyen faktörleri araştırdıkları çalışmada, 2007-2010 yılları arasındaki 12,857 KOBİ'nin verileri incelenmiş ve likidite, varlık yapısı ve karlılığın Portekiz KOBİ'lerinin sermaye yapılarını açıklamada en önemli değişkenler olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, finansal kriz döneminde KOBİ'lerin borç oranlarının düşme eğiliminde olduğu belirlenmiştir.

Literatür incelemesinden elde edilen bulgular ışığında, KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarına ilişkin bazı önemli çıkarımlar yapılabilir ve bu araştırma için bazı öngörülerde bulunulabilir:

1. Sermaye Yapısı Teorileri: Literatürdeki çalışmalar, KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarının genellikle hiyerarşi teorisine daha yakın olduğunu göstermektedir (Czerwonka & Jaworski, 2021; Kula, 2001). Bu bağlamda, Eskişehir'deki KOBİ'lerin de öncelikle iç finansman kaynaklarını tercih etmeleri, dış finansmana ise ancak iç kaynaklar yetersiz kaldığında başvurmaları beklenebilir.
2. Ölçek Etkisi: Farklı ölçeklerdeki KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarının farklılık gösterdiği gözlemlenmiştir (örn. Bannier ve Heyden, 2018; Erdiç ve Sayılğan, 2020). Bu çalışmada da mikro, küçük ve orta ölçekli işletmeler arasında borçlanma tercihleri ve finansman kaynakları açısından farklılıklar olması beklenebilir. Özellikle, daha büyük ölçekli KOBİ'lerin daha fazla dış finansman kullanma eğiliminde olmaları öngörülebilir.
3. Finansal Kısıtlar: Literatürdeki birçok çalışma, KOBİ'lerin finansmana erişimde zorluklar yaşadığını göstermektedir (örn. Proença ve Laureano, 2014; Delikanlı ve Kılıç, 2021). Bu çalışmada da Eskişehir'deki KOBİ'lerin önemli bir kısmının ihtiyaç duydukları finansmana tam olarak ulaşamadıkları ve bu durumun sermaye yapısı kararlarını etkilediği tahmin edilebilir.
4. Yönetici/Sahip Etkisi: KOBİ'lerde yönetici veya işletme sahibinin kişisel özelliklerinin ve tercihlerinin sermaye yapısı kararlarını etkilediği görülmüştür (Çatı vd., 2015; Zunckel & Nyide, 2019). Bu çalışmada da yöneticilerin eğitim düzeyi, yaşı ve iş tecrübesi gibi faktörlerin sermaye yapısı kararlarında etkili olması beklenebilir.
5. Mutluluk Hipotezi: Ed Vos'un (2007) ortaya koyduğu mutluluk hipotezi, KOBİ sahiplerinin kontrol ve bağımsızlığa önem verdiklerini göstermektedir. Bu bağlamda, Eskişehir'deki KOBİ'lerin de yüksek borçlanma seviyelerinden kaçınma eğiliminde olmaları ve bağımsızlıklarını korumak adına iç finansmanı tercih etmeleri öngörülebilir.
6. Makroekonomik Faktörler: Türkiye'nin ekonomik koşulları göz önüne alındığında, yüksek faiz oranları ve ekonomik belirsizliklerin KOBİ'lerin borçlanma kararlarını olumsuz etkilemesi beklenebilir. Bu durum, işletmelerin daha ihtiyatlı bir finansman stratejisi izlemelerine ve mümkün olduğunca iç kaynaklara yönelmelerine neden olabilir.

Bu çıkarımlar ve öngörüler ışığında, araştırmamızın Eskişehir'deki KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarına ilişkin önemli bulgular ortaya koyması ve literatüre katkı sağlaması beklenmektedir. Özellikle, farklı ölçeklerdeki KOBİ'lerin sermaye yapısı tercihlerinin karşılaştırılması ve mutluluk hipotezinin Türkiye bağlamında test edilmesi, çalışmanın özgün katkıları arasında yer alacaktır.

3. AMAÇ ve KISITLAR

KOBİ'lerin ülke ekonomisinde toplam işletmeler arasında %99,8'i oluşturması ve sosyoekonomik açıdan da büyük öneme sahip olmaları, KOBİ'ler hakkındaki araştırmamızın amacını oluşturmuştur.

Araştırmada Eskişehir Organize Sanayi Bölgesi İmalatçı KOBİ'leri rastgele belirlenmiştir. Bu bölgede faaliyet gösteren KOBİ'lerin hepsi ankete katılmamıştır. Bu şirketlerin halka açık olmaması, temsil sorunları gibi unsurların tespiti için ek kısıtlamalar yaratmıştır.

Sermaye yapısı üzerine yapılan çalışmaların temeli ve evrimi, genellikle büyük şirketlerin incelendiği araştırmalardan kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda oluşturulan teorilerle yapılan sermaye yapısı analizleri ve elde edilen sonuçlar, çoğunlukla büyük şirketler veya borsada listelenmiş firmalarla ilgili finansal verilere dayanarak yürütülmüştür. Bizim araştırmamızda ise sermaye yapısı konusundaki anket, halka açık olmayan KOBİ'ler üzerinde uygulanmıştır.

4. VERİ SETİ

Araştırmamız, Eskişehir Organize Sanayi Bölgesi'nde faaliyet gösteren, üretim yapan ve halka açık olmayan KOBİ (Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler) kategorisindeki firmaları kapsayacak şekilde yürütülmüştür. Bu kapsamdaki 112 işletmenin yöneticisi veya sahibi, e-posta aracılığıyla kendilerine iletilen 35 sorudan oluşan anketi yanıtlamıştır.

5. YÖNTEM

Yapılan araştırma anketi, firma sahibi veya yöneticisinin elektronik posta adresine iletilmiştir. Araştırma sürecinde literatür incelemesi yapılarak Graham & Harvey (2001) ve Bancel & Mitto (2002) tarafından yapılan anketler incelenmiş ve küçük ve orta büyüklükteki işletmelere yönelik sorular seçilmiştir.

Anket, üç ana bölümden meydana gelmektedir. Birinci bölümde, çalışanların sayısı, yıllık net satış geliri ve toplam bilanço değerleri dikkate alınarak firmanın KOBİ sınıflandırmasındaki yeri tespit edilmeye çalışılmıştır.

İkinci bölüm, firma sahibinin yaşını, eğitim düzeyini ve iş deneyimi süresini öğrenmek amacıyla hazırlanmıştır. Firma demografik bilgileri açısından ise firmanın kuruluş yılı, faaliyet gösterdiği sektör, ihracat hacmi, aile işi olup olmadığı ve başlangıç sermayesinin kaynağı gibi konular ele alınmıştır. Ayrıca, finansal karar alma süreçlerinde kimlerin etkili olduğu, yatırımlarda başvuru ilk finans kaynağı, tercih edilen teminat türleri, belirlenmiş bir borç oranı olup olmadığı, ihtiyaç duyulan sermayenin sağlanıp sağlanmadığı ve sermaye temininde karşılaşılan en büyük zorluklar sorgulanmıştır. Finansal enstrümanların kullanımı ve bu konudaki bilgi düzeyi de değerlendirilmiştir. Üçüncü ve son bölümde ise, KOBİ'lerin borçlanma sürecini etkileyen faktörler ölçülmüştür.

Değişken seçimi ve sınıflandırması, literatürdeki mevcut çalışmalar ve KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler göz önünde bulundurularak yapılmıştır. Bağımlı değişkenler olarak KOBİ'lerin ölçeği, hedef borç oranı, KOBİ'nin yaşı, gerekli sermayeye ulaşım durumu, sektör ve yönetici yaşı seçilmiştir. Bu değişkenler, KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarını ve finansal performansını doğrudan etkileyebilecek sonuç göstergeleri olarak değerlendirilmiştir. Örneğin, KOBİ'nin ölçeği ve yaşı, firmanın büyüklüğünü ve piyasadaki deneyimini yansıtırken, hedef borç oranı firmanın finansal stratejisini göstermektedir.

Bağımsız değişkenler ise anket çalışmasında yer alan ve KOBİ'lerin borçlanma tercihlerini etkileyen faktörler arasından seçilmiştir. Bu değişkenler arasında vergi kalkanı, kredi notu, nakit durumu, borç azaltmak için nakit tutma, faiz dışı borçlanma maliyetleri, yüksek borçlanmanın bağımsızlığa etkisi ve bankalarla yakın ilişki kurarak borçlanma gibi faktörler yer almaktadır. Bu değişkenler, literatürde KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarını etkilediği tespit edilen faktörler arasından seçilmiştir.

Analiz yöntemi olarak regresyon analizi kullanılmıştır. Bu yöntem, bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkileri incelememize ve hangi faktörlerin KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarını ne ölçüde etkilediğini belirlememize olanak sağlamaktadır. Regresyon analizinde, normal dağılıma sahip ve çoklu doğrusallık sorunu bulunmayan değişkenler kullanılmıştır. Ayrıca, mutluluk hipotezini test etmek için ayrı bir regresyon analizi yapılmıştır.

Bu analiz yöntemi ve değişken seçimi, KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri kapsamlı bir şekilde incelememize ve literatürdeki mevcut teorilerin (örneğin, dengeleme teorisi, hiyerarşi teorisi ve mutluluk hipotezi) KOBİ'ler özelinde geçerliliğini test etmemize olanak sağlamıştır. Böylece, çalışmamız KOBİ'lerin finansal karar alma süreçlerine dair daha derin bir anlayış sunmayı hedeflemektedir.

5.1. Ankete katılan KOBİ ve Yöneticilerinin Özellikleri

112 üretim odaklı mikro, küçük ve orta ölçekli işletmenin katıldığı ankete göre, katılımcıların %43'ü mikro,

%32'si küçük ve %25'i orta ölçekli işletmelerden oluşmaktadır. Sektörel dağılımı incelediğimizde metal ürünler, makine ve ekipman üreticilerinin %49'luk payla en büyük grubu oluşturduğu görülüyor. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine bakıldığında ise tüm KOBİ'lerin %12,3'ünün imalat sektöründe, %36,6'sının ise toptan ve perakende ticaret sektöründe faaliyet gösterdiği gözlemlenmektedir.

Tablo 1. Ankete Katılan İşletmelerin Sektörleri

SEKTÖR	KOBİ SAYISI	Mikro	Küçük	Orta	Oran
Metal Eşya, Makine ve Teçhizat	55	32	14	9	0,49
Orman Ürünleri ve Mobilya	20	7	8	5	0,18
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	6	1	4	1	0,05
Taş ve Toprağa Dayalı İmalat	12	2	4	6	0,11
Kimya, Petrol ve Plastik Ürünler	13	3	4	6	0,12
Kağıt-Karton Ürünleri ve Basım	3	1	1	1	0,03
Havacılık	2	1	1	-	0,03
TOPLAM	112	48	36	28	1

KOBİ'lerin yaşam sürelerine baktığımızda 0-3 yıl arasındaki KOBİ oranı %19, 4-9 yıl arasındaki KOBİ sayısı %24 ve 10 yıl ve üstündeki işletmelerin sayısının ise %57 olduğu görülmüştür. Yapılan araştırmada Türkiye'de işletme ömrü ortalaması 18,2 yıl olarak çıkmıştır (Yaka, 2021).

Tablo 2. Ankete Katılan İşletmelerin Yaşı

İşletme Yaşı	İşletme Sayısı	Mikro	Küçük	Orta	Oran
0-3 Yıl	21	17	4	-	0,19
4-9 Yıl	27	15	12	-	0,24
10 Yıl ve Üstü	64	19	20	28	0,57
TOPLAM	112	48	36	28	1

Ankete katılan KOBİ'lerin %30'u ihracat yaparken %3'ünün satışlarının %50'sinden fazlası ihracat ile gerçekleşmektedir. İhracat, işletmelere adeta bir sigorta görevi görür. İç pazardaki dalgalanmalara karşı gelir esnekliği sağlayarak, kriz dönemlerinde döviz geliri ile nakit akışını korur. Bu sayede, işletmelerin ayakta kalmalarına ve büyümelerine yardımcı olur. TÜİK verilerine göre 2020 yılında KOBİ'ler toplam ihracatın %36,4'ünü gerçekleştirmişlerdir.

Tablo 3. Ankete Katılan İşletmelerin İhracat Miktarları

İhracat Oranı (Satışların Yüzdesi)	İşletme Sayısı	Mikro	Küçük	Orta	Oran
0	78	44	24	10	0,7
0-24	23	4	12	7	0,21
25-49	7	-	-	7	0,06
50 ve Üstü	4	-	-	4	0,03
TOPLAM	112	48	36	28	1

Anketi cevaplayan işletmelerin %42'si, aile ve yakın çevreden alınan yardımlar ile, yani "sevgi sermayesi" ile kurulmuştur (Bhunjun, 2016). %24'lük bir oranla borçlanma yoluyla finanse edilen işletmeler de dikkat çekmektedir. Orta ölçekli işletmelere bakıldığında, 16 tanesinin "sevgi sermayesi" ile, 10 tanesinin kişisel birikimlerle ve 2 tanesinin ise borçlanma yoluyla kurulduğu görülmektedir.

Tablo 4. İşletme Kuruluş Sermayesi

Başlangıç Sermayesi	İşletme Sayısı	Mikro	Küçük	Orta	Oran
Aile ve Yakın Çevre	47	16	15	16	0,42
Kişisel Birikimler	38	18	10	10	0,34
Borç Kullanıldı	27	14	11	2	0,24
TOPLAM	112	48	36	28	1

Ankete katılan işletmelerin yatırımlarını finanse etmek için kullandıkları kaynaklara dair bilgiler de elde edilmiştir. Buna göre, kişisel birikimler, yakın yardımlar ve birikmiş kar, işletmelerin yatırım finansmanında %81'lik bir paya sahip olarak en çok tercih edilen kaynaklar olmuştur. Ticari borçlanma, devlet destekleri ve kısa ve uzun vadeli borçlanma gibi alternatif finansman kaynaklarını tercih eden işletmelerin oranı ise %19 olarak belirlenmiştir.

Tablo 5. Yatırımda Finansman Kaynağı Tercihi

Birincil Finansman Kaynağı	Yönetici Cevabı Sayısı	Mikro	Küçük	Orta	Oran
İç Kaynaklar	91	37	29	25	0,81
Dış Kaynaklar	21	11	7	3	0,19
TOPLAM	112	48	36	28	1

Ankete katılan KOBİ'lerin %79'unun herhangi bir borçlanma hedefi olmadığı belirlenmiştir. Bu oran, borçlanma hedefi olan KOBİ'lerin oranını (%21) oldukça geride bırakmıştır. İşletmelerin ölçeği arttıkça borçlanma hedefi olan KOBİ'lerin oranında bir azalma gözlemlenmiştir. Mikro ölçekli işletmelerin daha yüksek oranda borçlanma hedefi olması, sermaye temini açısından daha kırılğan olmalarına ve bu nedenle daha ihtiyatlı davranmalarına bağlanabilir.

Tablo 6. Hedef Borç Oranı Belirleme

Hedef Borç Oranınız var mı?	Yönetici Sayısı	Mikro	Küçük	Orta	Oran
Evet	24	15	8	1	0,21
Hayır	88	33	28	27	0,79
TOPLAM	112	48	36	28	1

KOBİ yöneticilerinin %66'sı lisans veya lisansüstü eğitim almışken, ilköğretim mezunu yöneticiler arasında ihracat yapan firma bulunmamaktadır. 0-3 yaş aralığındaki 2 KOBİ'nin de yöneticisi ilköğretim mezunudur. Yüksek eğitimli KOBİ yöneticilerinin, işletme amaç ve hedeflerinden uzaklaşabilme riski taşıması nedeniyle, sürekli eğitim programlarına katılmaları önerilmektedir (Yıldız, 2020).

Tablo 7. İşletme Yöneticileri Eğitim Düzeyi Tablosu

Eğitim	Yönetici Sayısı	Mikro	Küçük	Orta	Oran
İlköğretim	9	4	4	1	0,08
Lise	29	13	12	4	0,26
Lisans	64	28	20	16	0,57
Lisansüstü	10	3	-	7	0,09
TOPLAM	112	48	36	28	1

İşletme yöneticilerinin yaş aralıkları Tablo 8.'de sunulmuştur. Görüldüğü üzere 30 yaş altı yöneticilerin oranı %11'dir. Yoğunluk 40 yaş ve üstünde olup bu yaş grubundan sadece 4 yöneticinin işletmesi 0-3 yaş aralığındadır. Bu tarz işletmeler genellikle ücretli çalışanların edindikleri tecrübe ile çalıştıkları işletmeden istifa etmeleri ile kurulmaktadır.

Tablo 8. İşletme Yöneticileri Yaş Aralıkları

Yaş Aralığı	Yönetici Sayısı	Mikro	Küçük	Orta	Oran
30 Yaş Altı	12	7	4	1	0,11
30-39 Yaş Arası	35	23	8	4	0,31
40-50 Yaş Arası	37	9	17	11	0,33
50 Yaş Üstü	28	9	7	12	0,25
TOPLAM	112	48	36	28	1

Ankete katılan işletme yöneticilerinin %57'sinin 10 yıl ve üzeri tecrübeye sahip olduğu görülmektedir. Uzmanlık ve tecrübe, yöneticileri lider yapan önemli unsurlardan biridir. Yöneticiler, tecrübeleriyle edindikleri bilgi ve beceriler sayesinde uzmanlık gücü elde ederler ve bu güç, onları doğal liderler haline getirir (Mücevher, 2019:68).

Tablo 9. İşletme Yöneticileri İş Tecrübesi

Süre	Yönetici Sayısı	Oran
0-3 Yıl	21	0,19
4-9 Yıl	27	0,24
10 Yıl ve Üstü	64	0,57
TOPLAM	112	1

Araştırmaya göre KOBİ'lerin %38'i her zaman ihtiyaç duyduğu finansmandan daha azını, %20'si ise her zaman ihtiyacı olan finansmanı sağlayabilmektedir. Bu durum, KOBİ'lerin önemli bir kısmının finansmana erişiminde sorun yaşadığını göstermektedir. Genel olarak KOBİ'lerin %80'i kredi tayınlaması ile karşı karşıyadır. Bu durum, bankaların KOBİ'lere kredi verirken daha temkinli yaklaştığını ve daha fazla teminat talep ettiğini göstermektedir. Bilgi asimetrisinin yoğun olduğu KOBİ'lerde ölçek seviyesi arttıkça asimetrisinin azalması beklenir. Ancak işletmelerin içinde buldukları finansal sıkıntılar bu hiyerarşiyi değiştirebilmektedir.

Tablo 10. Finansmana Ulaşma Durumu

Sermayeye Ulaşma Durumu	Yönetici Sayısı	Mikro	Küçük	Orta	Oran
Her zaman ihtiyacımız kadar kredi/borç/sermaye bulabiliyoruz	23	12	6	5	0,2
Çoğu kez ihtiyacımız olan kredi/borç/sermaye miktarını bulabiliyoruz	51	11	20	20	0,46
İhtiyacımız olan kredi/borç/sermaye miktarından daha azını bulabiliyoruz	38	25	10	3	0,34
TOPLAM	112	48	36	28	1

5.2. KOBİ'lerin Borçlanma ile İlgili Tercihleri

Araştırmada, sermaye yapısını etkileyen faktörleri belirlemek için Likert tipi ölçekli anket soruları kullanılmıştır. KOBİ'ler, "Hiç Önemli Değil" (0), "Önemli Değil" (1), "Orta Derecede Önemli" (2), "Önemli" (3) ve "Çok Önemli" (4) arasında puan vererek soruları yanıtlamışlardır. Anketin güvenilirliği SPSS 28 programında Cronbach's Alpha testi ile değerlendirilmiş ve %70,6 olarak bulunmuştur. Anket verilerinin normal dağılımı Skewness ve Kurtosis değerleri ile kontrol edilmiştir. Elde edilen değerler (+1,5 ve -1,5 arasında) normal dağılım sınırları içerisinde (Tabachnick, 2013). KOBİ'lerin anket sorularına verdikleri ortalama puanlar Tablo 11'de sunulmuştur.

Tablo 11'deki her bir soru numaralandırılmış ve bu numaralar, Tablo 12 ve Tablo 13'teki kısaltmaların başına eklenmiştir. Bu sayede, anket sorularıyla regresyon analizinde kullanılan değişkenler arasında daha net bir bağlantı kurulması amaçlanmıştır.

Tablo 11. Borçlanma Tercihleri

	MİKRO	KÜÇÜK	ORTA	ORTALAMA	STD. SAPMA
(1) Borç faizlerini vergi matrahından düşürerek avantaj sağlıyoruz	1,39	2,58	2,5	2,05	1,33
(2) Borcun ödenmesinde ortaya çıkabilecek ve işletmeyi sıkıntıya sokabilecek olası finansal sıkıntılar varlığı borçlanma isteğimizi azaltır	3,08	2,69	3,25	3	1,06
(3) Kazancımızdaki ve nakit varlığımızdaki değişimler borçlanmamızı etkiliyor	3,14	2,69	2,96	2,95	1,06
(4) Yatırım için karımız yetersize özkaynak yerine borçlanmaya yöneliriz.	2,2	2,47	2,78	2,43	1,25
(5) Bankalarla olan yakın ilişkilerimiz sebebiyle iç kaynak yerine borçlanmaya yöneliriz.	1,64	1,91	2,39	1,91	1,23
(6) Rakiplerimizin borç seviyesi borçlanma düzeyimizi etkiliyor	1,72	1,91	2,53	1,99	1,28
(7) Kredi notumuz	2,18	2,8	2,96	2,58	1,28
(8) Borçlanma bir yere bağlanmamış nakit bulundurmamızı gerektirir. Bu yüzden borçlanma işletmenin daha iyi yönetilmesini sağlar.	2,04	2,16	2,78	2,26	1,34
(9) İşletme geliri arttıkça yönetimin/işletme sahibinin özel giderleri artar.	2,06	2,47	2,35	2,26	1,23
(10) Faiz oranları istediğimiz düzeydeyse borçlanıyoruz.	2,37	2,47	2,75	2,5	1,25
(11) Elimizdeki varlıkların kullanım süresine göre uzun ya da kısa vadede borçlanmız	2,43	2,33	2,57	2,43	1,17
(12) Sınırlı seviyede borçlanmamız alıcı ve satıcılarımıza güven veriyor.	2,66	2,36	2,64	2,56	1,12
(13) Borçlanmanın getirdiği faiz dışındaki işlem ücretleri ve maliyetleri borçlanmamızı etkiler	2,93	2,33	2,75	2,69	1,08
(14) Alıcı ve satıcılarla yakın ilişkiler borçlanma seviyemizi etkiliyor	2,43	2,41	2,78	2,51	1,14
(15) Borçlanmamızı azaltmak adına harcanabilecek nakit tutuyoruz	2,68	2,16	2,85	2,55	1,16
(16) Karımız arttıkça borçlanmamız azalır.	3,16	2,86	3,07	3,04	1,06
(17) Yüksek borçlanma seviyeleri bağımsız hareket etmeyi zorlaştırır	3,58	2,94	3,17	3,27	0,9

5.3. Regresyon Analizi

Normal dağılıma sahip ve çoklu doğrusallık sorunu bulunmayan bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasında SPSS 28 programında gerçekleştirilen anlamlı *enter* regresyon analizi sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Normal dağılım şartı için -1,5 ve +1,5 değerleri arasındaki skewness ve kurtosis değerleri taşıyan değişkenler belirlenmiştir (Tabachnick, 2013). Çoklu doğrusallık problemi araştırılırken yüksek derecede korele olan değişkenlere ve 2,5 üstü VIF değerlerine rastlanmamıştır (Allison, 1999).

Tablo 12. Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişkenler	Bağımsız Değişkenler	B	p	R ²
Ölçek	(1) Vergi Katkısı	-0,131	0,038	0,291
Ölçek	(2) Kredi Notu	0,143	0,016	0,291
Hedef Borç Oranı	(3) Nakit Durumu	-0,096	0,045	0,234
KOBİ'nin Yaşı	(1) Vergi Katkısı	-0,19	0,004	0,216
KOBİ'nin Yaşı	(4) Nakit Durumu	0,191	0,039	0,216
Gerekli Sermayeye Ulaşım	(15) Borç Azaltmak İçin Nakit Tutma	-0,14	0,037	0,246
Sektör	(13) Faiz Dışı Borçlanma Maliyetleri	-0,486	0,036	0,209
Yönetici Yaşı	(1) Vergi Katkısı	-0,223	0,007	0,164

Regresyon analizi sonuçlarına göre, KOBİ ölçeğini etkileyen iki önemli faktör vergi kalkanı ve kredi notu olarak belirlenmiştir. Vergi kalkanının sağladığı avantajlar ve yüksek kredi notuna sahip olmanın sağladığı borçlanma kolaylığı, KOBİ'lerin ölçeklerini büyütmelerine yardımcı olmaktadır. Bu bulgular, vergi kalkanı ve kredi notunun KOBİ'lerin büyümesi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Hedef Borç Oranına sahiplik bağımlı değişkeninin ise nakitteki veya kazançtaki değişimlere göre borçlanma ile ilgili bağımsız değişken tarafından negatif yönde etkilendiği anlaşılmıştır.

KOBİ yaşı bağımlı değişkeni ise vergi kalkanı avantajları ve nakitteki veya kazançtaki değişimlere göre borçlanma ile ilgili bağımsız değişkenlerce pozitif yönde etkilenmektedir. Gerekli sermayeye ulaşma durumu bağımlı değişkeni borç azaltmak için nakit tutma bağımsız değişkenince pozitif, sektör bağımlı değişkeni faiz dışı borçlanma maliyetlerinin borçlanmaya etkisi bağımsız değişkenince negatif ve son olarak yönetici yaşı bağımlı değişkeni vergi kalkanı avantajları bağımsız değişkenince pozitif yönde etkilenmektedir.

Ayrıca klasik teorilerin KOBİ'lere uygulanabilirliğini tartışmaya açan Mutluluk Hipotezi için de ayrıca regresyon analizi yapılmıştır. Bu hipotezde KOBİ yöneticileri borçlanma bağımsızlığına ve yakın ilişkiler önem verirler (Ed Vos, 2007). Alınan sonuçlarda bağımsız değişkenlerin ölçek ve hedef borç oranı bağımlı değişkenlerini etkilediği görülmüştür. Bağımsız değişkenler olan “Alıcı ve satıcılarla yakın ilişkiler borçlanma seviyemizi etkiliyor”, “Yüksek borçlanma seviyeleri bağımsız hareket etmeyi zorlaştırır”, “İşletme geliri arttıkça yönetimin/işletme sahibinin özel giderleri artar” ve “Bankalarla olan yakın ilişkilerimiz sebebiyle iç kaynak yerine borçlanmaya yöneliriz” ile yapılan regresyon analizindeki sonuçlar da Tablo 13’de sunulmuştur.

Tablo 13. Mutluluk Hipotezi

Bağımlı Değişkenler	Bağımsız Değişkenler	B	p	R ²
Ölçek	(17) Yüksek Borçlanma Bağımsızlığı Bozar	-0,177	0,034	0,102
Ölçek	(5) Bankalarla Yakın İlişki İle Borçlanma	0,124	0,05	0,102
Hedef Borç Oranı	(17) Yüksek Borçlanma Bağımsızlığı Bozar	-0,099	0,021	0,098
Hedef Borç Oranı	(14) Alıcı ve Satıcılarla Yakın İlişki ile Borçlanma	0,07	0,047	0,098

Tablo 13.’de yüksek borçlanmanın bağımsızlığı etkilediği ile ilgili değişken ölçek değişkenini negatif yönde etkilemişken bankalarla yakın ilişki kurarak borçlanmaya gidilmesi ölçeği pozitif yönde etkilemektedir. Hedef Borç Oranı, yüksek borçlanmanın bağımsızlık üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Yani, yüksek borçluluk oranına sahip firmaların bağımsız olma olasılığı daha düşüktür. Öte yandan, alıcı ve satıcılarla yakın ilişkilerin borçlanma üzerindeki etkisi ise pozitif yöndedir. Yani, alıcı ve satıcılarla yakın ilişkiler kuran firmaların borçlanma imkanları daha yüksektir.

6. SONUÇ

Ülkemiz ekonomisinin can damarları olan KOBİ’ler, işletmelerin %99,8’ini oluşturarak hem sayısal hem de ekonomik açıdan büyük bir güce sahiptir. Ciro, istihdam, ihracat ve katma değer gibi büyüme göstergelerinde önemli bir paya sahip olan KOBİ’ler, sadece ekonomiyi değil, toplumu da kalkındırmaktadır. Gelir dağılımının

dengeli hale gelmesine katkıda bulunarak sosyal adaleti de güçlendirmektedirler. Kısacası, KOBİ'ler hem ekonomik hem de sosyal açıdan Türkiye'nin kalkınmasında hayati bir rol oynamaktadır.

KOBİ'ler, sermaye yapılarını oluştururken farklı kaynaklara başvurabilirler. Borçlanma, işletme kaynaklarını kullanma ve yakın ilişkilerden elde edilen sermaye gibi seçenekler, yatırımlar ve cari harcamalar için kullanılabilir. Bu finansal hareketler, KOBİ'lerin geleceğini ve değerini doğrudan etkilemektedir. Bu nedenle, Modigliani/Miller tarafından başlatılan optimum sermaye yapısı arayışı, KOBİ'ler için kritik önem taşımaktadır. KOBİ'ler, optimum sermaye yapısını oluşturarak risk ve getiri arasında dengeyi sağlayabilir, finansal istikrarlarını sağlayabilir ve gelecekteki büyümelerini finanse edebilirler.

Literatürdeki teoriler tam rekabet piyasası şartlarına göre oluşturulmaya başlanmış ancak gerçek dünyada yeri olmayan bu varsayımdan vazgeçilerek dengeleme teorisi ve hiyerarşi teorisi gibi modern yaklaşımlar oluşturulmuştur. Temsilcilik ve sinyal teorisi gibi yaklaşımlarla da sermaye yapısı araştırmaları şirketlerin daha derinden gözlenmesine odaklanmıştır. Ancak yapılan araştırmalar çoğunlukla borsada işlem gören halka açık işletmelerle veya büyük işletmelerle gerçekleşmiştir. Özellikle halka kapalı KOBİ'lerle ilgili yapılan sermaye yapısı araştırmaları kısır kalmış, yapılan araştırmalar ise çoğunlukla halka açık olanlar ile gerçekleşmiştir.

Tüm bu gelişmeler ışığında kaynak dağılımının KOBİ'lerde ölçek bazında da önem taşıdığı araştırılması tezin önemli bölümünü oluşturmuştur. Çünkü her bir ölçekte oluşturulacak olan optimuma yakın bir sermaye yapısı işletmenin geleceğini etkileyecek ve sonucunda ölçek atlama yani büyümesini sağlayabilecektir.

Bu süreçte KOBİ sahiplerinin ve yöneticilerinin kişisel özellikleri ve ticari bağları da büyük öneme sahiptir. Ayrıca tüm idari ve pazarlama gibi önemli işletme faaliyetlerini tek başlarına yürütmeleri KOBİ'nin geleceğinin etkilemektedir.

İmalatçı KOBİ'lerin borçlanarak sermaye yapısını şekillendirirken ölçek bazında hangi değişkenlerden etkilendiklerinin araştırıldığı anketin sonucunda birçok dikkat çeken bulguya rastlanmıştır. KOBİ'lerin genel olarak, dengeleme teorisinde bahsedilen hedef borç oranına çoğunlukla sahip olmadıkları ve hiyerarşi teorisindeki gibi öncelikle iç kaynak kullanımına yöneldikleri görülmüştür.

Mikro işletmelerin daha fazla hedef borç oranına ve finansmanda daha fazla dış kaynak kullanımına sahip olduğu görülürken, orta ölçekli işletmelerin ise daha az hedef borç oranına ve diğer ölçeklere kıyasla finansmanda daha fazla iç kaynağa yöneldiği gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, genel bir değerlendirmede, işletme ölçeği arttıkça borçlanma oranı hedefleyen KOBİ sayısının azaldığı ancak borçlanmada iç kaynak kullanımının arttığı görülmektedir.

Mutluluk hipotezine göre, KOBİ'lerde finansal ve örgütsel kontrol ortamının sağlanması, yöneticiler açısından büyük önem taşımaktadır. Bu teoriyi de incelediğimiz araştırmada, KOBİ sahibinin yakın ilişkileri ve yüksek borçluluk gibi unsurlar, yönetim standartlarını olumsuz etkileyen önemli değişkenler olarak ortaya çıkmıştır.

KOBİ'lerin ölçek büyüdükçe daha şeffaf hale gelmeleri ve bu sayede dış kaynaklara daha fazla yönelmeleri beklenir. Ancak araştırmamız bu beklentiyi doğrulamamıştır. Bulgularımız, artan borçlanmanın KOBİ sahipleri tarafından olumsuz karşılanmasını göstermiştir. Bu durum, KOBİ sahiplerinin "mutluluk hipotezi"nde tanımlanan yöneticilere benzer bir profile sahip olabileceğini düşündürmektedir. Mikro ölçekli işletmelerin çoğunlukla borçlanma hedefi gütmesi ise bu ölçekte finansman risklerinin yüksekliğine ve kontrolcü bir KOBİ sahibine işaret etmektedir. Bu bulgular, *işletme gelirinin artmasıyla birlikte KOBİ sahibinin özel giderlerinde de artış göstereceği* anket sonucuyla da desteklenmektedir.

7. EXTENDED SUMMARY

Small and Medium-sized Enterprises (SMEs) contribute significantly to local markets with their economic flexibility and innovativeness. In Turkey, SMEs constitute 99.8% of businesses, 72% of employment, 49.4% of revenue, 42.7% of production value, and 41.3% of value added. Additionally, they account for 36.4% of total exports. The definition and classification of SMEs are determined by law, based on active size and number of employees, categorized as micro, small, and medium-sized. In Turkey, micro-enterprises represent 93.6% of total SMEs, small enterprises 5.4%, and medium-sized enterprises 0.9%.

As these businesses aim to increase their revenues, they also strive to utilize their assets and capital effectively. However, current competitive conditions make achieving optimal levels challenging. The impact of changes in capital structure on firm value began with David Durand's work in the 1950s. Modigliani and Miller further developed the Irrelevance Theory, incorporating tax factors. Modern theories attempt to determine optimal capital structure considering factors such as tax effects, market conditions, and bankruptcy costs. For instance, according to the pecking order theory, when calculating a company's value, debt's tax advantages are added while expected bankruptcy costs are deducted. Situations like control and ownership separation also affect firm value. Bankruptcy costs may include not only direct costs like accountant and lawyer fees but also indirect costs like order cancellations.

Companies' financial and investment activities are typically addressed in a hierarchical manner. Internal financing methods are preferred initially, but external financing sources are sought when internal means are insufficient. However, factors like information asymmetry during this process can disadvantage investors. It's important to borrow prudently during market and economic fluctuations. Changes in capital structures often signal information to the market about the company.

Studies conducted in light of the above theoretical developments have sought solutions to the capital optimization problem. In Delikanlı and Kılıç's 2021 study, it was found that as firms grow in size, their efficiency increases, and there's a relationship between size and borrowing levels. Erdinç and Sayılğan's 2020 study observed that medium-sized enterprises prefer short-term borrowing depending on liquidity conditions. Kazımov's 2019 research revealed that factors like the type of business, R&D structure, and number of employees directly influence investment decisions but also affect capital structures. Karaa and Geyikçi's 2017 study determined that firm size, asset structure, and profitability influence capital structure. In a 2015 survey by Çatı, Çömlekçi, and Zengin, it was concluded that managers' educational levels aren't determinative in external financing use, but managerial experience is. Köksal and Orman's 2014 study suggested that Turkish firms are more in line with the pecking order theory than the hierarchy theory. Lastly, Kula's 2001 survey found that SMEs primarily meet their financing needs with internal funds and don't achieve the target capital ratio.

Research by Czerwonka and Jaworski on SMEs' capital structures in Eastern Europe, based on financial data from 15,253 companies, indicated that the majority behave in line with the hierarchy theory, with about a quarter of businesses having stock debt capacity, negatively impacting capital structure. Chen and Migliaro's study on Brazilian manufacturing SMEs showed that firm age and profitability are negatively associated with borrowing, while factors like asset structure, growth, and scale are positively associated. Panova's study on Russian SMEs found that liquidity and asset structure generally have a negative impact on borrowing levels. Zunckel and Nyide's research on South African SMEs found that factors like owners' personal goals, financial preferences, and business network relationships influence capital structure. In a study on German SMEs, while a relationship was found between debt ratio and performance in medium-sized enterprises, no such relationship was observed in small businesses. Palacios, Carrillo, and Guzman's study on Mexican manufacturing SMEs showed that internal financing sources affect performance, but this effect is limited. Proença and Laureano's study on Portuguese SMEs' capital structures identified liquidity, asset structure, and profitability as the most important variables in explaining capital structures.

SMEs, which play a crucial role in our country's economic structure, constitute a significant force both numerically and economically. They have a substantial share in indicators such as revenue, employment, exports, and value added, contributing not only to the economy but also to social development by balancing income distribution and strengthening social justice. By forming an optimal capital structure, SMEs balance risk and return, maintain financial stability, and can finance their growth potentials. However, research on capital structure has mainly focused on large enterprises, with limited studies, especially on privately held SMEs. Factors such as business scale, manager profile, and financial control are important in shaping SMEs' capital structures. While micro-enterprises generally pursue borrowing goals, medium-sized enterprises may have less borrowing objectives. Ensuring a financial and organizational control environment for managers is crucial, and factors like close relationships and high indebtedness can influence management standards. Contrary to expectations, findings such as SMEs not increasingly resorting to external sources as they grow, increasing borrowing being negatively perceived, and increased business income leading to a rise in owners' private expenses illustrate the complexity of dynamics influencing business financing strategies.

Based on all these theoretical and statistical information, our survey was conducted with 112 privately held manufacturing SMEs operating in the Eskişehir Organized Industrial Zone. Findings indicate that the majority of businesses primarily use internal sources in financing, with micro-scale businesses showing a greater preference for external financing compared to other scales. When looking at debt goals and resource usage preferences, it was found that micro-scale businesses proportionally behave closer to the pecking order theory compared to other scales, while medium-sized enterprises tend to move closer to the hierarchy theory proportionally. SMEs perceive high levels of borrowing as a significant problem, as it complicates independent action.

KAYNAKÇA

- Allison, P. D. (1999). *Multiple regression: A primer*. Pine Forge Press.
- Bannier, C. E., & Heyden, T. (2019). The dynamics of SMEs' capital structure and performance: Evidence from a panel VAR. *SSRN*.
- Bhunjun, K. (2016). *An empirical investigation of Mauritian MSMEs access to finance: Constraining factors at demand-level* (Doctoral dissertation, University of Mauritius).

- Çatı, K., Çömlekçi, İ., & Zengin, E. (2015). Dış kaynak kullanımının işletme finansal performansına etkisi: Düzce ili imalat sanayisinde KOBİ yöneticileri üzerinde bir araştırma. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2015(1), 56-67.
- Czerwonka, L., & Jaworski, J. (2021). Capital structure determinants of small and medium-sized enterprises: Evidence from Central and Eastern Europe. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 28(2), 277-297.
- Delikanlı, İ. U., & Kılıç, S. (2021). Factors influencing SMEs' capital structure: A comparative analysis from Turkey. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 28(1), 57-74.
- Durand, D. (1952). The cost of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement. *Conference on Research on Business Finance*, New York: National Bureau of Economic Research.
- Erdinç, N. Y., & Sayılğan, G. (2020). BİST imalat sektöründeki küçük boyuttaki ve orta ölçekteki işletmelerin sermaye yapısına etki eden faktörlerin kanonik korelasyon analizi ile karşılaştırmalı olarak incelenmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 12(1), 826-847.
- Bancel, F., & Mittoo, U. (2002). The determinants of capital structure choice: A survey of European firms. *American Finance Association Meetings (AFA)*.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.
- Hillier, D. R., S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2016). *Corporate finance, European edition*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Karaa, İ. E., & Geyikçi, U. B. (2017). Halka kapalı KOBİ'lerin sermaye yapıları. *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi*, 12(48), 284-295.
- Kazımov, E. (2019). Üretim alanında faaliyet gösteren KOBİ işletmelerinin yatırım kararlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi.
- Köksal, B., & Orman, C. (2015). Determinants of capital structure: Evidence from a major developing economy. *Small Business Economics*, 44, 255-282.
- Kula, V. (2001). Verginin işletmelerin sermaye yapılarına etkisi. *Maliye Dergisi*, 136, 18-35.
- Miglo, A., & Miglo, A. (2016). Capital structure analysis: Some examples. *Capital Structure in the Modern World*, 211-226.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Mücevher, M. H. (2019). Başarılı yöneticilerin hayat hikâyeleri ve yöneticilik gelişimlerine yansımaları: Nitel bir araştırma. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Palacios, C. A. H., Carrillo, M. P. E., & Guzmán, M. G. (2016). The effects of the capital structure in performance: Empirical study on manufacturing SMEs of México. *Journal of Business & Economic Policy*, 3(1), 22-31.
- Panova, E. (2020). Determinants of capital structure in Russian small and medium manufacturing enterprises. Equilibrium. *Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 15(2), 361-375.
- Poutziouris, P., Markou, D., Glyptis, L., & Hadjielias, E. (2022). Capital structure of UK SMEs: An integrated understanding. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 29(3), 64-95.
- Proença, P., Laureano, R. M., & Laureano, L. M. (2014). Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: Evidence from Portuguese SMEs. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 150, 182-191.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.

- Tabachnick, B. G., Fidell, L. S., & Ullman, J. B. (2013). Using multivariate statistics (Vol. 6, pp. 497-516). Boston, MA: Pearson.
- Torlak, Ö., & Uçkun, N. (2005). Eskişehir'deki KOBİ'lerin pazarlama ve finansman sorunları ara kesiti. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(1), 199-215.
- Uzun, F. (2023). BİST'te işlem gören metal sektörü firmalarının sermaye yapılarının belirleyicileri. *Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi*, 12(1), 148-165.
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence. *The Journal of Finance*, 32(2), 337-347.
- Vos, E., Yeh, A. J. Y., Carter, S., & Tagg, S. (2007). The happy story of small business financing. *Journal of Banking & Finance*, 31(9), 2648-2672.
- Yaka, R. (2021). Şirketlerin ömrüne dair doğrular ve yanlışlar. *19 Mayıs Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 35-55.
- Chen, Y., Migliaro, D., & Silva, J. (2021). Capital structure determinants of SMEs: Empirical evidence. *IAR Journal of Business Management*, 2(1).
- Yıldız, İ., & Aksoy, A. (2020). Yöneticilerin eğitim düzeylerinin ve cinsiyetlerinin yenilik yönetimi üzerindeki rolü: Bir uygulama. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2020(1), 345-356.
- Zunckel, S., & Nyide, C. J. (2019). Capital structure of small, medium and micro enterprises: Major factors for a developing economy. *Problems and Perspectives in Management*, 17(2), 124.