

İMKB'YE KAYITLI İŞLETMELERİN SERMAYE YAPILARI VE FİNANSAL KALDIRAÇ ORANLARININ KARLILIKLARINA ETKİSİ

Yusuf TOPAL*

ÖZET

Varlıkların finansmanında yabancı kaynak kullanılması, borcun maliyeti ile ilişkili olarak öz kaynak karlılığını arttırması beklenir. Borçlanma maliyetleri ülkemizde zaman içerisinde dalgalanmalar göstermiştir. Ayrıca borçlanma maliyetlerinin küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin aleyhine olduğu düşünülmektedir. Bu çalışmada, 1997-2003 yılları arasında İMKB'ye kayıtlı imalat işletmelerinin, sermaye yapısı, finansman maliyetleri ve karlılıklarının, analizi yapılmaktadır. Ayrıca örneklem kapsamındaki işletmelerin finansal kaldıraç oranlarının, karlılıklarına etkisi bu çalışmada test edilecektir. Çalışmanın sonuçlarına göre, işletmelerin, varlıklarını borçla finanse etmeleri, belirli bir orana kadar öz kaynak karlılıklarını olumlu etkilerken belirli bir orandan sonra olumsuz etkilemiştir. Sermaye yapısı işletme ölçeği bakımından farklılık gösterirken, finansman maliyetlerinin farklılık göstermemesi çalışmanın diğer sonucudur.

Anahtar Kavramlar: Sermaye yapısı, kaldıraç oranları.

GİRİŞ

İşletmelerin bilançolarının aktif tarafı *yatırım kararları* sonucunda oluşur. İşletme yöneticileri, yatırım kararları çerçevesinde, hangi varlıklara ne tutarda yatırım yapacağına karar verirler. Bu yatırımların nereden finanse edileceği ise *finanslama kararlarını* oluşturur. İşletme yöneticileri, yatırımlarının finansmanında birikmiş amortismanlar, dağıtılmayan karlar gibi iç fonların yanı sıra borçlanma yoluyla ve/veya yeni hisse senedi çıkartarak yatırımlarını finanse ederler. İşletme yöneticileri, bilançonun bu iki tarafına ilişkin karar verirken beklenen getirilerini ve risklerini göz önüne almaktadırlar.

İşletmelerin yatırım kararları ile finansal sektörlerin, birbiriyle ilişki içerisinde olduğu yapılan çalışmalarla ortaya konmuştur. Para politikalarının üretim, yatırım gibi reel değişkenler üzerinde etkisi olduğunu ileri süren görüşün temel dayanağını, finansal piyasalarda görülen aksak rekabet oluşturmaktadır (Günçavdı vd., 1998:4). Bu etki faiz ve kredi miktarı yoluyla kendini göstermektedir. İktisadi politika üretkenler, bir yandan faiz yoluyla reel sektöre etki etmeye çalışırken, diğer yandan kredi mekanizması yoluyla etki etmeye ça-

lışmaktadırlar. Bu durum işletmelerin *yatırım ve finanslama kararları* üzerinde bir etki yaratacaktır. İşletmeler, dış kaynaklara ulaşma kolaylığı oranında yatırım kararlarını gerçekleştirebileceklerdir.

İşletmelerin yatırımlarının finansmanında yabancı kaynak kullanması durumunda işletmenin öz sermaye karlılığı artacaktır. Ancak bu karlılık yabancı kaynak maliyeti ile doğrudan ilişkilidir. Türkiye’de borçlanma maliyetleri, iktisadi politikaların etkisi ile zaman içerisinde önemli dalgalanmalar göstermiştir. Ayrıca işletme ölçeğinin küçülmesi ile iflas riskinin artması nedeniyle ve borçlanmanın maliyetinin, borçlanmanın sabit maliyetlerinden dolayı, talep edilen tutarın azalan fonksiyonu olduğundan, büyük işletmelere göre KOBİ’lerin aleyhine olduğu düşünülmektedir. Bu nedenlerle KOBİ niteliğindeki işletmelerin finansal piyasalardan yeterince yararlanmadığı ve/veya yüksek maliyetlerle yararlanabildikleri belirtilmektedir.

Bu çalışmada, 1997-2003 yılları arasında İMKB’ye kayıtlı imalat işletmelerinin, sermaye yapısı ve karlılıklarındaki değişimler yıllara göre, ölçeğe göre ve sektöre göre olmak üzere üç açıdan ortaya konacaktır. Ayrıca Türkiye koşullarında faaliyette bulunan bu işletmeler için, finansal kaldıraç oranları belirlenerek, finansal kaldıraç oranları ile karlılıkları arasında ilişkinin varlığı ve daha fazla borç kullanmanın işletmelerin karlılıkları üzerine nasıl bir etkisinin olduğu test edilecektir. Çalışmanın ilk aşamasında sermaye yapısı kararlarına etki eden faktörlere değinilecek ve Türk işletmelerini konu alan çalışmaların bazılarında değinilecektir. Daha sonra da çalışmanın metodolojisi hakkında bilgi verilerek örneklemeden elde edilen bulgular değerlendirilecek ve sonuç bölümü ile bitirilecektir.

I. SERMAYE YAPISI KARARLARI

Sermaye yapısını açıklamaya çalışan kuramsal ve ampirik çalışmalar işletmenin sermaye yapısı ile sermaye maliyetleri, yatırım kararları ve işletmenin piyasa değeri arasında bir ilişkinin varlığına işaret etmişlerdir. İşletmelerin sermaye yapısını açıklamaya çalışan çalışmaların temeli Modigliani ve Miller’in “sermaye maliyeti, işletme finansmanı ve yatırım teorisi” adlı klasik makalesine dayanmaktadır. Bu makalede Modigliani ve Miller finans literatüründe ilgisizlik kuramı olarak da adlandırılan, işletmelerin sermaye yapısının, sermaye maliyeti üzerinde bir etkisinin bulunmadığını dolayısıyla işletme değerini etkilemediğini yani borçlanma düzeyini değiştirmekle işletme değerinin arttırılamayacağını ileri sürmüşlerdir (Modigliani and Miller 1958:261). Ancak aynı dergide bu makalelerine bir düzeltme yaparak yabancı kaynağın faizinin vergi matrahını azaltıcı etkisinin olduğunu bu nedenle yabancı kaynak kullanmanın vergi sonrası sermaye maliyetini düşürdüğünden dolayı işletme için öz kaynak kullanmaya göre daha avantajlı olduğunu ileri sürmüşlerdir (Modigliani and Miller 1963:433).

* Yrd. Doç. Dr., Akyonkarahisar Kocatepe Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü
Makalenin Geliş Tarihi: Nisan 2006, Kabul Tarihi: Ekim 2006

Sermaye yapısı kuramı, Modigliani ve Miller'den günümüze değin vergi etmeni, temsilci sorunu, asimetrik bilgi ve devir olasılığı kavramlarına dayanılarak açıklanmaya çalışılmıştır.

A. VERGİ

Modigliani ve Miller kullanılan yabancı kaynak için ödenen faizin vergi matrahını azaltıcı etkisi olduğundan, öz kaynak yerine yabancı kaynak kullanmanın daha avantajlı olduğunu ileri sürmüşlerdir (Modigliani and Miller 1963:433). Miller başka bir makalesinde ise faiz kazançları gelir vergisine tabi olduğundan kurum düzeyinde karlı olan borçlanma avantajının kaybolacağını ileri sürmüştür (Miller 1977:261). Faiz ödemelerinin kurumlar vergisinden muaf olması ancak kar payı ödemelerinin bu muafiyet avantajını sağlamaması firmaları borçlanmaya teşvik edeceği yapılan çalışmalarda belirtilmiştir (Taggart, 1980:645; Pozdena, 1987:37; Diamond, 1994:11). Yani kurumlar vergisi ve gelir vergisi arasındaki fark, kurumlar vergisi lehinde arttıkça, işletmelerin sermaye yapısı içerisindeki yabancı kaynak oranı artacaktır.

B. TEMSİLCİ SORUNU

Temsilci sorunu yaklaşımının odak noktasını hissedarlar ile yöneticiler ve hissedarlar ile alacaklılar arasındaki çıkar çatışmalarının oluşturduğu söylenebilir (Myers, 1977:147; Fama, 1980:289). Yani çıkar gruplarının firmaya yüklediği maliyetlerin firmanın sermaye yapısı kararlarında etkili olduğu belirtilmektedir. (Jensen and Meckling 1976:305) çalışmalarında düşük büyüme oranına sahip, nakit fazlası olan büyük işletmelerin daha fazla yabancı kaynak kullandıklarını ileri sürmüşlerdir. (Stultz, 1990:4) çalışmasında fazla nakit akışına sahip ancak iyi yatırım fırsatları yakalayamayan işletmelerin daha fazla yabancı kaynak kullandıklarını ileri sürmektedir. (Haris and Raviv, 1990:55) çalışmalarında ise, firma değeri, yabancı kaynak/beklenen gelir oranı yüksek, likidite değeri fazla ve iflas olasılığı yüksek olan işletmelerin daha çok yabancı kaynak kullandıklarını ortaya koymuşlardır.

C. ASİMETRİK BİLGİ

Asimetrik bilgi, işletme yöneticileri ile işletme dışındaki çıkar gruplarının işletme ile ilgili sahip oldukları bilgilerin farklılığına dayanır. Sermaye yapısına ilişkin işletme yöneticilerinin aldıkları kararlara göre sermaye yapısı oluşacaktır. İşletme dışındaki çıkar grupları, oluşan bu sermaye yapısına göre işletme yöneticileri ile aralarındaki bilgi farklılığını gidermeye çalışacakları ileri sürülmektedir (Noe, 1988: 331; Haris and Raviv, 1990: 55). Örneğin işletmenin tahvil ihraç etmesinin işletme dışındaki çıkar grupları tarafından işletmenin net bugünkü değeri pozitif olan bir projeyi onayladığını çıkarsaması ve işletmenin hisse senetlerini satın alması gibi düşünülebilir. (Ross, 1977: 23) çalışmasında, işletmenin karlılığı ve değeri arttıkça işletmenin yabancı kaynak kullanma eğilimini

arttıracaklarını öte yandan iflas maliyetlerinin artmasının ise öz kaynak ile finansman eğilimini arttıracaklarını ileri sürmektedir. (Myers and Majluf, 1984:187) çalışmalarında bilgide yaygınlık olmadıkça işletmede yabancı kaynak kullanma eğiliminin artacağını ileri sürmektedirler. Ayrıca işletmenin yeni yatırımlarının, başlangıçta işletmede alıkonan karlarla, daha sonra yabancı kaynaklarla ve en son öz kaynaklar ile finanse edileceğini belirtmektedirler. (Leland and Pyle, 1984:371) çalışmalarında ise, işletmenin değerinin ve karlılığının yükseldikçe yabancı kaynak kullanma eğiliminin artacağını ileri sürmüşlerdir. Çin'deki işletmeleri konu alan (Chen, 2004:1341) çalışmasında sermaye yapısının belirleyicileri ele alınmıştır. Çalışmada Çin'deki işletmelerin sermaye yapısı belirleyicileri olarak gelişmiş ülke ekonomilerindeki işletmelerle benzerlik gösterdiği ama bazı özel noktalarda ayrıldığı ortaya konmuştur. Ayrıca sermaye seçimi kararlarında sırayla dağıtılmayan karlar hisse senedi ve uzun dönem borç sıralaması olduğu ortaya konmuştur.

D. İFLAS MALİYETİ

Yabancı kaynağın vergi kalkanı olarak adlandırılan avantajına karşı olarak, bir işletmenin varlıklarının finansmanında daha fazla yabancı kaynak kullanması, yabancı kaynağın maliyetinden dolayı işletmeyi bir finansal baskı altına sokacağı ve yeni yabancı kaynak kullanmanın marjinal maliyetinde bir artışa neden olacağı görüşüne dayanır. Bir işletmenin yabancı kaynak/öz kaynak oranının yükselmesi, yabancı kaynağın maliyetinden dolayı, sabit yükümlülüklerini yerine getirme olasılığını düşürerek işletmenin iflas olasılığını arttıracakları belirtilmektedir (Stiglitz, 1972:121; Haugen and Senbet, 1978:383; Haris and Raviv, 1988:321; Diamond, 1994:11). İşletme yöneticilerinin yüksek yabancı kaynak/öz kaynak oranını tercih etmesi sermaye sahipleri lehine bir davranış sergiledikleri anlamına gelecektir. Ancak bu durum işletmenin iflas olasılığını da arttıracaktır. Bu yüzden işletmeye dışarıdan kaynak sağlayacak olanlar bu oranın yükselmesini istemeyeceklerdir. Bu nedenle optimal sermaye yapısı belirlenirken yabancı kaynak kullanmanın ortaya çıkardığı olumsuzluklar ile işletmenin lehinde olan durumlar arasında bir denge kurulmalıdır. Kanada işletmeleri için işletmenin yatırımları üzerine kaldıraç etkisini konu alan (Aivazian vd.,2005:277) çalışmalarında kaldıraç ile yatırımlar arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Düşük büyüme fırsatları olan işletmeler için negatif ilişkinin istatistiksel değeri yüksek büyüme fırsatlarına sahip işletmelere göre daha anlamlı bulunduğu çalışmada belirtilmiştir.

E. TÜRKİYE'DE İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISINI KONUSUNDA YAPILAN ÇALIŞMALAR

Türkiye'deki işletmelerin sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörlerin karlılık ve borç dışı vergi kalkanı olduğu ortaya konmuştur. Durukan çalışmasında vergi kalkanının, işletmelerin sermaye yapısı üzerine negatif etkisi varken

vergi oranının pozitif etkisinin olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca Türkiye'de işletmelere sağlanan teşviklerin ve yatırım indirimlerinin vergi oranına göre, sermaye yapısı kararlarında daha etkili bir rol oynadığı çalışmanın bulguları arasında belirtilmiştir. Türkiye'de ekonomik dalgalanmaların etkisi ile işletmelerin uzun vadeli yabancı kaynak sağlama olanaklarının kısıtlanması nedeniyle uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içerisindeki payının oldukça azalması çalışmada ortaya konan diğer bir sonuçtur (Durukan, 1997:11).

Türk firmaları üzerine yapılan diğer bir çalışmada da kamunun yüksek faiz ile borçlanmaya yönelmesi işletmelerin finansal piyasalardan yararlanma olanaklarını sınırlandırdığı belirtilmiştir. Bu nedenle işletmelerin daha çok öz kaynakla finansmana yöneldiği, kısa vadeli banka kredisi ile ticari borçların payının arttığını ve dağıtılmayan karların payının arttığını belirtilmiştir (Günçavdı vd., 1999:16). Türk işletmeleri üzerine finansman eğilimlerini konu alan başka bir araştırmanın sonuçlarına göre, işletmelerin sermaye yapısı kararlarında rol oynayan etmenler sırasıyla, finansman kaynağının maliyeti, şirketin sermaye yapısı ve kaynak ihtiyacının vade yapısı olarak ortaya konmuştur. Bu durumda şirketlerin uzun vadeli kaynak ihtiyacı olduğunda düşük maliyetinden dolayı kısa vadeli kaynakları tercih ettikleri sermaye piyasası alternatifinin yeterince değerlendirilmediği çalışmanın sonuçları arasındadır. Ayrıca şirketlerin düşük olan öz kaynak oranlarını arttırmak amacıyla işletme bünyesinde bırakılan fonlara yönelindikleri bu nedenle kar payı dağıtım oranlarının az olduğu çalışmanın diğer bir sonucu olarak belirtilmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu, 1991:35). Beş yüz büyük işletmelerin 1999 yılına ilişkin yapılan analizinde ise, işletmelerin likidite riskinin arttığı, yani işletmelerin faizi karşılama gücünün zayıfladığı, sermaye yapılarının bozulduğu, varlık finansmanında öz kaynakların payının düştüğü, özellikle kısa vadeli yabancı kaynakların payının arttığı ileri sürülmüştür (Akgüç, 2000:208). İşletme büyüklüğü ve sermaye yapısı arasında ilişkinin incelendiği çalışmada, işletme büyüklüğü ile sermaye yapısı arasında pozitif bir ilişki olmasına rağmen bu konuda yeterli bir bulguya rastlanmadığı belirtilmiştir (Durukan, 1997:12).

Küçük sanayi işletmeleri üzerine yapılan Çonkar'ın çalışmasında ise, incelenen işletmelerin büyük bir çoğunluğunun öz kaynaklarına dayalı olarak faaliyette buldukları yabancı kaynak kullananların ise ağırlıklı olarak Halk Bankası kredileri kullandıkları, yabancı kaynak kullanmalarının nedeni olarak ise yabancı kaynak maliyetlerinin yüksekliğini neden olarak gösterdikleri ortaya konmuştur (Çonkar, 1994:218). KOBİ niteliğindeki işletmeler üzerinde yapılan Yücel'in çalışmasında ise, genellikle ortak noktalara değinmişlerdir. KOBİ'lerin yapılan yatırımlarını öncelikle geçmiş yıl karlarından finanse ettikleri, daha sonrasında sermaye artırımına gittikleri üçüncü sırada ise banka kredilerine başvurdukları kredi kullanılan bankaların başında Halk Bankasının geldiği ve ağırlıklı olarak öz kaynak ile finansmanı seçtikleri, factoring, leasing gibi araçlardan

yararlanma oranlarının çok düşük olduğu belirtilmiştir (Yücel, 2001:1). Türkiye'de mali sektör hariç işletmelerin reel anlamda büyümediği, KOBİ'lerin yeni yatırımlara gitmediği, tam tersine net sabit varlıkların sürekli gerilediği, imalat sektöründeki KOBİ'lerin kredili satış ve kısa vadeli yabancı kaynaklar ile ayakta kalmaya çalıştığı, bunun sonucu olarak likidite yapılarının bozulmasından dolayı işletmelerin yabancı kaynak maliyetlerinin arttığı belirtilmiştir (Sarıaslan, 1994:44). KOBİ'ler üzerinde yapılan başka bir çalışmada ise, KOBİ'lerin finansman yetersizlikleri nedeniyle yeni teknolojilere sahip olamadıkları, eski teknoloji ile emek yoğun çalışmak zorunda oldukları, enflasyondan dolayı öz kaynaklarında zaman içerisinde bir erime olduğu bu durumda üretilen malın kalitesine ve dolayısı ile rekabet gücüne olumsuz yansıdığı ortaya konan sorunlar arasında belirtmiştir. Ayrıca aynı çalışmada KOBİ'lerin sermaye yapısı içerisinde öz kaynaklarına ağırlık verdiklerini yabancı kaynak kullanmadıklarını, yabancı kaynak kullananların ticari banka kredisi kullandıklarını çalışmanın bulguları arasında belirtmektedir (Oktay, 2002:21).

II. ÇALIŞMANIN METODOLOJİSİ

A. AMAÇ

Finans literatüründe, işletmenin karlılığı ile dışarıdan yabancı kaynak kullanma eğilimi arasında bir ilişki olduğu belirtilmiştir. İşletmenin varlıklarının finansmanında yabancı kaynak kullanılması, kaldıraç etkisi yaratacağından dolayı işletmenin karlılığını arttıracığı ileri sürülmektedir. Ancak bu karlılık yabancı kaynak maliyetleri ile doğrudan ilişkilidir. Ayrıca iflas maliyetlerinin artmasının işletmeleri öz kaynaklar ile finansmana ittiği belirtilmiştir. Öte yandan işletme ölçeğinin küçülmesinin, iflas riskini arttıracığı ve yabancı kaynağın sabit maliyetlerinin, talep edilen tutarın azalan fonksiyonu olması nedeniyle KOBİ niteliğindeki işletmelerin para piyasalarından yeterince yararlanamadıkları ve finansman maliyetlerinin yüksek olduğu ileri sürülmektedir. Bu çalışmanın amacı, literatürde öne sürülen görüşlerden hareketle, İMKB'ye kayıtlı imalat işletmelerinin 1997-2003 yılları arasında sermaye yapısı bileşenlerini, ortalama finansman maliyetleri ve karlılıklarının yıl, sektör ve işletme ölçeği bazında analizi yapılarak aşağıdaki sorulara yanıt aranmıştır.

S₁: İşletmelerin finansman kaynakları, ortalama finansman maliyetleri, öz kaynak bileşenleri, finansal kaldıraç oranları ve karlılıkları *işletme ölçeğine* göre farklılık göstermekte midir?

S₂: İşletmelerin finansman kaynakları, ortalama finansman maliyetleri, öz kaynak bileşenleri, finansal kaldıraç oranları ve karlılıkları *sektörler arasında* farklılık göstermekte midir?

S₃: İşletmelerin finansal kaldıraç oranları ile karlılıkları arasında nasıl bir ilişki vardır?

B. VERİLER

İşletmelerin finansal kaldıraç dereceleri ile karlılıklarını nasıl etkilediğini test eden ve sermaye yapısındaki değişimleri yıl, sektör ve ölçeksel bazda analizini amaç edinen bu çalışmada veriler, 1997–2003 yılları arasında İMKB’de işlem gören imalat işletmelerinin bağımsız denetimden geçmiş on iki aylık bilançolarından hesaplanmıştır. Çalışmanın sonuçlarının daha sağlıklı olabilmesi için sermaye yapısı oldukça bozuk olan işletmelerin, sermaye yapıları kendi bilinçli politikaları olamayacağı düşünüldüğünden çalışmanın sonuçlarının yanlış yorumlanmaması için örneklemeden çıkartılmıştır. Böylece örnekleme dahil edilen işletmelerin kaldıraç oranları maksimum 0,97 olduğu görülmüştür. Araştırmanın kapsadığı dönemlerdeki mali piyasaların genel durumu dikkate alındığında sağlıklı bir işletmenin kaldıraç oranının bu seviyelerden daha yüksek olmayacağı anlaşılmıştır.

C. YÖNTEM

Çalışmada ilk olarak 1997 ile 2003 yılları arasında her yıl için ayrı ayrı örnekleme dahil edilecek işletmeler tespit edilmiştir. Sağlıklı ve tam verilerine ulaşılamayan ve imalat sektörü haricindeki işletmeler örnekleme dahil edilmemiştir. Ayrıca öz kaynakları negatif olan işletmelerde örneklemeden çıkartılmıştır. Çünkü öz kaynağı negatif olan bir işletme, ilgili bilanço yılında zarar etmesi durumunda öz kaynak karlılığı pozitif çıkacaktır bu durum ise yanıltıcı olacaktır. Böylece 1246 veri kullanılabilirken 910 veri ile çalışılmak zorunda kalınmıştır. İşletmelerin sektörel sınıflandırmasını yapmak için İMKB’nin yapmış olduğu sınıflandırma kullanılmıştır. Literatürde işletmelerin mali piyasalardan kaynak temin etmede işletme ölçeğinin etkili olduğu savunulduğundan sağlıklı sonuçlara ulaşabilmek için işletmeler ölçeksel bazda iki gruba ayrılmıştır. İşletmelerin ölçeksel sınıflandırmasında ise küçük ve orta ölçekli işletmelerin kalınma planları ve yıllık programlarda öngörülen hedefler ile Avrupa Birliği normlarına ve uluslar arası anlaşmalara uygun olarak desteklenmelerini, uluslar arası düzeyde rekabet edebilmelerini sağlamak amacı ile KOSGEB tarafından hazırlanan 21/12/2000 tarih ve 2000/1822 sayılı küçük ve orta ölçekli işletmelerin yatırımlarında devlet yardımları hakkında tebliğe göre 10-49 arası işçi çalıştıran işletmeleri küçük ölçekli, 50-250 arası işçi çalıştıran işletmeleri ise orta ölçekli işletme olarak sınıflandırmıştır. Buna dayanarak bu çalışmada en fazla 250 çalışanı olan işletmeler KOBİ olarak sınıflanmış ve 250’den fazla çalışanı olan işletmeler ise büyük işletme sınıfında analiz edilmiştir. Çalışmanın amaç kısmında belirtilen soruların yanıtlanması için şu değişkenler kullanılmıştır.

- ◆ İşletmelerin finansman kaynakları için;
 - Kısa vadeli banka borcu/toplam kaynak
 - Uzun vadeli banka borcu/toplam kaynak

- Kısa vadeli ticari borç/toplam kaynak
- Uzun vadeli ticari borç/toplam kaynak
- Öz kaynak/toplam kaynak
- Uzun vadeli banka borcu/Toplam banka borcu
- ◆ Ortalama finansman maliyetini hesaplamak için;
 - Finansman giderleri/toplam yabancı kaynak oranı
- ◆ Öz kaynak bileşenleri için;
 - Ödenmiş sermaye/öz kaynak
 - Yeniden değerlendirme/öz kaynak
 - Kar/ öz kaynak
 - Yedekler/öz kaynak
 - Emisyon primi/öz kaynak oranları
- ◆ Kaldıraç oranları için;
 - Toplam yabancı kaynak/toplam varlıklar
 - Finansal yabancı kaynak/toplam varlık
 - Finansal yabancı kaynak/toplam yabancı kaynak oranları
- ◆ Karlılık değişkenleri için;
 - Mali rantabilite; Net kar/öz kaynak
 - Brüt kar marjı; Brüt kar/satışlar
 - P karlılık değeri; $((FVÖK*AKO)-(OFM*KO))/(1-KO)$ formülde yer alan oranlar (FVÖK=faiz ve vergi öncesi kar, AKO=aktif karlılık oranı, OFM=ortalama finansman maliyeti ve KO=kaldıraç oranı) şeklinde açıklanabilir.
 - Aktif karlılık oranı; Esas faaliyet karı/toplam varlık oranları kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan karlılık değişkenleri içerisindeki P karlılık değeri, işletmelerin karlılığını nasıl etkilediğini görebilmek amacıyla, reel ve finansal faktörlerin etkisi altında olan oranların bir fonksiyonu olarak yazılabileceği belirtilmiştir (Günçavdı vd., 1999:31).

Bu çalışmada, değişkenlerin işletme ölçek gruplarına ilişkin ortalama değerleri her grup için ayrı hesaplanmıştır. İşletme ölçek gruplarına ilişkin ortalama değerleri ANOVA ile test edilecektir. Örnekleme dahil edilen işletmelerin sektörler arası farklılıklarını test etmek için *one way ANOVA* kullanılacaktır. Ayrıca işletmelerin kaldıraç (toplam borç/toplam varlık) oranları dört gruba ayrılarak gruplar arasında işletmelerin karlılıkları bakımından fark olup olmadığı

ğı *one way ANOVA* ile test edilecektir. Varyansların homojenliğinde *levene* testi, çoklu karşılaştırmalarda *scheffe* testi kullanılacaktır.

D. ÖRNEKLEMİN DAĞILIMI

Çalışmanın örnekleme dahil edilen işletmelerin sektörlere ve işletme ölçeğine göre dağılımı Tablo. 1'de, yıllara ve işletme ölçeğine göre dağılımı ise Tablo. 2'de verilmiştir.

Tablo 1: İşletmelerin Sektöre ve Ölçeğe Göre Dağılımı

	KOBİ	Büyük işletme	Toplam
1.Gıda, İçki	62	76	138
2.Dokuma, Giyim Eşyası.	38	143	181
3.Orman Ürünleri, Mobilya.	1	6	7
4.Kağıt ve Ürünleri, Basım	30	43	73
5.Kimya, Petrol	17	86	103
6.Taş ve Toprağa dayalı.	50	119	169
7.Metal ana sanayi.	5	61	66
8.Metal eşya, Makine.	40	115	155
9.Diğer imalat	17	1	18
TOPLAM	260	650	910

Tablo. 1'e göre çalışmanın veri setini oluşturan işletmelerin büyük çoğunluğunu büyük işletmeler oluşturmaktadır. Sektörel dağılım itibarıyla en fazla 181 işletme ile dokuma ve giyim eşyası sektörü yer alırken, 169 işletme ile taş ve toprağa dayalı sektördeki işletmeler ikinci sırayı, 155 işletme ile metal eşya ve makine sektörü üçüncü sırayı almaktadır.

Tablo 2: İşletmelerin Yıllara ve Ölçeğe Göre Dağılımı

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
KOBİ	42	33	37	36	42	38	32
Büyük	84	99	103	105	99	102	58
Toplam	126	132	140	141	141	140	90

Tablo. 2'ye göre örnekleme dahil edilen işletmelerin sayısı yıllara göre farklılık göstermektedir. 1997 yılında 42 tanesi KOBİ 84 tanesi büyük işletme olmak üzere toplam 126 işletme analize dahil edilmiştir. 1998 yılında ise 33 tanesi KOBİ 99 tanesi büyük olmak üzere toplam 132 tane, 1999 yılında 37 tanesi KOBİ 103 tanesi büyük olmak üzere toplam 140 işletme, 2000 yılında 36 tanesi KOBİ 105 tanesi büyük olmak üzere toplam 141 işletme, 2001 yılında 42 tanesi KOBİ 99 tanesi büyük olmak üzere toplam 141 işletme, 2002 yılında 38 tanesi KOBİ 102 tanesi büyük olmak üzere toplam 140 işletme ve son olarak 2003 yılında 32 tanesi KOBİ 58 tanesi büyük olmak üzere toplam 90 işletme analize dahil edilmiştir.

III. BULGULAR

A. SEKTÖRE VE ÖLÇEĞE GÖRE İŞLETMELERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI

Çalışmada yer alan işletmelerin 1997-2003 yılları arasındaki toplam kaynaklarının içerisindeki finansman kaynakları oranlarının ortalamalarını görmek için Tablo 3 oluşturulmuştur. Tablo. 3'de örnek kütlede yer alan işletmelerin finansman kaynakları sektöre ve ölçeğe göre gösterilmektedir. Ayrıca Tablo. 3'de yer alan oranların işletme ölçeğine göre ve sektörlere göre istatistiksel açıdan anlamlı bir farkın olup olmadığı *ANOVA* ve *one way ANOVA* ile test edilmiş ve sonuçları tablo notlarında belirtilmiştir.

Tablo 3: Sektöre ve Ölçeğe Göre İşletmelerin Finansman Kaynakları

	K.V.Banka Borcu/ Toplam Kaynak	U.V.Banka Borcu/ Toplam Kaynak	K.V.Ticari Borç/ Toplam Kaynak	U.V.Ticari Borç/ Toplam Kaynak	Öz kaynak/ Toplam Kaynak	U.V.Banka Borcu/ Toplam Banka Borcu
Tüm İşletmeler	0,16	0,07	0,13	0,01	0,49	0,27
BOYUT						
KOBİ	0,15	0,05 ^a	0,14 ^b	0,00	0,51 ^c	0,24 ^d
Büyük	0,16	0,08 ^a	0,13 ^b	0,01	0,48 ^c	0,29 ^d
SEKTÖR ^e						
1.Gıda, İçki	0,24	0,09	0,13	0,06	0,41	0,24
2.Dokuma, Giyim Eşyası.	0,20	0,08	0,12	0,01	0,47	0,24
3.Orman Ür., Mobilya.	0,00	0,00	0,03	0,00	0,80	0,54
4.Kağıt ve Ür., Basım	0,12	0,08	0,11	0,02	0,55	0,30
5.Kimya, Petrol	0,13	0,03	0,17	0,01	0,52	0,18
6.Taş ve Toprağa dayalı.	0,08	0,06	0,10	0,00	0,61	0,34
7.Metal ana sanayi.	0,23	0,06	0,14	0,00	0,41	0,22
8.Metal eşya, Makine.	0,15	0,10	0,16	0,00	0,43	0,35
9.Diğer imalat	0,15	0,00	0,17	0,00	0,54	0,05

NOTLAR: ^aN(261-645), sd:(506,724), t:(3,03), p=0,003 düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

^bN(261-645), sd:(453,904), t:(2,322), p=0,021 düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

^cN(261-645), sd:(904), t:(2,027), p=0,043 düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

^dN(230-615), sd:(434,365), t:(2,155), p=0,032 düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

^eTüm değişkenler, sektörler arasında p=0,000 düzeyinde istatistiksel olarak farklılık göstermektedir.

Tablo. 3'e göre örnek kütlede yer alan işletmelerin toplam kaynaklar içerisinde en büyük paya sahip finansman kaynağı öz kaynaktır. Tüm işletmelerin toplam kaynaklar içerisinde öz kaynak oranının ortalaması %49 olarak bulunmuştur. Bu orana ölçeksel dağılımı itibarıyla bakıldığında KOBİ'lerin %51 ve büyük işletmelerin %48 ortalamaya sahip oldukları görülmektedir. Bu bulgu literatürdeki, KOBİ'lerin daha fazla öz kaynak ile finanse edildikleri görüşünü destekler niteliktedir. Sektörler itibarıyla toplam kaynaklar içerisinde öz kaynak

oranı en yüksek olan sektör %80 ortalama ile orman ürünleri ve mobilya sektörüdür. Tablo.3'e göre öz kaynak oranı yüksek olan ikinci sektör %61 ortalama ile taş ve toprağa dayalı sektör olarak bulunmuştur. Kağıt ve ürünleri, basım sektörünün ortalaması %55 diğer imalat sektörünün %54 kimya ve petrol sektörünün %52 olarak bulunmuştur. Toplam kaynaklar içerisinde öz kaynakların ortalaması, tüm işletmeler ortalamasının altında kalan sektörler ise, sırasıyla dokuma ve giyim eşyası %47 metal eşya ve makine % 43 gıda ve içki sektörü ile metal ana sanayi sektörünün ortalamaları %41 olarak bulunmuştur.

Örnekleme dahil edilen işletmelerin ikinci finansman kaynağı kısa vadeli banka borçlarıdır. Tablo. 3'e göre tüm işletmelerin toplam kaynakları içerisindeki kısa vadeli banka borçlarının oranı %16'dır. Bu oran KOBİ grubundaki işletmeler için %15 ve büyük işletme grubundakilerin ortalaması ise %16 olarak bulunmuştur. Sektörler itibariyle en düşük öz kaynak oranına sahip gıda ve içki sektörü ile metal ana sanayi sektörü en fazla kısa vadeli banka borcu kullanan sektörler olarak bulunmuştur. Tablo. 3'e göre gıda ve içki sektöründeki işletmelerin toplam kaynakları içerisindeki kısa vadeli banka borçlarının oranı %24 metal ana sanayindeki işletmelerin ortalaması ise %23 olarak bulunmuştur. Bu sektörleri dokuma ve giyim eşyası sektörü %20 ortalama ile izlemektedir. Toplam kaynaklar içerisinde kısa vadeli banka borçlarının oranı diğer sektörlerde şöyle bulunmuştur, metal eşya ve makine sektörü ile diğer imalat sektörü %15 kimya ve petrol %13 kağıt ve ürünleri, basım sektörü %12 taş ve toprağa dayalı sektör %8 olarak bulunmuştur. En yüksek öz kaynak/toplam kaynak oranına sahip orman ürünleri ve mobilya sektörü hiç kısa vadeli banka borcu kullanmayan sektör olarak belirlenmiştir.

Örnekleme dahil edilen işletmelerin üçüncü finansman kaynağı kısa vadeli ticari borçlardır. Tablo. 3'e göre tüm işletmeler için toplam kaynaklar içerisinde kısa vadeli ticari borçların oranı %13'tür. Bu oran KOBİ grubundaki işletmeler için %14 ve büyük işletme grubundakilerin ortalaması ise %13 olarak bulunmuştur. Sektörler itibariyle toplam kaynakları içerisinde kısa vadeli ticari borç oranına ilişkin değerler Tablo 3'de verilmiştir.

Çalışmanın örnek kümesini oluşturan işletmelerin ortalamalar itibariyle dördüncü finansman kaynağı ise uzun vadeli banka borçlarıdır. Toplam kaynakları içerisinde uzun vadeli banka borçlarının oranı tüm işletmeler için %7 olarak gerçekleşirken bu oran KOBİ'ler için %5 büyük işletmeler için %8 olarak bulunmuştur. Bu bulgu göstermektedir ki beklenildiği gibi büyük işletmeler KOBİ'lere göre daha fazla uzun vadeli yabancı kaynak kullanabilmektedirler. Tablo. 3'e göre en fazla uzun vadeli banka borcu kullanabilen sektör %10 ortalama ile metal eşya ve makine sektörüdür. Bunu %9 ortalama ile gıda ve içki sektörü izlerken % 8 ortalamalar ile dokuma ve giyim eşyası sektörü ile kağıt ve ürünleri basım sektörleri izlemektedir. Taş ve toprağa dayalı sektör ile metal ana

sanayi sektörlerinin ortalaması %6 kimya ve petrol sektörü ortalaması %3 olarak bulunmuştur.

Çalışmanın örnek kümesini oluşturan işletmelerin toplam kaynakları içerisindeki uzun vadeli ticari borçlarının oranı çok önemsiz düzeylerde olup tüm işletmelerin ortalaması % 1 olarak bulunmuştur. Sektörler içerisinde en fazla uzun vadeli ticari borç kullanabilen sektör %6 ortalama ile gıda ve içki sektörüdür.

İşletmelerin banka borçlarının vade dağılımına bakıldığında, iktisadi politikaların etkisi ile beklendiği gibi, işletmelerin uzun vadeli banka borçlarının göreceli olarak daha az olduğu görülmektedir. Tablo. 3'e göre tüm işletmelerin toplam banka borçlarının içerisindeki uzun vadeli banka borçlarının oranı %27 olarak bulunmuştur. Bu oran KOBİ niteliğindeki işletmeler için % 24 büyük işletmeler için %29 olarak bulunmuştur. Sektörler içerisinde toplam banka borçlarının içerisinde uzun vadeli banka borçlarının payı en yüksek olan %54 ortalama ile orman ürünleri ve mobilya sektörüdür. Ancak bu sektörün kısa ve uzun vadeli banka borçlarının çok az olduğu gözden uzak tutulmamalıdır. Örnek kütle kapsamındaki işletmelerin toplam banka borçları içerisindeki uzun vadeli banka borçlarının oranı, Tablo 3'de verilmiştir. Tablo 3'e göre işletme ölçeği, uzun vadeli banka borcu/toplam kaynak, kısa vadeli ticari borç/toplam kaynak, öz kaynak/toplam kaynak ve uzun vadeli banka borcu/toplam banka borcu değişkenlerinde $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı fark bulunmuştur. Ayrıca tüm değişkenler itibariyle sektörler $p < 0,01$ düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

B. YILLARA VE ÖLÇEĞE GÖRE İŞLETMELERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI

İşletmelerin toplam kaynakları içerisindeki finansman kaynaklarının yıllara ve işletme ölçeğine göre nasıl bir değişim gösterdiğini ortaya koyabilmek için Tablo. 4 oluşturulmuştur. Ayrıca değişkenlerin işletme ölçeğine göre hangi yıllarda farklılık gösterdiği test edilmiş ve sonuçları Tablo 4'ün notlarında belirtilmiştir.

Tablo 4: Yıllara ve Ölçeğe Göre İşletmelerin Finansman Kaynakları

		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Kısa Vadeli Banka Borcu/Toplam Kaynak	Tüm	0,14	0,16	0,18	0,16	0,20	0,15	0,12
	KOBİ	0,14	0,16	0,15	0,17	0,21	0,14	0,10
	Büyük	0,14	0,17	0,18	0,16	0,19	0,16	0,12
Uzun Vadeli Banka Borcu/Toplam Kaynak	Tüm	0,08	0,07	0,07	0,06	0,07	0,08	0,06
	KOBİ	0,05 ^a	0,05	0,06	0,05	0,05	0,06	0,05
	Büyük	0,10 ^a	0,08	0,07	0,06	0,08	0,08	0,06
Kısa Vadeli Ticari Borç/Toplam Kaynak	Tüm	0,12	0,10	0,14	0,14	0,13	0,13	0,13
	KOBİ	0,14	0,10	0,16	0,16	0,15	0,14	0,14
	Büyük	0,11	0,10	0,14	0,13	0,13	0,13	0,13
Uzun Vadeli Ticari Borç/Toplam Kaynak	Tüm	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00
	KOBİ	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
	Büyük	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00
Öz Kaynak/ Toplam Kaynak	Tüm	0,49	0,50	0,46	0,49	0,45	0,50	0,58
	KOBİ	0,51	0,53	0,48	0,50	0,45	0,53	0,60
	Büyük	0,48	0,49	0,46	0,49	0,44	0,49	0,56
Uzun Vadeli Banka Borcu/Toplam Banka Borcu	Tüm	0,37	0,29	0,25	0,27	0,24	0,26	0,23
	KOBİ	0,33	0,29	0,26	0,19 ^b	0,18	0,22	0,18
	Büyük	0,39	0,29	0,25	0,29 ^b	0,26	0,28	0,25

NOTLAR: ^a N(42-83), sd:(103,676), t:(2,354), p=0,020 düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

^b N(32-98), sd:(68,604), t:(2,002), p=0,049 düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

Tablo 4'e göre tüm işletmeler ortalamaları itibarıyla toplam kaynaklar içerisinde öz kaynakların oranı en yüksek olan %58 ortalama ile 2003 yılı olmuştur. En düşük olduğu yıl ise %45 ortalama ile 2001 yılı olmuştur. 2001 yılının ekonomik krizin yaşandığı bir yıl olduğu dolayısı ile işletmelerin öz kaynaklarının eridiği borçlarının arttığı bir yıl olduğu gözden uzak tutulmamalıdır. Ekonomik krizin yaşandığı diğer bir yıl olan 1999 yılında da aynı şekilde işletmelerin toplam kaynaklar içerisinde, öz kaynak oranlarının azaldığı bir yıl olmuştur.

İşletme ölçeğine göre, toplam kaynaklar içerisindeki öz kaynak oranı her iki gruptaki işletmeler için paralellik olduğu söylenebilir. KOBİ sınıfındaki işletmelerin öz kaynak oranı en yüksek %60 ortalama 2003 yılı olduğu bulunmuştur. Aynı grup işletmelerin en düşük %45 ortalama ile 2001 yılı olduğu söylenebilir. Büyük işletme sınıfına dahil edilen işletmelerin ortalamaları en yüksek %56 ortalama ile yine 2003 yılı olurken en düşük olan yıl %44 ortalama değer ile 2001 yılı olmuştur. Diğer yıllara ilişkin öz kaynak/toplam kaynak oranı ortalamaları Tablo. 4'te gösterilmektedir.

İşletmelerin toplam kaynaklar içerisinde ikinci ağırlık verdikleri kısa vadeli banka borçları %20 ortalama ile en yüksek 2001 yılında ortaya çıkarken en düşük kısa vadeli banka borcunun olduğu yıl %12 ortalama ile 2003 yılı olmuştur. KOBİ sınıfındaki işletmelerin en yüksek %21 ortalama ile 2001 yılında kısa

vadeli banka borcunun olduğu en düşük %10 ortalama ile 2003 yılı olduğu görülmektedir. Büyük işletme sınıfına dahil edilen işletmeler için en yüksek % 19 ortalama ile 2001 yılı olurken en düşük %12 ortalama ile 2003 yılı olduğu görülmektedir. Diğer yıllara ilişkin ortalamalar Tablo. 4'te gösterilmiştir.

İşletmelerin üçüncü finansman kaynağı olan kısa vadeli ticari borçları ise banka borçlarının aksine yıldan yıla aşırı bir dalgalanma göstermemektedir. Bu durum göstermektedir ki işletmeler ekonomide yaşanan gelişmeler karşısında ticari kredi politikalarından ziyade banka borçlanma politikalarını değiştirmektedirler. Bu durum kendi bilinçli politikalarını bir sonucu olabileceği gibi banka ile olan ilişkilerindeki zorunluluğun bir sonucu da olabilmektedir. Tüm işletmelerin toplam kaynakları içerisindeki ticari borçlarının oranı Tablo 4'te verilmiştir.

İşletmelerin toplam kaynakları içerisindeki uzun vadeli banka borçlarının oranı yıldan yıla, kısa vadeli ticari borçları gibi, yine çok fazla bir dalgalanma göstermemektedir. Tüm işletmelerin uzun vadeli banka borçlarının oranlarının ortalaması en yüksek %8 ortalama değer ile 1998 ve 2002 yıllarında görülmektedir. En düşük ise %6 ortalama ile 2000 ve 2003 yıllarında görülmektedir. İşletmelerin toplam kaynaklar içerisindeki uzun vadeli ticari borçlarının oranı tüm yıllarda yok denecek düzeylerde. Bu durum hem KOBİ sınıfındaki işletmeler hem de büyük işletme sınıfındakiler için geçerlidir. Yani işletmeler uzun vadeli ticari borç kullanmamaktadırlar.

İşletmelerin toplam banka borçları içerisindeki uzun vadeli oranı itibarıyla en yüksek %37 ile 1997 yılı olmaktadır. Ancak bu oran 1998 yılından itibaren düşerek %23-29'lar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Son olarak 1997 yılında uzun vadeli banka borcu/toplam kaynak oranı işletme ölçeğine göre farklılık göstermesinin yanı sıra 2000 yılında uzun vadeli banka borcu/toplam banka borcu oranı işletme ölçeğine göre p<0,05 düzeyinde istatistiksel farklılık göstermektedir.

C. İŞLETMELERİN FİNANSMAN MALİYETİ

Ortalama finansman maliyeti, işletmenin ödediği toplam faizlerin toplam borç stokuna oranı şeklinde bulunur. İşletmelerin yıllara, sektöre ve ölçeğe göre ortalama finansman maliyetleri Tablo. 5'de gösterilmiştir. Ayrıca örnekleme dahil edilen işletmelerin ortalama finansman maliyetinin işletme ölçeği arasında ve sektörler arasında fark olup olmadığı ANOVA ve one way ANOVA ile test edilmiş sonuçları Tablo. 5'in notlarında belirtilmiştir.

Tablo 5: İşletmelerin Yıllara, Sektöre ve Ölçeğe Göre Finansman Maliyeti

	T. Y.O	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Tüm İşletmeler	0,18	0,16	0,16	0,21	0,12	0,32	0,15	0,07
BOYUT								
KOBİ	0,17	0,15	0,18	0,19	0,12	0,30	0,14	0,06
Büyük	0,18	0,16	0,16	0,22	0,11	0,33	0,15	0,07
SEKTÖR ^a								
1.Gıda, İçki	0,17	0,18	0,19	0,19	0,10	0,29	0,15	0,05
2.Dokuma, Giyim Eşyası.	0,21	0,18	0,18	0,23	0,14	0,44	0,18	0,09
3.Orman Ür., Mobilya.	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00	0,01	0,00	0,00
4.Kağıt ve Ür., Basım	0,16	0,18	0,12	0,17	0,16	0,25	0,16	0,07
5.Kimya, Petrol	0,16	0,14	0,13	0,22	0,11	0,32	0,13	0,07
6.Taş ve Toprağa dayalı.	0,13	0,13	0,13	0,17	0,09	0,22	0,10	0,05
7.Metal ana sanayi.	0,22	0,22	0,23	0,22	0,14	0,40	0,16	0,05
8.Metal eşya, Makine.	0,17	0,13	0,14	0,20	0,11	0,31	0,17	0,07
9.Diğer imalat	0,30	0,08	0,27	0,50	0,20	0,58	0,21	0,10

NOTLAR: ^aTüm değişkenler, sektörler arasında p=0,000 düzeyinde istatistiksel olarak farklılık göstermektedir.

Tablo. 5'e göre tüm işletmelerin ortalama finansman maliyetinin tüm yıllar ortalaması %18 olup, ortalama finansman maliyetinin en yüksek olduğu yıl beklediği üzere %32 ortalama değer ile 2001 yılı olmuştur. Tüm işletmelerin ortalama finansman maliyeti 1999 yılında da %21 ortalama değer ile göreceli olarak yüksek olduğu bir yıldır. Ortalama finansman maliyetinin en düşük olduğu yıl ise %7 ortalama değer ile 2003 yılıdır. İşletme ölçeği bazında işletmelerin ortalama finansman maliyetleri incelendiğinde yıllar itibariyle benzer bir tablo görülmektedir. Yani KOBİ sınıfındaki işletmelerin en yüksek ortalaması %30 ile yine 2001 yılında olurken en düşük %6 ortalama ile 2003 yılı olmaktadır. Büyük işletme sınıfındakilerin ortalaması ise en yüksek %33 ortalama değer ile yine 2001 yılı olurken en düşük %7 ortalama değer ile 2003 yılı olmaktadır. Burada beklenmedik sonuç yapılan bir çok çalışmada ortaya konan sonuçların aksine büyük işletmelerin finansman maliyetinin KOBİ niteliğindeki işletmelerin ortalamalarından yüksek çıkmasıdır. Zira Tablo 5 incelendiğinde 1998 ve 2000 yılları dışında tüm yıllarda büyük işletmelerin ortalama finansman maliyeti KOBİ niteliğindeki işletmelerin ortalama finansman maliyetinden yüksektir.

Sektörler bazında tüm yılların ortalaması itibariyle en yüksek finansman maliyetine sahip sektör %30 ortalama değer ile diğer imalat sektörü çıkarken ikinci sırayı metal ana sanayi üçüncü sırayı ise %21 ortalama değer ile dokuma ve giyim eşyası almaktadır. Ancak bu sıralama 2001 yılı için ikinci dokuma ve giyim eşyası üçüncü metal ana sanayi şeklinde olmuştur. Yani 2001 yılında dokuma ve giyim eşyası sektörünün ortalama finansman maliyeti daha hızlı artmıştır. Diğer yıllara ait ortalama değerler Tablo. 5'te gösterilmiştir.

Ortalama finansman maliyetleri açısından, işletme ölçeği arasında istatistiksel fark bulunmazken, sektörler arasında p<0,01 düzeyinde istatistiksel farklılık bulunmuştur.

D. İŞLETMELERİN ÖZ KAYNAK BİLEŞENLERİ

Örnekleme dahil edilen işletmelerin net kar/öz kaynak oranı bazı işletmelerde negatif olmasına rağmen çoğunluğu pozitif olmasından dolayı ortalaması küçülen ama pozitif bir değer çıkmaktadır. Bu ise öz kaynak bileşenlerinde %100'ün üzerinde görünmesine neden olmaktadır. Ayrıca öz kaynak bileşenleri içerisinde, bilançoda negatif görünen sermaye taahhütleri, dönem zararı ve geçmiş yıl zararları kalemleri dahil edilmemiştir. Eğer bunlar dahil edilmiş olsa idi negatif değer olduğundan dolayı öz kaynak bileşenleri toplamını düşürecek idi. İşletmelerin öz kaynak bileşenlerinin ortalamaları hesaplanmış ve işletme ölçeğine ve sektöre göre öz kaynak bileşenleri ortalamaları Tablo. 6'da gösterilmiştir. Öz kaynak bileşenlerinin işletme ölçeği arasında ve sektörler arasında farklılık olup olmadığı ANOVA ve one way ANOVA ile test edilmiş ve sonuçları Tablo. 6'nın notlarında belirtilmiştir.

Tablo 6: Sektöre ve Ölçeğe Göre İşletmelerin Öz Kaynak Bileşenleri

	Ödenmiş Sermaye/ Öz Kaynak	Yeniden Değerleme/ Öz Kaynak	Kar/ Öz Kaynak	Yedekler/ Öz Kaynak	Emisyon Primi/ Öz Kaynak
Tüm İşletmeler	0,38	0,44	0,05	0,15	0,03
BOYUT					
KOBİ	0,45 ^a	0,41	0,05	0,11 ^b	0,04 ^c
Büyük	0,35 ^a	0,45	0,05	0,16 ^b	0,02 ^c
SEKTÖR ^d					
1.Gıda, İçki	0,45	0,47	-0,03	0,11	0,06
2.Dokuma,Giyim Eşy.	0,39	0,51	-0,01	0,17	0,03
3.Orman Ür., Mobilya.	0,33	0,19	0,23	0,25	0,00
4.Kağıt ve Ür., Basım	0,58	0,50	-0,16	0,08	0,03
5.Kimya, Petrol	0,31	0,38	0,14	0,14	0,02
6.Taş ve Toprağa dayalı.	0,34	0,41	0,14	0,12	0,01
7.Metal ana sanayi.	0,29	0,56	-0,02	0,14	0,01
8.Metal eşya, Makine.	0,33	0,39	0,11	0,21	0,02
9.Diğer imalat	0,45	0,06	0,27	0,16	0,07

NOTLAR: ^a N(261-647), sd:(417,808), t:(3,250), p=0,001 düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

^b N(261-647), sd:(658,278), t:(5,575), p=0,000düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

^c N(259-647), sd:(386,785), t:(3,012), p=0,003 düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

^dTüm değişkenler, sektörler arasında p=0,000 düzeyinde istatistiksel olarak farklılık göstermektedir.

Tablo.6'ya göre işletmelerin en önemli öz kaynak bileşeni %44 ortalama ile yeniden değerlemedir. Tüm işletmeler bazında ikinci öz kaynak bileşeni %38 ortalama değer ile ödenmiş sermaye olurken, %15 ortalama değer ile yedekler üçüncü sırada, %5 ortalama değer ile kar dördüncü sırada ve %3 ortalama değer ile emisyon primi, öz kaynak bileşenleri içerisinde beşinci sırada yer almaktadır.

İşletme ölçeğine göre Tablo. 6 incelendiğinde KOBİ sınıfındaki işletmelerin öz kaynak bileşenleri içerisinde birinci sırada %45 ortalama değer ile ödenmiş sermaye olduğu görülmektedir. Öz kaynak bileşenlerinden yeniden değer-

leme %41 ortalama değer ile ikinci sırada yer alırken yedekler %11 ortalama değer ile üçüncü, kar %5 ortalama değer ile yine dördüncü sırada emisyon primi %4 ortalama ile beşinci sırada yer almaktadır. Büyük işletme sınıfındaki işletmelerden elde edilen ortalamalar ise %45 ortalama değer ile yeniden değerlendirme birinci sırada yer alırken %35 ortalama ile ödenmiş sermaye ikinci sırada yer almaktadır. Büyük işletmeler için yedekler %16 ortalama ile üçüncü sırada, kar %5 ortalama ile dördüncü sırada emisyon primi %2 ortalama değer ile beşinci sırada yer almaktadır.

Sektörler açısından en yüksek yeniden değerlendirme oranına sahip sektör, %56 ortalama ile metal ana sanayi olurken, En düşük yeniden değerlendirme oranına sahip sektör %6 ortalama değer ile diğer imalat sektörü olmaktadır. Ödenmiş sermaye oranı en yüksek olan sektör %58 ortalama değer ile kağıt ve ürünleri, basım sektörü olurken, ödenmiş sermaye oranı en düşük olan sektör %29 ortalama değer ile metal ana sanayi sektörü olmaktadır.

İşletme ölçeği arasında, öz kaynaklar içerisinde ödenmiş sermaye, yedekler ve emisyon primi oranlarında $p < 0,01$ düzeyinde istatistiksel farklılık bulunmuştur. Öz kaynak bileşenleri itibariyle sektörler arasında $p < 0,01$ düzeyinde istatistiksel farklılık bulunmuştur.

E. İŞLETMELERİN FİNANSAL KALDIRAÇ ORANLARI

İşletmelerin toplam borç/toplam varlık, finansal borç/toplam varlık oranı ile finansal borç/toplam borç oranlarının ortalama değerleri işletme ölçeğine ve sektörler göre dağılımı Tablo.7'de gösterilmiştir. İşletmelerin finansal kaldıraç oranlarının işletme ölçeği arasında ve sektörler arasında farklı olup olmadığı ANOVA ve one way ANOVA ile test edilmiş ve sonuçları Tablo. 7'nin notlarında belirtilmiştir.

Tablo 7: İşletmelerin Finansal Kaldıraç Oranları

	Toplam Yab.Kaynak/ Toplam Varlıklar	Finansal Yab.Kaynak/ Toplam Varlıklar	Finansal Yab.Kaynak/ Toplam Yab. Kaynak
Tüm İşletmeler	0,51	0,24	0,40
BOYUT			
KOBİ	0,49	0,21 ^a	0,36 ^b
Büyük	0,52	0,25 ^a	0,41 ^b
SEKTÖR ^c			
1.Gıda, İçki	0,59	0,33	0,51
2.Dokuma, Giyim Eşyası.	0,57	0,30	0,49
3.Orman Ürünleri, Mobilya.	0,19	0,00	0,02
4.Kağıt ve Ürünleri, Basım	0,44	0,20	0,37
5.Kimya, Petrol	0,50	0,16	0,27
6.Taş ve Toprağa dayalı.	0,39	0,13	0,30
7.Metal ana sanayi.	0,59	0,29	0,51
8.Metal eşya, Makine.	0,57	0,25	0,39
9.Diğer imalat	0,46	0,15	0,33

NOTLAR: ^a N(260-647), sd:(905), t:(1,829), $p=0,027$ düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

^b N(261-647), sd:(906), t:(3,023), $p=0,003$ düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır.

^c Tüm değişkenler, sektörler arasında $p=0,000$ düzeyinde istatistiksel olarak farklılık göstermektedir.

Tablo. 7'ye göre tüm örnek kapsamına alınan tüm işletmelerin toplam varlıklarının %51'i yabancı kaynak ile finanse edilmektedir geri kalan kısım ise öz kaynak ile finanse edilmektedir. Bu işletmeler toplam varlıklarının finansmanında %24 oranında finansal yabancı kaynaklara yer verirken toplam yabancı kaynaklarının içerisindeki finansal yabancı kaynaklarının oranı %40 olmaktadır.

İşletme ölçeği bazında değerlendirildiğinde toplam varlıklarının finansmanında KOBİ'ler %49 ortalama ile yabancı kaynak ile finanse ederken büyük işletmeler %52 oranında yabancı kaynak ile finanse etmektedirler. Finansal yabancı kaynak/toplam varlık oranı ise, KOBİ'ler için %21 olurken büyük işletmeler için bu oran %25 bulunmuştur. Toplam yabancı kaynakların içerisinde finansal yabancı kaynakların oranı ise, KOBİ'ler için %36 olurken büyük işletmeler için %41 bulunmuştur.

Sektörler içerisinde toplam yabancı kaynak/toplam varlık oranı en yüksek olan sektör, %59 ortalama değer ile gıda, içki sektörü ile metal ana sanayi sektörü olmaktadır. Toplam yabancı kaynak/toplam varlık oranı en düşük olan sektör ise, %19 ortalama değer ile orman ürünleri, mobilya sektörü olmaktadır. Finansal yabancı kaynak/toplam varlık oranı en yüksek olan sektör, %33 ortalama değer ile gıda ve içki sektörü olurken en düşük olan sektör, %0 (binde düzeylerinde) ile orman ürünleri mobilya sektörü olmuştur. Yani orman ürünleri ve mobilya sektöründeki işletmeler neredeyse hiç finansal yabancı kaynak kullanmamaktadırlar. Orman ürünleri ve mobilya sektöründen sonra %13 ortalama ile en az finansal yabancı kaynak/toplam varlık oranına sahip sektör taş ve toprağa dayalı sektör bulunmuştur. Toplam yabancı kaynaklar içerisinde finansal yabancı kaynaklarının oranı en yüksek olan sektör, %51 ortalama değer ile gıda, içki sektörü ile metal ana sanayi sektörü olmuştur. Toplam yabancı kaynakları içerisinde finansal yabancı kaynakları en düşük olan sektör ise, %2 ortalama ile orman ürünleri, mobilya sektörü olmuştur.

İşletme ölçeği arasında, finansal yabancı kaynak/toplam varlık oranında $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel farklılık bulunmasının yanında finansal yabancı kaynak/toplam yabancı kaynak oranında $p < 0,01$ düzeyinde farklılık bulunmuştur. Finansal kaldıraç oranları itibariyle sektörler arasında $p < 0,01$ düzeyinde istatistiksel farklılık bulunmuştur.

F. İŞLETMELERİN KARLILIK ORANLARI

Çalışmanın örnek kümesini oluşturan işletmelerin ölçeklerine ve sektörler göre öz kaynakların karlılığı olarak adlandırılan net kar/öz kaynak oranı, satışlar üzerinden karlılıklarını gösteren brüt kar marjı, işletmelerin sahip olduğu varlıkların ne derece etkin kullanıldığını gösteren aktif karlılık oranlarını ve karlılığı etkileyen reel ve finansal faktörlerin etkilerini daha ayrıntılı bir biçimde göstereceği düşünülerek aktif karlılık oranı, ortalama finansman maliyeti ve kaldıraç oranının bir fonksiyonu olarak yazılan P karlılık oranları Tablo 8'de gösterilmiştir.

tir. İşletmelerin karlılık oranlarının işletme ölçeği arasında ve sektörler arasında farklı olup olmadığı ANOVA ve one way ANOVA ile test edilmiş ve sonuçları Tablo. 8'in notlarında belirtilmiştir.

Tablo 8: İşletmelerin Finansal Karlılık Oranları

	Net Kar/ Öz Kaynak	Brüt kar marjı	P Karlılık Oranı	Aktif karlılık oranı
Tüm İşletmeler	0,05	0,27	-0,03	0,13
BOYUT				
KOBİ	0,05	0,26	-0,04	0,13
Büyük	0,05	0,27	-0,03	0,13
SEKTÖR ^a				
1.Gıda, İçki	-0,03	0,23	-0,11	0,11
2.Dokuma,Giyim Eşyası.	-0,01	0,23	-0,06	0,13
3.Orman Ür., Mobilya.	0,23	0,39	0,27	0,22
4.Kağıt ve Ür., Basım	-0,16	0,34	-0,18	0,04
5.Kimya, Petrol	0,14	0,28	0,10	0,16
6.Taş ve Toprağa dayalı.	0,14	0,33	0,13	0,15
7.Metal ana sanayi.	-0,02	0,17	-0,33	0,10
8.Metal eşya, Makine.	0,11	0,25	-0,04	0,13
9.Diğer imalat	0,27	0,42	0,25	0,27

NOTLAR: ^a Tüm değişkenler, sektörler arasında p=0,000 düzeyinde istatistiksel olarak farklılık göstermektedir.

Tablo.8'e göre tüm işletmelerin aktif karlılık oranı %13 olmasına ve satışlar üzerinden brüt kar marjı oranının %27 olmasına rağmen net kar/öz kaynak oranı %5 olarak bulunmuştur. Ortalama finansman maliyetinin, aktif karlılık oranının ve kaldıraç oranının bir fonksiyonu olarak yazılan P karlılık oranı ise negatife düşmüştür. İşletmelerin P karlılık oranı %-3 olarak bulunmuştur. İşletmeler talep yönlü bir fonksiyon olan aktif devir hızı ve brüt kar marjı konusunda iyi sayılabilecek bir durumdayken öz kaynak karlılığı açısından yetersiz oldukları bulunmuştur. Ayrıca aktif karlılık oranının, ortalama finansman maliyetinin ve kaldıraç oranının fonksiyonu olarak yazılan P karlılık oranları bakımından negatife düştükleri yani hiç kar yaratamadıkları çalışmanın çarpıcı bulguları arasındadır.

Sektörler açısından incelendiğinde aktif karlılık oranı en yüksek olan sektör, %27 ortalama değer ile diğer imalat sektörü olurken, en düşük %4 ortalama değer ile kağıt ve ürünleri basım sektörü, olmaktadır. Brüt kar marjı aktif karlılık oranına paralel olarak en yüksek diğer imalat sektörü olarak bulunmuştur. Brüt kar marjı oranı en düşük olan sektör ise, %17 ortalama değer ile metal ana sanayi sektörüdür. Net kar/öz kaynak oranı açısından en yüksek ortalamaya sahip sektör %27 ortalama ile diğer imalat sektöründeki işletmelerin ortalaması olurken gıda, içki sektörü %-3 ortalama ile öz kaynak karlılığı en düşük sektör

olarak olmuştur. P karlılık oranı en yüksek olan sektör %25 ortalama ile yine diğer imalat sektörü olarak bulunurken en düşük %-33 ortalama değer ile metal ana sanayi sektörü olarak bulunmuştur. Tüm sektörlerin aktif karlılık oranı ile brüt kar marjları pozitif bulunurken net kar/öz kaynak oranları gıda, içki sektörü, dokuma, giyim eşyası sektörü, kağıt ve ürünleri basım sektörü ve metal ana sanayi sektörü ortalamaları negatif olarak bulunmuştur. P karlılık oranları ise, yukarıdaki sektörlerle ek olarak kağıt ürünleri ve basım sektörü ile metal eşya ve makine sektörü ortalamaları negatif bulunmuştur. Bu bulgular işletmelerin talep yönlerinde bir sorunun olmadığı ancak finansman maliyeti ve borç yapısından kaynaklanan sorunların olabileceğine işaret etmektedir.

Tablo. 8'de yer alan karlılık değişkenleri, işletme ölçeğine göre KOBİ'ler ile büyük işletmelerin oranları birbirlerine çok yakın bulunmuştur. İşletme ölçeği arasında, karlılık değişkenleri bakımından bir farklılık bulunamazken sektörler arasında p<0,01 düzeyinde istatistiksel farklılık bulunmuştur.

G. KALDIRAÇ ORANLARINA GÖRE KARLILIK ORANLARININ KARŞILAŞTIRILMASI

İşletmelerin toplam yabancı kaynak/toplam varlık oranının işletmenin riskini yükselttiğinden dolayı işletmeye borç verecek olanlar bu oranının düşük olmasını isterlerken işletme sahipleri finansal kaldıraç etkisi yarattığından bu oranın yüksek olmasını tercih ederler. Türk işletmeleri için yüksek kaldıraç oranlarının işletmenin karlılığını nasıl etkilediğini analiz etmek için örnekleme dahil edilen işletmelerin kaldıraç oranları (Grup1=0,00<kaldıraç oranı≤0,25 Grup2=0,25<kaldıraç oranı≤0,50 Grup3=0,50<kaldıraç oranı≤0,75 Grup4=0,75<kaldıraç oranı≤1,00) olacak şekilde dört gruba ayrılmıştır. Her grupta yer alan işletmelerin öz kaynak karlılığı, aktif karlılık oranları, P değeri ve brüt kar marjına ilişkin ortalamaları one way ANOVA testi yapılarak karşılaştırılmıştır. Çoklu karşılaştırmalarda ise *scheffe* testi kullanılmıştır. Testin sonuçlarına ilişkin değerler Tablo. 9'da gösterilmiştir.

Tablo 9: Kaldıraç Oranlarına Göre Karlılıklarının Karşılaştırılması

Değişkenler	Grup	N	Ortalama	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	sd	Kareler ortalaması	F	P	Fark
Öz Kaynak Karlılığı	1	89	0,15	Grplrarası Grplariçi Toplam	30,079	3	10,026	45,558	0,00	1-4 2-4 3-4 4-hps
	2	334	0,15		197,628	898	0,220			
	3	380	0,06		227,706	901				
	4	99	-0,05							
	Tplm	902	0,05							
Aktif Karlılık Oranı	1	89	0,12	Grplrarası Grplariçi Toplam	0,073	3	0,024	0,873	0,46	Yok
	2	334	0,13		25,163	899	0,028			
	3	381	0,13		25,236	902				
	4	99	0,10							
	Tplm	903	0,13							
P değeri	1	89	0,13	Grplrarası Grplariçi Toplam	85,688	3	28,563	98,529	0,00	1-4 2-3,4 3-4 4-hps
	2	332	0,15		259,741	896	0,290			
	3	380	-0,01		345,428	899				
	4	99	-0,89							
	Tplm	900	-0,03							
Brüt kar marjı	1	89	0,27	Grplrarası Grplariçi Toplam	0,196	3	0,065	2,986	0,03	2-4
	2	334	0,28		19,656	898	0,022			
	3	380	0,26		19,852	901				
	4	99	0,23							
	Tplm	902	0,27							

NOTLAR: Grup 1= 0,00<kaldıraç oranı≤0,25- Grup 2=0,25<kaldıraç oranı≤0,50- Grup 3=0,50<kaldıraç oranı≤0,75- Grup 4=0,75<kaldıraç oranı≤1,00

Tablo. 9'a göre işletmelerin çoğunluğunun (N=710-714) toplam yabancı kaynak/ toplam varlık oranı 0,25 ile 0,75 arasında olmaktadır. Geri kalan işletmelerde dengeli bir biçimde birinci ve dördüncü grubu oluşturmaktadır. Örneklemeye dahil edilen işletmelerin toplam yabancı kaynak/toplam varlık oranı yükseldikçe brüt kar marjı ve aktif karlılık oranlarında önemli bir değişim gözlenmezken, öz kaynak karlılığı ve P karlılık değerlerinde, işletme sahiplerinin beklentilerinin tersine önemli bir kötüleşme gözlenmektedir. Borç oranı ≤0,50 düzeyine kadar yani grup 1 ve grup 2'de bir kötüleşmeye neden olmazken 0,50'nin üzerinde grup 3 ve grup 4'te ani ve ciddi bir kötüleşmeye neden olduğu söylenebilir. Tüm gruplar itibariyle işletmelerin aktif karlılık oranları ile brüt kar marjları toplam yabancı kaynak/toplam varlık oranının yükselmesinden göreceli olarak fazla etkilenmemektedir. *One way ANOVA* testi sonucunda öz kaynak karlılığı, P değeri ve brüt kar marjı değişkenleri açısından gruplar arası anlamlı farka rastlanırken aktif karlılık oranı bakımından gruplar arası anlamlı fark bulunamamıştır.

İşletmelerin öz kaynak karlılığı ile P değeri finansman maliyetleri, ile doğrudan ilişkilidir. Tablo 5.'de belirtildiği üzere işletmelerin özellikle 1999 ve 2001 yıllarında ülkemizde yaşanan ekonomik koşulların etkisi ile işletmelerin finansman maliyetleri yükselmiştir. Bu durum işletmelerin sermaye yapısına ilişkin kendi bilinçli politikalarının bir sonucu olmadığı düşünülerek 1999 ve 2001 yıllarına ilişkin ortalamalar çıkartıldığında kaldıraç oranlarının karlılıkları nasıl etkilediği test edilmiş ve sonuçları Tablo 10'da belirtilmiştir.

Tablo 10: Kaldıraç Oranlarına Göre Karlılıklarının Karşılaştırılması

Değişkenler	Grup	N	Ortalama	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	sd	Kareler ortalaması	F	P	Fark
Öz Kaynak Karlılığı	1	71	0,15	Grplrarası Grplariçi Toplam	2,948	3	0,983	9,942	0,00	1-4 2-4 3-4 4-hps
	2	236	0,16		61,091	618	0,099			
	3	257	0,10		64,040	621				
	4	58	-0,09							
	Tplm	622	0,11							
Aktif Karlılık Oranı	1	71	0,12	Grplrarası Grplariçi Toplam	0,057	3	0,019	0,705	0,55	Yok
	2	236	0,14		16,549	619	0,027			
	3	258	0,13		16,605	622				
	4	58	0,11							
	Tplm	623	0,13							
P değeri	1	71	0,14	Grplrarası Grplariçi Toplam	14,70	3	4,957	39,341	0,00	1-4 2-3,4 3-4 4-hps
	2	234	0,17		77,610	616	0,126			
	3	257	0,07		92,480	619				
	4	58	-0,39							
	Tplm	620	0,07							
Brüt kar marjı	1	71	0,27	Grplrarası Grplariçi Toplam	0,155	3	0,052	2,508	0,06	Yok
	2	236	0,28		12,707	618	0,021			
	3	257	0,25		12,862	621				
	4	58	0,22							
	Tplm	622	0,26							

NOTLAR: Grup 1= 0,00<kaldıraç oranı≤0,25- Grup 2=0,25<kaldıraç oranı≤0,50- Grup 3=0,50<kaldıraç oranı≤0,75- Grup 4=0,75<kaldıraç oranı≤1,00

Tablo. 10'a göre işletmelerin çoğunluğunun (N=493-494) toplam yabancı kaynak/ toplam varlık oranı 0,25 ile 0,75 arasında olmaktadır. Geri kalan işletmelerde dengeli bir biçimde birinci ve dördüncü grubu oluşturmaktadır. Örneklemeye dahil edilen işletmelerin toplam yabancı kaynak/toplam varlık oranı yükseldikçe brüt kar marjı ve aktif karlılık oranlarında önemli bir değişim gözlenmezken, öz kaynak karlılığı ve P karlılık değerlerinde, işletme sahiplerinin beklentilerinin tersine dördüncü grupta bir kötüleşme görülmektedir. Borç oranı ≤0,50 düzeyine kadar yani grup 1 ve grup 2'de bir kötüleşmeye neden olmazken 0,50'nin üzerinde grup 3 ve grup 4'te ani ve ciddi bir kötüleşmeye neden olduğu söylenebilir. 1999 ve 2001 yıllarının dahil edildiği Tablo 9.'daki verilerle karşılaştırıldığında grup 3'te yer alan işletmelerin, öz kaynak karlılığı ve P değerleri negatif çıkmamıştır. Ancak yine Tablo 9'daki bulgulara paralel olarak Grup 1 ve 2'de yer alan işletmelere göre bir düşme olduğu söylenebilir. Tüm gruplar itibariyle işletmelerin aktif karlılık oranları ile brüt kar marjları toplam yabancı kaynak/toplam varlık oranının yükselmesinden göreceli olarak fazla etkilenmemektedir. *One way ANOVA* testi sonucunda öz kaynak karlılığı, P değeri değişkenleri açısından gruplar arası anlamlı farka rastlanırken aktif karlılık oranı ve brüt kar marjı bakımından gruplar arası anlamlı fark bulunamamıştır.

SONUÇ

Finans literatüründe, işletmenin karlılığı ile yabancı kaynak kullanma eğilimi arasında bir ilişki olduğu belirtilmiştir. İşletmenin varlıklarının finansmanında yabancı kaynak kullanılması, kaldıraç etkisi yaratacağından dolayı işletmenin karlılığını arttıracığı ileri sürülmektedir. Ancak bu karlılık finansman maliyetleri ile doğrudan ilişkilidir. Ayrıca iflas maliyetlerinin artmasının işletmeleri öz kaynaklar ile finansmana ittiği belirtilmiştir. Öte yandan işletme ölçeğinin küçülmesinin, iflas riskini arttıracığı ve yabancı kaynağın sabit maliyetlerinin, talep edilen tutarın azalan fonksiyonu olması nedeniyle KOBİ niteliğindeki işletmelerin para piyasalarından yeterince yararlanamadıkları ve finansman maliyetlerinin yüksek olduğu ileri sürülmektedir. Çalışmanın amacı, işletmelerin sermaye yapılarını ortaya koymanın yanı sıra işletmelerin kaldıraç oranlarının, karlılık performanslarını nasıl etkilediğini belirlemektir. Ayrıca işletmelerin sermaye yapılarının işletme ölçeği ve sektörel bazda farklılık gösterip göstermediğini belirlemek bu çalışmanın diğer bir amacını oluşturmaktadır. Çalışmada 1997-2003 yılları arasında İMKB'de işlem gören imalat işletmelerinin bilanço ve gelir tablosu verilerinden yararlanılmıştır.

Çalışmadan elde edilen bulgulara göre örnekleme dahil edilen işletmelerin sermaye yapılarının oluşumunda öz kaynakları en büyük paya sahiptir. İşletmelerin ortalama finansman maliyetlerinin 1999 ve 2001 yıllarında en yüksek çıkması beklenen bir sonuç olmasına rağmen 2001 yılından sonra işletmelerin ortalama finansman maliyetleri ciddi bir düşüş göstermiştir. Örnekleme dahil edilen işletmelerin öz kaynak bileşenleri içerisinde en yüksek payın yeniden değerlendirildiği, yeterli düzeyde kar yaratamadıkları çalışmanın sonuçları arasındadır.

Çalışmadan elde edilen bulgulara göre işletme ölçeği, toplam kaynaklar içerisinde uzun vadeli banka borcu, kısa vadeli ticari borç ve öz kaynak oranlarında farklılık göstermektedir. Beklenenin aksine kısa vadeli banka borçları farklılık göstermemektedir. Yani KOBİ niteliğindeki işletmeler de büyük işletmeler kadar kısa vadeli banka borcu kullanabilmektedirler. Ayrıca toplam yabancı kaynaklar içerisindeki uzun vadeli banka borcu oranında da işletme ölçeği bakımından bir farka rastlanmıştır. İşletme ölçeği arasında, işletmelerin karlılık performansları bakımından bir farkın olmadığı da çalışmanın sonuçlarına yansımıştır.

Çalışmada örnekleme dahil edilen işletmelerin büyük çoğunluğu varlıklarının yüzde 25-75 arasını yabancı kaynak ile finanse etmektedir. İşletmeler talep yönlü bir fonksiyon olan aktif karlılık ve brüt kar marjı konusunda iyi sayılabilecek bir durumdayken özellikle varlıklarının yüzde 75'den fazlasını yabancı kaynak ile finanse eden işletmeler kaynak karlılığı açısından yetersiz oldukları bulunmuştur. Ayrıca orman ürünleri ve mobilya sektörü, kimya ve petrol sektörü, taş ve toprağa dayalı sektör ve son olarak diğer imalat sektöründe yer alan

işletmeler hariç diğer tüm sektör işletmelerinin aktif karlılık oranının, ortalama finansman maliyetinin ve kaldıraç oranının fonksiyonu olarak yazılan karlılık oranları bakımından negatife düştükleri yani hiç kar yaratamadıkları çalışmanın çarpıcı bulguları arasındadır. Yani işletmelerin finansal kaldıraç etkisinden yararlanamadıkları çalışmanın sonuçları arasında belirtilebilir.

Örnekleme dahil edilen işletmelerden elde edilen bulgulara göre işletmelerin finansal kaldıraç oranları yükseldikçe aktif karlılık oranı ve brüt kar marjı çok değişmemekte ancak öz kaynak karlılığı ve P karlılık değeri düşmektedir. Bu bulgular işletmelerin talep yönlerinde bir sorunun olmadığı ancak finansman maliyeti ve borç yapısından kaynaklanan sorunların olabileceğine işaret etmektedir.

KAYNAKÇA

- AIVAZIAN, V. A., G. YING, And J. QIU (2005), "The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence", **Journal of Corporate Finance**, 11, pp. 277-291.
- AKGÜÇ, Ö. (2000), "500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Finans Yapısı", **İSO Dergisi**, Ağustos, pp. 195-208.
- CHEN J.J. (2004), "Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies", **Journal of Business Research**, 57, pp.1341-1351.
- ÇONKAR, K. (1994), "Afyon Küçük Sanayii'nin İşletme Fonksiyonları Açısından Değerlendirilmesi", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 11, pp.199-221.
- DIAMOND, D. W. (1994), "Corporate Capital structure: The Control Roles of Bank and Public Debt With Taxes and Costly Bankruptcy", **Economic Quarterly, Federal Reserve Bank of Richmond**, 80(2), pp. 11-27.
- DURUKAN, M. B. (1997), "Hisse senetleri İMKB'de İşlem Gören Firmaların sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma, 1990-1995", **İMKB Dergisi**, 1(3), pp. 1- 13.
- FAMA, E. F. (1980), "Agency Problems And The Theory of the Firm", **The Journal Economics**, 88(2), pp. 288-307.
- GÜNÇAVDI, Ö., H. LEVENT ve B. ÜLENGİN (1998), "İMKB'ye Kayıtlı Firmaların Finansal Yapılarını Belirleyen Faktörler", **Türkiye Bankalar Birliği**, İstanbul, 108s.
- GÜNÇAVDI, Ö., H. LEVENT ve B. ÜLENGİN (1999), "İMKB'ye Kayıtlı Firmaların Finansal Yapı ve Tercihleri Üzerine Bir İnceleme", **Bankacılar Dergisi**, 28, pp. 16-21.
- HARIS, M. and R. ARTHUR (1990), "Corporate Control Contests and Capital Structure", **Journal of Financial Economics**, 20, pp.55-86.
- HARIS, M. and R. ARTHUR (1988), "Capital Structure and The International Role of Debt", **The Journal of Finance**, 45(2), pp.321-349.
- HAUGEN, R. A. and L. W. SENBET (1978), "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure", **The Journal of Finance**, 33, pp.383-393.
- JENSEN, C. M. and H. W. MECKLING (1976), "Theory Of The Firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, 3(4), pp. 305-360.

- LELAND, H. and D. PYLE (1984), "Information Asymmetries, Financial Intermediation", **Journal of Finance**, 32, pp. 371-388.
- MILLER, M. H. (1977), "Debt and Taxes", **Journal of Finance**, 32, pp.261-275.
- MODIGLIANI, F. and M. H. MILLER (1958), "The cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", **American Economic Review**, 48, pp.261-297.
- MODIGLIANI, F. and M. H. MILLER (1963), "Corporation Income Taxes and The Cost of Capital: a Correction", **American Economic Review**, June, pp. 433-443.
- MYERS, S. C. and S. N. MAJLUF (1984), "Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have", **Journal of Financial Economics**, 13(2), pp. 187-221.
- MYERS, S. C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", **Journal of Financial Economics**, 5, pp.147-175.
- NOE, T. (1988), "Capital Structure and Signaling Game Equilibria", **Review of Financial Studies**, 1, pp. 331-356.
- OKTAY, E. and A. GÜNEY (2002), "Türkiye'de KOBİ'lerin Finansman Sorunu ve Çözüm Önerileri", **21. Yüzyılda KOBİ'ler Sempozyumu**, K.K.T.C, pp. 1-21.
- POZDENA, R. J. (1987), "Tax Policy and Corporate Capital Structure", **Economic Review**, Federal Reserv Bank of San Fransisco, pp.37-51.
- ROSS, S. (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach", **Bell journal of Economics**, 8, pp. 23-40.
- SARIASLAN, H. (1994), "Orta ve Küçük ölçekli İşletmelerin Finansman sorunları" **TOBB yayınları**, Ankara, 88s.
- STIGLITZ, J. E. (1972), "Why Financial Structure Matters", **Journal of Economic Perspectives**, 2, pp.121-126.
- STULTZ, R. (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", **journal of Financial Economics**, 26, pp.3-27.
- SPK, (1991), "Şirketler Kesimi Finansman eğilimleri Anketi Sonuçları", **SPK Araştırma Dairesi**, 60s.
- TAGGART R. A. (1980), "Taxes and Corporate Capital Structure in an Incomplete Market", **The Journal Of Finance**, 35(3), pp. 645-659.
- YÜCEL T. (2001), "Küçük ve Orta ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Finansal Yönetim Uygulamaları", **I. Orta Anadolu Kongresi, Nevşehir**, pp. 1-15, İnternet adresi: www.kobinet.org.tr, Erişim Tarihi: 25.05.2005.