

Uluslararası Pazarlarda Genişleme ve Borç İlişkisi: Borsa İstanbul İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Analiz

Doç. Dr. Hakan TUNAHAN
Sakarya Üniversitesi İşletme Fakültesi
htunahan@sakarya.edu.tr

Doç. Dr. Nihal SÜTÜTEMİZ
Sakarya Üniversitesi İşletme Fakültesi
nihals@sakarya.edu.tr

Yrd. Doç. Dr. Sinan ESEN
Sakarya Üniversitesi İşletme Fakültesi
sinanesen@sakarya.edu.tr

Uluslararası
Pazarlarda
Genişleme ve
Borç İlişkisi:
Borsa İstanbul
İmalat Sanayi
İşletmeleri
Üzerine Bir
Analiz

105

Özet

Bu çalışma, uluslararası pazarlarda genişlemenin, işletmenin borç seviyesi üzerinde farklılık yaratıp yaratmadığını analiz etmeyi amaçlamaktadır. Araştırmada kullanılan Bağımsız Örneklem t testi ve Tek Yönlü Varyans analizi, bu amaca yönelik örneklem olarak seçilen, Borsa İstanbul'da sürekli olarak işlem gören ve ihracat düzeylerine göre gruplandırılmış imalat sanayi işletmelerinin kısa vadeli, uzun vadeli ve toplam kaldıraç seviyeleri arasında anlamlı bir farklılık olmadığını göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: İhracat - Borç İlişkisi, Uluslararası Pazarlarda Genişleme, Borsa İstanbul İmalat Sanayi İşletmeleri

RELATIONSHIP BETWEEN EXPANSION IN INTERNATIONAL MARKETS AND DEBT LEVEL: AN ANALYSIS ON MANUFACTURING FIRMS LISTED IN ISTANBUL STOCK EXCHANGE

Abstract

This study aims to analyze if the expansion in international markets makes difference on the company's debt level. Independent Samples t test and One-way Analysis of Variance used in the study show no significant differences between short term, long term and total leverage levels of the manufacturing firms continuously traded in Istanbul Stock Exchange and grouped according to their export levels.

Keywords: Export – Debt Relation, Expansion in International Market, Manufacturing Firms Listed in Istanbul Stock Exchange

I. Giriş

Klasik Ticaret Teorileri'nin ülkeler üzerinden gerçek dünyayı açıklamada yetersiz kalması ve ticaret şekillerindeki artan anomaliler, ülkelerden ziyade endüstrilere yönelik anlayış getiren, Krugman'ın öncülüğünü yaptığı Yeni Ticaret Teorileri'nin gelişmesine sebep olmuştur. Ardından Melitz'in (2003), küreselleşen dünyada daha gerçekçi vakaları yakalamak amacıyla, firma heterojenliğinin ampirik sonuçlarını Krugman'ın modeline entegre etmesi ile ortaya çıkan "Yeni Ticaret Teorileri" uluslararası ticaret modellerinde temel çerçeve haline gelmiştir. 2000'li yıllardan itibaren uluslararasılaşan firma davranışlarını analiz eden çalışmaların referansını oluşturan "Yeni Ticaret Teorileri" dış ticaretin oluşumunu firmanın verimlilik farklılıklarına dayanarak açıklamaktadırlar. Yeni Ticaret Teorileri'nde dış ticaret faktörünün temel varsayımları şöyle sıralanabilir (Bakkalıcı, 2013).

- Dış ticaret aksak rekabet koşullarında yapılmaktadır.
- Dış ticarete giren firmaların batık maliyetleri bulunmaktadır. (Bu maliyetler, dış piyasalar hakkında bilgi toplama, dağıtım kanalları geliştirme, ürün uyarlaması, yeni bürokratik süreçlerin üstesinden gelmeyi öğrenme vb. olarak sıralanabilir.)
- Dış ticaret yapan firmalar birden fazla ürün üretmektedirler.
- Mark-up fiyatlandırma tercih edilmektedir.
- En verimli firmalar ihracat yapabilmektedir.
- İnovasyon önem taşımaktadır.
- Ölçek avantajı firmaların kazancını artırmaktadır.
- Lojistik zincirleri artmaktadır.

Küreselleşme ile birlikte hızla uluslararasılaşan firmaların, siyasi risk, uluslararası piyasa aksaklıkları, operasyonların karmaşıklığı, uluslararası çeşitlendirmeden doğan fırsatlar, döviz kuru riski ve ev sahibi ülkenin yerel faktörleri gibi sebeplerden dolayı yerel firmalardan farklılaşmasının sonuçları, akademik tartışmalarda önemli yer tutmaya başlamıştır. Bu çalışma da bu tartışmaların ve

Türkiye'nin hızla artan ihracatının bir ürünü olarak ortaya çıkmıştır. Araştırmamız, Borsa İstanbul'da 2009-2012 yılları arasında sürekli olarak işlem gören imalat sanayi işletmelerinin ihracat seviyelerine göre kaldıraç oranları arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığının tespit edilmesini amaçlamaktadır. Bu araştırmayı teşvik eden en önemli unsur, uluslararası pazarlara gittikçe daha yüksek oranda dahil olmanın, firmanın sermaye yapısının önemli unsuru olan borçlarında değişiklik oluşturup oluşturmadığının anlaşılması olmuştur. Ayrıca literatürde yerel - çok uluslu ya da ihracat yapan - ihracat yapmayan firmaların karşılaştırmasına dayanan çalışmalar olmasına rağmen, farklı düzeylerde ihracat yapan firmaların mali yapılarının analizini içeren bir çalışmanın var olmaması bu çalışmanın motivasyonu olmuştur.

Takip eden bölümlerde literatür incelemesinin ardından Borsa İstanbul'da 2009-2012 yılları arasında sürekli olarak işlem gören gruplandırılmış imalat sanayi işletmelerinin karşılaştırılması amacıyla yıllık bazda yapılan Bağımsız Örneklemeler t testi ve Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way ANOVA) ve bulguları verilmiştir.

II. Uluslararasılaşan Firmaların Sermaye Yapıları Üzerine Literatür İncelemesi

Modigliani ve Miller (1958)'in makalesinden bu yana, optimal bir sermaye yapısının mümkün olup olmadığı konusunda yerel finansman alanında önemli tartışmalar halen devam etmektedir.

Uluslararasılaşan firmaların sermaye yapıları üzerine yapılan çalışmalar ise nispeten daha yeni olup, literatürün çoğu çok uluslu işletmelerin finansal yapıları üzerine olmaktadır. Bu alandaki önemli çalışmalardan Hughes, vd. (1975), Shapiro (1978), Lee ve Kwok (1988), Burgman (1996), Kwok ve Reeb (2000) çok uluslu işletmelerin, çeşitlendirmenin avantajı ile düşük sistematik ve sistematik olmayan riske sahip olmalarından dolayı toplam risklerinin düşük olmasına bağlı olarak, yerel işletmelere göre daha düşük borç oranına sahip olduklarını bulmuşlardır.

Bu çalışmanın da içeriğini oluşturan, uluslararasılaşmanın, çok uluslu işletmelerin faaliyetleri dışında ihracat boyutunu ele alan çalışmalar ise oldukça sınırlı kalmaktadır.

İhracatçı firmaların özgün karakteristiklerine yönelik literatür incelendiğinde iki genelleme yapmak mümkündür (Bellone vd.,2010): Birincisi ihracatçılar, ihracatçı olmayan rakiplerine göre önemli oranda daha iyi performans göstermektedir. İkincisi ise firmaların ihracat davranışlarında ülkeler arası önemli farklılıklar bulunmaktadır. Uluslararasılaşan firmaların daha iyi performans gösterdiğine dair öncü çalışma Bernard ve Jensen (1995) tarafından yapılmıştır. Yazarlar bulgularının; "iyi işletmelerin ihracatçı oldukları algısını teyit ettiklerini ancak bugünkü ortalama ihracatçıların geleceğin başarı hikayeleri olacağı düşüncesini desteklemediklerini" belirtmişlerdir. Gerçekten de Greenaway vd. (2007) 1993-2003 dönemini içeren ve 9292 imalatçı İngiliz firması üzerinden yaptıkları analizlerinde ihracatçıların, ihracatçı olmayanlara göre daha iyi mali performans gösterdiklerini tespit etmiştir.

Firmalarının ihracat yapmadan önce de sermaye yapılarının önemli olduğu yönünde literatürde bulgular mevcuttur. Nitekim, Görg ve Spaliara (2014), ihraç piyasasına giriş tahmininde firmanın finansal değişkenlerinin oldukça önemli olduğunu tespit ederken, Tang ve Zhang (2012) ise yüksek likidite ve düşük kaldıraç

oranının daha yüksek oranda ihracata başlama ihtimalinin göstergesi olduğunu savunmuşlardır.

İhracat yapan firmaların kaldıraç yapıları ile ilgili olarak literatürde çelişkili sonuçlar yer almaktadır. Uluslararası faaliyetlere katılmanın firmanın borç oranını arttırdığına dair takip eden çalışmalara ulaşılmıştır: Mansi ve Reeb (2002) firmaların uluslararası faaliyetlere katılmaları ile birlikte kaldıraç derecelerinde %30 artış olduğunu tespit etmiştir. Greenaway vd. (2007) ihracata yeni başlayanların düzenli olarak ihracat yapanlara göre, daha düşük likiditeye ve daha yüksek kaldıraç oranına sahip olduklarını bulmuşlardır. Bunun sebebini de ihraç pazarlarına girişteki batık maliyetlere bağlamışlardır. Balla ve Mundaca (2011), büyük ihracatçıların yabancı kaynağa daha kolay ulaşabildiklerini, büyük ihracatçı olsa bile daha küçük firmaların ise yabancı kaynak elde etmede sorun yaşadıklarını tespit etmişlerdir. Goldman ve Viswanath (2011), Hindistan'da yerleşik ihracatçı firmaların kaldıraç tercihlerini inceledikleri çalışmalarında, diğer değişkenler sabitken ihracatçı firmaların, ihracatçı olmayanlara göre daha yüksek oranda kaldıraçlı olduklarını, bunun sebebini de farklı piyasalardan elde edilen gelirin çeşitlendirilmesine bağlı olarak nakit akımlarının daha az değişken olmasından kaynaklandığını tespit etmişlerdir. Joliet ve Muller (2013) daha önce gelişmiş ekonomilerde faaliyet gösteren işletmelerin gelişmiş olmayan pazarlara girişlerinde sermaye yapılarını borç oranlarını arttırarak değiştirdikleri gözlemlenmiştir.

Buna karşılık Greenaway vd. (2005), ihracat yapan ve yapmayan firmalar arasında finansal değişkenler arasındaki farkların ihmal edilebilecek düzeyde az olduğunu ancak bunun iki istisnası olduğunu belirtmişlerdir. Bunlar; ihracatçı firmalar, ihracatçı olmayanlara göre daha yüksek likiditeye sahipken, ihracatçı olmayanların kaldıraç oranı, ihracatçılara göre daha yüksek olmasıdır. Bernini vd. (2013) Fransız firmalarını analiz ettikleri çalışmalarında, firmaların kaldıraç oranlarında ihraç ettikleri ürünlere göre anlamlı farklılıklar tespit etmişlerdir. Yazarlar daha yüksek ortalama birim değere sahip olan ürün ihraççıların daha düşük borç/varlık oranına sahip olduklarını tespit etmişlerdir. Lin ve Hung (2012) Tayvan'da uluslararasılaşmış işletmelerin yerel işletmelere göre yüksek kar elde etme kabiliyetinden dolayı daha düşük borçlanma oranına sahip olduğunu öne sürmüştür.

Singh ve Nejadmalayeri (2004), sermaye maliyetini kontrol altında tuttukları çalışmalarında firmanın uluslararasılaşması ile kısa vadeli kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir. Wyrobek (2011) Polonya'da yerleşik ihracatçı ve ihracatçı olmayan şirketlerin toplam yükümlülükleri içerisindeki borçlanma oranları üzerinden karşılaştırmalı olarak yaptıkları analizlerinde, bu iki grup arasında anlamlı bir fark bulamamışlardır.

Türkiye'de bu konuda yapılmış bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bununla birlikte, daha geniş çerçeveli çalışmalarında Değirmen ve Gündoğdu (2010) Türk ihracatçıların ağırlıklı olarak kısa vadeli banka kredilerini kullanarak finansman sağladıkları sonucuna varmış ve Türkiye'de ihracat yapan firmaların finansman kararlarını alırken Finansal Hiyerarşi Teorisine uygun olarak davrandıklarını tespit etmişlerdir.

III. Çalışmanın Amacı, Kapsamı, Kısıtları ve Yöntemi

Bu çalışma, Borsa İstanbul'da 2009-2012 yılları arasında sürekli olarak işlem gören imalat sanayi işletmelerinin ihracat seviyelerine göre kaldıraç oranları arasında yıllık bazda anlamlı bir farklılık olup olmadığının tespit edilmesini amaçlamaktadır. Bu çalışmanın temel sorunsalı, ihracat düzeyi düşük olan ve yerel sayılabilecek işletmeler ile ihracat düzeyi yüksek olan ve uluslararasılaşmış sayılabilecek işletmelerin söz konusu oranlar itibarıyla farklılık gösterip göstermediğini tespit etmektir.

Borsa İstanbul'da işlem gören 192 imalat sanayi işletmesi bulunmaktadır. Ancak kayıp veriler sebebiyle her yıl analize dahil edilen işletme sayısı Tablo 1'de gösterilmiştir. Firma verileri, Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) ve firmaların web sitelerinden alınan yılsonu mali tablolarından elde edilmiştir.

Tablo 1: Yıllar İtibarıyla Analize Dahil Edilen İşletme Sayıları

Yıllar	İşletme Sayısı
2009	132
2010	134
2011	146
2012	145

Çalışmada firmaların kısa vadeli borç, uzun vadeli borç, toplam satışlar ve toplam ihracat verileri kullanılmıştır. İşletmelerin kaldıraç oranları; toplam borç, kısa vadeli borç ve uzun vadeli borç değerlerinden her birinin, kaynaklar toplamına ayrı ayrı bölünmesi suretiyle; toplam kaldıraç, kısa vadeli kaldıraç ve uzun vadeli kaldıraç olarak hesaplanmıştır. Firmaların ihracat yapma düzeyleri ise, toplam satışlar içinde ne kadar ihracat gerçekleştirdiğini veren; Toplam İhracat/Toplam Satışlar oranı ile hesaplanmıştır.

Çalışmada, yukarıdaki amaçlara ulaşmak için Bağımsız Örneklem t Testi ve Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way ANOVA) yapılmıştır.

IV. Veri Analizi ve Bulgular

Çalışmada, öncelikle işletmeler, yaptıkları ihracat düzeylerine göre gruplara ayrılmıştır. Sonrasında Bağımsız Örneklem t testi ve Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way ANOVA) ile oluşturulan işletme gruplarının toplam kaldıraç, kısa vadeli kaldıraç ve uzun vadeli kaldıraç açısından farklılıkları incelenmiş ve bulguları takip eden kısımlarda açıklanmıştır.

Yıllar itibarıyla firmaların ihracat düzeyi ortalamaları ve standart sapmaları Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2. Firmaların Yıllar İtibariyle İhracat Düzeyi Ortalamaları

Yıllar	Ortalama İhracat Düzeyi	Standart Sapma
2009	,3381	,59050
2010	,2709	,21525
2011	,2603	,22289
2012	,2630	,21266

Tablodan görüldüğü üzere, ihracat düzeyi sektör ortalaması 2009 yılında yaklaşık 0,34 iken, 2010 yılında 0,27'ye, 2011 ve 2012 yılları itibariyle de 0,26'ya gerilemiştir. Bunun nedeni, kayıp verinin bulunmadığı işletme sayısının yıllara göre artması olabilir.

A. Sektör İhracat Düzeyi Ortalaması Üzerinden Bağımsız Örneklem t testi ile Toplam Kaldıraç Analizi

Öncelikle her bir yıldaki sektör ihracat düzeyi ortalaması kesme noktası olarak kabul edilerek, ihracat düzeyi sektör ortalamasının altında olan işletmelerle sektör ortalamasına eşit ve üzerinde olan işletmeler, toplam kaldıraç açısından "Bağımsız Örneklem t testi" ile karşılaştırılmıştır.

Sektör ihracat düzeyi ortalaması kesme noktası olarak kabul edilerek yapılan Bağımsız Örneklem t testi bulguları Tablo 3'de verilmiştir.

Tablo 3: İhracat Düzeyi Sektör Ortalamasına Göre, İşletmelerin Toplam Kaldıraç Oranı Karşılaştırmaları

Yıllar	İhracat Düzeyi Sektör Ortalaması	İşletme Sayısı	Ortalama Toplam Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	Ortalama Toplam Kaldıraç Oranına Göre Gruplar Arası Karşılaştırma Sonuçları	
					T Test	P
2009	>= ,34	47	,4867	,190	-,505	,614
	< ,34	85	,5321	,598		
2010	>= ,27	57	,4691	,176	-1,008	,315
	< ,27	77	,5562	,633		
2011	>= ,26	63	,5003	,197	-,890	,375
	< ,26	83	,5766	,658		
2012	>= ,26	67	,5049	,210	-,640	,573

Tablodaki bulgular değerlendirildiğinde, tüm yıllarda ihracat düzeyi sektör ortalamasından düşük ve yüksek (ve eşit) olan işletmeler arasında Toplam Kaldıraç Oranı açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmamıştır.

B. Kartillere Ayrılmış İhracat Düzeyi Üzerinden Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way ANOVA) ile Toplam Kaldıraç Analizi

İhracat düzeyi itibarıyla daha hassas bir değerlendirme yapmak açısından, bir başka kesme noktası kartiller dikkate alınarak oluşturulmuş ve böylece işletmeler ihracat düzeylerine göre dört gruba ayrılmıştır. İşletmelerin kaldıraç oranları, bu dört grup dikkate alınarak karşılaştırılmıştır. Gruplar arası karşılaştırmalarda Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way ANOVA) kullanılmıştır.

Yıllar dikkate alınarak elde edilen bulgular sırasıyla Tablo 4 - Tablo 7 arasında verilmiştir.

Tablo 4: 2009 Yılı İtibarıyla, İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Toplam Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması (One-Way ANOVA Bulguları)*

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Toplam Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	33	,5372	,32017	,742	,529
2,00	33	,4298	,27783		
3,00	33	,6053	,86878		
4,00	33	,4913	,20465		
Toplam	132				

*İhracat düzeyine göre gruplar, kartillerine göre sırasıyla şu oranlar dikkate alınarak oluşturulmuştur: 1. Grup için ,0866 ve altı; 2. Grup için ,0867-,2493; 3.grup için ,2494-,4579 ve 4. Grup için ,4580 ve üstü.

Tablo 5: 2010 Yılı İtibarıyla İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Toplam Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması (One-Way ANOVA Bulguları)*

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Toplam Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	33	,5108	,26491	,693	,558
2,00	34	,6208	,90918		
3,00	34	,4616	,19564		
4,00	33	,4820	,19371		
Toplam	134				

*İhracat düzeyine göre gruplar, kartillerine göre sırasıyla şu oranlar dikkate alınarak oluşturulmuştur: 1. Grup için ,0765 ve altı; 2. Grup için ,0766-,2312; 3.grup için ,2313-,4219 ve 4. Grup için ,4220 ve üstü.

Tablo 6: 2011 Yılı İtibariyle İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Toplam Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması (One-Way ANOVA Bulguları)*

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Toplam Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	36	,5270	,29336	,785	,504
2,00	37	,6534	,93875		
3,00	37	,4885	,22081		
4,00	36	,5043	,17741		
Toplam	146				

*İhracat düzeyine göre gruplar, kartillerine göre sırasıyla şu oranlar dikkate alınarak oluşturulmuştur: 1. Grup için ,0884 ve altı; 2. Grup için ,0885-,1945; 3.grup için ,1946-,4001 ve 4. Grup için ,4002 ve üstü.

Tablo 7: 2012 Yılı İtibariyle İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Toplam Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması (One-Way ANOVA Bulguları)*

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Toplam Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	36	,5116	,31693	,568	,637
2,00	36	,6848	,39287		
3,00	36	,4906	,24921		
4,00	36	,5046	,17230		
Toplam	144				

*İhracat düzeyine göre gruplar, kartillerine göre sırasıyla şu oranlar dikkate alınarak oluşturulmuştur: 1. Grup için ,0734 ve altı; 2. Grup için ,0735-,2040; 3.grup için ,2041-,3935 ve 4. Grup için ,3936 ve üstü.

2009 - 2012 yılları arasındaki bulgular genel olarak değerlendirildiğinde ihracat düzeyi kartilleri temel alınarak oluşturulan işletme gruplarının Ortalama Toplam Kaldıraç Oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmamıştır. Bunun anlamı, 1. grupta yer alan ve ihracat düzeyi çok düşük olan işletmelerle, ihracat düzeyi görece yüksek olan diğer işletmeler ve hatta % 40'ın üzerinde olan dördüncü grup işletmelerin dahi borçlanma yapıları benzer özellik göstermektedir.

Yukarıda, kısa ve uzun vadeli borçların toplamının toplam kaynaklar içindeki oranı dikkate alınarak işletmeler karşılaştırılmıştır. İzleyen kısımda ise, toplam kaynaklar içinde önce kısa vadeli borçların, sonra uzun vadeli borçların oranı dikkate alınarak işletmeler karşılaştırılmıştır.

C. Sektör İhracat Düzeyi Ortalaması Üzerinden Bağımsız Örneklem t testi ile Kısa Vadeli Kaldıraç Analizi

İşletmeler ihracat düzeyi sektör ortalamasına göre iki gruba ayrılarak, Kısa Vadeli Borç/Toplam Kaynak ortalamaları açısından T testi ile karşılaştırılmış ve yıllar itibariyle Tablo 8'de sunulmuştur.

Tablo 8: İhracat Düzeyi Sektör Ortalamasına Göre, İşletmelerin Ortalama Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı Karşılaştırmaları

Yıllar	İhracat Düzeyi Sektör Ortalaması	İşletme Sayısı	Ortalama Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	Ortalama Kısa Vadeli Kaldıraç Oranına Göre Gruplar Arası Karşılaştırma Sonuçları	
					T Test	P
2009	>= ,34	47	,3841	,1503	-,547	,585
	< ,34	85	,4584	,9230		
2010	>= ,27	57	,3503	,1534	-,953	,342
	< ,27	77	,4315	,6284		
2011	>= ,26	63	,3810	,1846	-,679	,498
	< ,26	83	,4380	,6471		
2012	>= ,26	67	,3801	,1755	-,654	,514
	< ,26	78	,4581	,9614		

İhracat düzeyi sektör ortalaması kesme noktası kabul edilerek oluşturulan iki grup işletmenin, toplam kaynaklar içindeki kısa vadeli borçlarının ortalaması açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmamıştır. Bu farksızlık tüm yıllar için geçerlidir.

D. Kartillere Ayrılmış İhracat Düzeyi Üzerinden Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way ANOVA) ile Kısa Vadeli Kaldıraç Analizi

İşletmelerin ihracat düzeyi kartillerine göre oluşturulan grupların, kısa vadeli kaldıraç oranı karşılaştırmaları yıllar dikkate alınarak Tablo 9 – Tablo 12 arasında verilmektedir. Karşılaştırmalarda tek yönlü varyans (One-Way ANOVA) analizi kullanılmıştır.

Tablo 9: 2009 Yılı İtibariyle, İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Kısa Vadeli Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	33	,3808	,25740	,998	,396
2,00	33	,2983	,20029		
3,00	33	,4984	,87896		
4,00	33	,3705	,17127		
Toplam	132				

Uluslararası Pazarlarda Genişleme ve Borç İlişkisi: Borsa İstanbul İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Analiz

113

Tablo 10: 2010 Yılı İtibariyle İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Kısa Vadeli Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	33	,3580	,19755	,808	,492
2,00	34	,5095	,91809		
3,00	34	,3598	,17399		
4,00	33	,3582	,16781		
Toplam	134				

Tablo 11: 2011 Yılı İtibariyle İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Kısa Vadeli Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	36	,3820	,22105	,723	,540
2,00	37	,5184	,94231		
3,00	37	,3692	,18757		
4,00	36	,3822	,17498		
Toplam	146				

Tablo 12: 2012 Yılı İtibariyle İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Kısa Vadeli Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	36	,3654	,23445	,773	,511
2,00	36	,5806	,39441		
3,00	36	,3635	,20068		
4,00	36	,3840	,15178		
Toplam	144				

Tablo 9 - Tablo 12 arasındaki bulgular, kısa vadeli borçların toplam kaynaklar içindeki oranları açısından ihracat düzeyi farklı oranlara sahip işletmeler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığını göstermektedir.

t testi ve Tek Yönlü Varyans Analizi sonuçlarının her ikisi de, farklı kriterlere göre gruplandırılmış işletmelerin ihracat düzeylerinin kısa vadeli kaldıraçları üzerinde anlamlı bir farklılık oluşturmadığını ortaya koymaktadır.

E. Sektör İhracat Düzeyi Ortalaması Üzerinden Bağımsız Örneklem t testi ile Uzun Vadeli Kaldıraç Analizi

Tablo 13'de ihracat düzeyi sektör ortalamasına göre iki guruba ayrılan işletmelerin, ortalama uzun vadeli kaldıraç oranı farklılık analizi sonucu verilmektedir.

Tablo 13: İhracat Düzeyi Sektör Ortalamasına Göre İşletmelerin Ortalama Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı Karşılaştırmaları

Yıllar	İhracat Düzeyi Sektör Ortalaması	İşletme Sayısı	Ortalama Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	Ortalama Uzun Vadeli Kaldıraç Oranına Göre Gruplar Arası Karşılaştırma Sonuçları	
					T Test	P
2009	≥ ,34	47	,1202	,0955	-,613	,541
	< ,34	85	,1337	,1336		
2010	≥ ,27	57	,1188	,1144	-,296	,767
	< ,27	77	,1247	,1138		
2011	≥ ,26	63	,1193	,1001	-,995	,321
	< ,26	83	,1386	,1269		
2012	≥ ,26	67	,1247	,1009	,035	,972
	< ,26	78	,1241	,1181		

Bulgular, önceki bulguları desteklemekte ve yıllara göre iki grup işletmenin uzun vadeli borçlar açısından da farklılık göstermediği görülmektedir.

F. Kartillere Ayrılmış İhracat Düzeyi Üzerinden Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way ANOVA) ile Uzun Vadeli Kaldıraç Analizi

İşletmeler ihracat düzeyi kartillerine göre gruplandırılarak, tek yönlü varyans analizi ile karşılaştırmalar yapıldığında, yıllara göre Tablo14 - Tablo17 arasındaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 14: 2009 Yılı İtibariyle, İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Uzun Vadeli Borç/Toplam Kaynak Oranlarının Karşılaştırılması

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	33	,1564	,14662	,984	,403
2,00	33	,1315	,14766		
3,00	33	,1069	,07746		
4,00	33	,1208	,09753		
Toplam	132				

Tablo 15: 2010 Yılı İtibariyle İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Uzun Vadeli Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	33	,1528	,14018	1,278	,285
2,00	34	,1113	,08748		
3,00	34	,1018	,08559		
4,00	33	,1238	,13059		
Toplam	134				

Uluslararası Pazarlarda Genişleme ve Borç İlişkisi: Borsa İstanbul İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Analiz

Tablo 16: 2011 Yılı İtibarıyla İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Uzun Vadeli Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	36	,1449	,14756	,377	,770
2,00	37	,1350	,11171		
3,00	37	,1192	,10819		
4,00	36	,1221	,09396		
Toplam	146				

Tablo 17: 2012 Yılı İtibarıyla İhracat Düzeyi Kartillerine Göre Oluşturulan Grupların Ortalama Uzun Vadeli Kaldıraç Oranlarının Karşılaştırılması

Gruplar	İşletme Sayısı	Ortalama Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı	Standart Sapma	F Test İstatistiği	P
1,00	36	,1462	,14325	,888	,449
2,00	36	,1042	,09052		
3,00	36	,1270	,10727		
4,00	36	,1206	,09340		
Toplam	144				

Bulgular genel olarak değerlendirildiğinde, işletme gruplarının uzun vadeli borç oranları açısından da istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık göstermediği tespit edilmiştir.

t testi ve Tek Yönlü Varyans Analizi sonuçlarının her ikisi de gruplandırılmış işletmelerin ihracat düzeylerinin uzun vadeli kaldıraçları üzerinde anlamlı bir farklılık oluşturmadığını ortaya koymaktadır.

V. Sonuç ve Tartışma

Bu çalışma, genel anlamda, firmaların uluslararası pazarlarda daha fazla genişlemesi ile borçlarının değişimi arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığının tespit edilmesini amaçlamaktadır. Bu amaca yönelik olarak yapılan analizler, örneklem olarak seçilen Borsa İstanbul'da 2009-2012 yılları arasında sürekli olarak işlem gören ve ihracat düzeylerine göre gruplandırılmış imalat sanayi işletmelerinin kısa vadeli, uzun vadeli ve toplam kaldıraç seviyeleri arasında anlamlı bir farklılık olmadığını göstermiştir.

Daha önceden de ifade edildiği üzere, bu konudaki literatür, çelişkili sonuçlar ve ülkeler arası önemli farklılıklar etrafında genelleşmektedir. Bununla birlikte, bu araştırmada t testi ve Tek Yönlü Varyans analizi sonuçlarından ortaya çıkan kısa vadeli kaldıraç üzerine bulgular Singh ve Nejadmalayeri (2004)'nin bulguları ile paralellik arz etmektedir. Ayrıca yine gruplandırılmış firmaların toplam kaldıraç seviyelerinde anlamlı bir farklılık tespit edilmemiş olması da Wyrobek (2011)'nin sonuçlarını desteklemektedir.

Çalışmanın sonuçları açısından bakıldığında, Türk ihracatçılarının pazar çeşitlendirmesi yapamadıkları için risklerini azaltamamaları, Türkiye İhracat Kredi

Bankası A.Ş. (Eximbank) ve Kredi Garanti Fonu (KGF) gibi kuruluşların ihracatın finansmanında etkinliğinin az olması ve Türk firmalarının yurtdışı yabancılara ulaşma sıkıntıları, daha yüksek oranda ihracat yapanların sermaye yapılarında daha fazla yabancı kaynak kullanmalarını engellediği düşünülebilir. Ayrıca, ileride yapılacak çalışmalarda, bu analizde yer almayan değişkenler olan ihracat pazarı ile küresel ve yerel ekonomik faktörlerin de dikkate alınmasıyla daha geniş sonuçlara ulaşılabılır.

Kaynakça

Bakkalçı, A. C. (2013). Yeni Yeni Ticaret Teorileri'nin Makroekonomik Doğası ve Türk Ekonomisi, *Yönetim Bilimleri Dergisi*, Cilt: 11, Sayı: 22, S. 69-98.

Balla, A. ve G. Mundacab (2011). Export Market Participation and Other Determinants of Capital Structure: The Case of Hungarian Manufacturing Firms, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929170, Erişim Tarihi: 25.12.2013

Bellone, F., P. Musso, L. Nesta ve S. Schiavo (2010). Financial Constraints and Firm Export Behaviour, *World Economy*, 33, Issue 3, S: 347-373

Bernard, A. B. ve J. B. Jensen (1995). Exporters, Jobs, and Wages in US Manufacturing: 1976-87, *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, S: 67-112.

Bernini, M., S. Guillou, F. Bellone (2013). Firms' Leverage and Export Quality: Evidence from France, *University of Nice Sophia Antipolis Gredeg Working Papers*, Number 2013-29

Burgman, T. (1996). An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure, *Journal of International Business Studies*, Vol:27, Issue 3, S: 553-570

Değirmen, S. ve Y. Gündoğdu (2010). Türkiye'de İhracat Yapan Firmaların Finansman Stratejileri, *Business and Economics Research Journal*, Volume: 1, Number: 4, S:1-18

Goldman, E., ve P.V.Viswanath (2011). Export Intensity and Financial Policies of Indian Firms, *International Journal of Trade and Global Markets*, Vol. 4, No. 2., S:152 – 171

Görg, H. ve M. Spaliara (2014). Exporters in the Financial Crisis, *National Institute Economic Review*, Vol: 228(1), S: 49-57

Greenaway, D., A. Guariglia, R. Kneller, (2007). Financial Factors and Exporting Decisions, *Journal of International Economics*, Volume 73, Issue 2, November, S: 377-395

Hughes, J.S., D. E. Logue and R. J. Sweeney (1975). Corporate International Diversification and Market Assigned Measures of Risk and Diversification, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 10, No. 4, S: 627-637

Joliet, R. and A. Muller (2013). Capital Structure Effects of International Expansion, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol:23, S:375-393

Kwok, C. ve D. Reeb (2000). Internationalization and Firm Risk: An Upstream-Downstream Hypothesis, *Journal of International Business Studies*, Vol:31, S: 611-629

Uluslararası
Pazarlarda
Genişleme ve
Borç İlişkisi:
Borsa İstanbul
İmalat Sanayi
İşletmeleri
Üzerine Bir
Analiz
118

Lee, K.C. ve C. Y. Kwok (1988). Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure, *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, No. 2, S.195-217

Lin, F. ve J. Hung (2012). Internationalization and Capital Structure of Taiwan Electronic Corporations, *International Business Research*, Vol:5, No:1, S:164-171

Mansi, S. A. ve D. M. Reeb (2002). Corporate International Activity and Debt Financing, *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, No. 1, S: 129-147

Melitz, M. J. (2003). The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity, *Econometrica* 71(6), S: 1695 - 1725.

Modigliani, F. ve M. Miller (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, S:261-297

Shapiro, A. C. (1978). Financial Structure and Cost of Capital in the Multinational Corporation, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 13, No. 2, S: 211-226

Singh, M. ve A. Nejadmalayeri (2004). Internationalization, capital structure, and cost of capital: evidence from French corporations, *Journal of Multinational Financial Management* 14, S: 153-169

Tang, H. and Y. Zhang'den aktaran Hahn, C. H. And D. A. Narjoko (eds.), Dynamics of Firm Selection Process in Globalized Economies. *ERIA Research Project Report* 2011, No.3, S: 13-33

Wyrobek, J. (2011). Impact of Export Activities on Financial Situation of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange in Poland, *Research Papers of Wroclaw University of Economics*, Vol:158, S: 468-479