

**T.C.
VAN YÜZÜNCÜ YIL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI ÜZERİNDE FİRMA YAŞAM DÖNGÜSÜNÜN
ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR İNCELEME**

DOKTORA TEZİ

SERVET ÖZKAN

VAN - 2022

**T.C.
VAN YÜZÜNCÜ YIL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI ÜZERİNDE FİRMA YAŞAM DÖNGÜSÜNÜN
ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR İNCELEME**

DOKTORA TEZİ

**HAZIRLAYAN
SERVET ÖZKAN**

**DANIŞMAN
PROF. DR. MEHMET AYGÜN**

VAN – 2022

KABUL VE ONAY SAYFASI

Servet ÖZKAN tarafından hazırlanan “İşletmelerin Sermaye Yapısı Üzerinde Firma Yaşam Döngüsünün Etkisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ ile Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalında **DOKTORA TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Danışman: Prof.Dr.Mehmet AYGÜN
İşletme, Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum

.....

Başkan: Prof.Dr.Reha SAYDAN
İşletme, Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum

.....

Üye: Prof.Dr.Zafer KANBEROĞLU
İktisat, Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum

.....

Üye: Prof.Dr.Mehmet Emre GÜLER
İşletme, İzmir Katip Çelebi Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum

.....

Üye: Doç.Dr.Yakup ASLAN
İşletme, Muş Alparslan Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum

.....

.....

.....

Tez Savunma Tarihi: 05.09.2022

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Doktora Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

.....
Prof. Dr. Bekir KOÇLAR
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ETİK BEYAN

Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü **Tez Yazım Kural- larına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;**

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullenmediğimi beyan ederim. (15.09.2022)

Servet ÖZKAN

Doktora Tezi

Servet ÖZKAN

VAN YÜZÜNCÜ YIL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

EYLÜL 2022

İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI ÜZERİNDE FİRMA YAŞAM DÖNGÜSÜNÜN ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR İNCELEME

ÖZET

Firma yaşam döngüsü teorisi pazarlama ve mikroekonominin ürün yaşam eğrisinden türetilen ve firmanın canlı bir organizma gibi belirli yaşam evrelerine sahip olduğu anlayışından hareket edilerek ifade edilen deterministik olmayan bir kavramdır. Firmaların homojen bir gruptandırma tabi tutulmasında kullanılacak önemli bir analiz tekniğidir. Finansal ve finansal olmayan kararların alınmasında önemlidir. 1960'lı yıllarda ortaya çıkan firma yaşam döngüsü kavramı son yıllarda üzerinde önemli sayıda çalışmanın yapıldığı bir konu olmuştur. Sermaye yapısından kasıt, işletmenin sermaye yapısını oluşturan borç ve özkaynakların kullanım oranları ve bunların karışımının nasıl olması gerektiğidir. İşletmelerin faaliyet alanına, ekonomik şartlara ve hukuki şartlara göre farklılık gösterebilmektedir. Bu çalışmanın temel amacı işletmelerin sermaye yapısı üzerinde firma yaşam döngüsünün etkisini incelemektedir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere Borsa İstanbul'a kayıtlı farklı sektörlerde yer alan 294 firmanın 2013-2020 yıllarına ait verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) tarafından geliştirilmiş olan modelden yararlanılmıştır. Sermaye yapısı göstergeleri olarak da Kısa Vadeli, Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar ve Öz Kaynaklar kullanılmıştır. Ampirik analizlerde korelasyon ve regresyon analizlerinden yararlanılmıştır.

Yapılan analiz sonucunda, sahiplik yapısı açısından yaşam döngüsü aşamaları arasındaki ilişki, KVKYK'nın giriş aşaması ile pozitif diğer tüm aşamalar ile negatif, UVYK'nın giriş ve büyüme aşaması ile pozitif, olgunluk, durgunluk ve düşüş aşamaları ile negatif, ÖZKAYNAK giriş ve büyüme dönemi ile negatif, olgunluk, durgunluk ve düşüş aşamaları ile pozitif olduğu sonucu elde edilmiştir. Firma karakteristiği bakımından, giriş aşamasındaki firmaların karlılık ve büyüklüğünün negatif, buna karşın SMM pozitif ve anlamlıdır. Büyüme aşamasında karlılık ve büyüklüğün pozitif, SMM negatif ve anlamlıdır. Olgunluk aşamasında karlılık, büyüklük ve satışlar pozitif, SMM ise negatif ve anlamlıdır. Durgunluk aşamasında karlılık pozitif, büyüklük, satış ve SMM negatiftir. Düşüş aşamasında karlılık, büyüklük ve satışlar negatif, SMM ise pozitif ve anlamlıdır.

Anahtar Kelimeler : Firma Yaşam Döngüsü, Sermaye Yapısı, Ürün Yaşam Döngüsü, Yaşam Döngüsü Evreleri

Sayfa Sayısı : xii+204

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Mehmet AYGÜN

Ph. D. Thesis

Servet ÖZKAN

VAN YUZUNCU YIL UNIVERSITY

INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES

September 2021

**THE EFFECT OF FIRM LIFE CYCLE ON THE CAPITAL
STRUCTURE OF BUSINESSES: AN INVESTIGATION ON BORSA
ISTANBUL**

ABSTRACT

Firm life cycle theory is a non-deterministic concept derived from the product life cycle of marketing and microeconomics and expressed by the understanding that the firm has certain life stages like a living organism. It is an important analysis technique to be used in subjecting companies to a homogeneous grouping. It is important in making financial and non-financial decisions. The concept of company life cycle, which emerged in the 1960s, has been a subject on which a significant number of studies have been carried out in recent years. What is meant by capital structure is the utilization rates of debt and equity, which make up the capital structure of the enterprise, and how their mixture should be. It may differ according to the field of activity of the enterprises, economic conditions and legal conditions. The main purpose of this study is to examine the effect of firm life cycle on the capital structure of enterprises. In order to achieve this aim, the data of 294 companies in different sectors registered in Borsa Istanbul for the years 2013-2020 were used. In the study, the model developed by Dickinson (2011) was used as a firm life cycle indicator.

Short-Term, Long-Term Foreign Resources and Equity are used as capital structure indicators. Correlation and regression analyzes were used in empirical analysis.

As a result of the analysis, the relationship between life cycle stages in terms of ownership structure is positive with the entry stage of KVK and negative with all other stages, entry and growth stage of UVK and positive, maturity, stagnation and decline stages and negative, EQUITY entry and growth period. negative with maturity, stagnation and decline phases, it is positive. In terms of firm characteristics, the profitability and size of the entry-stage firms are negative, whereas SMM is positive and significant. In the growth phase, profitability and size are positive, SMM is negative and significant. In the maturity stage, profitability, size and sales are positive, while SMM is negative and significant. In the recession phase, profitability is positive, size, sales and SMM are negative. In the decline stage, profitability, size and sales are negative, while SMM is positive and significant.

Key Words : Firm Life Cycle, Capital Structure, Product Life Cycle, Life Cycle Phases

Quantity of Page : xii+204

Supervisor : Prof. Dr. Mehmet AYGÜN

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	v
KISALTMALAR DİZİNİ.....	ix
TABLolar DİZİNİ.....	x
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	xii
ÖNSÖZ	xiii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	5
1. YAŞAM DÖNGÜSÜ KAVRAMI.....	5
1.1. Ürün Yaşam Döngüsü.....	6
1.1.1. Ürün Yaşam Döngüsü Evreleri.....	8
1.1.1.1. Giriş Evresi.....	10
1.1.1.2. Büyüme Evresi.....	14
1.1.1.3. Olgunluk Evresi	16
1.1.1.4. Düşüş Evresi.....	17
1.1.2. Ürün Yaşam Eğrisinde Özellik Arz Eden Durumlar.....	19
1.1.3. Ürün Yaşam Döngüsünde Evrelerin Tespiti.....	20
1.1.4. Ürün Yaşam Döngüsüne Yönelik Eleştiriler.....	20
1.1.5. Uluslararası Ürün Yaşam Döngüsü.....	21
1.2. Firma Yaşam Döngüsü.....	24
1.2.1. Firma Yaşam Döngüsü Aşamaları.....	25
1.2.1.1. Giriş Aşaması.....	28
1.2.1.2. Büyüme Aşaması.....	30
1.2.1.3. Olgunluk Aşaması.....	32
1.2.1.4. Durgunluk Aşaması.....	34
1.2.1.5. Düşüş Aşaması.....	35
1.2.2. Firma Yaşam Döngüsü Ölçmede Kullanılan Modeller.....	37
1.2.2.1. Adizes (1979) Modeli.....	37

1.2.2.2. <i>Anthony ve Ramesh (1992) Modeli</i>	40
1.2.2.3. <i>Black (1998) Modeli</i>	42
1.2.2.4. <i>Yonpae ve Chen (2006) Modeli</i>	42
1.2.2.5. <i>Liu (2006) Modeli</i>	43
1.2.2.6. <i>Aharony vd. (2006) Model</i>	45
1.2.2.7. <i>DeAngelo vd. (2006) Modeli</i>	46
1.2.2.8. <i>Yan ve Zhao (2010) Modeli</i>	48
1.2.2.9. <i>Dickinson (2011) Modeli</i>	50
1.2.2.10. <i>Ivashkovskaya vd. (2013) Modeli</i>	56
1.2.2.11. <i>Won ve Ryu (2015 Modeli</i>	56
1.2.2.12. <i>Jaafar ve Halim (2016) Modeli</i>	57
1.3. Firma Yaşam Döngüsü İle İlgili Çalışmalar.....	60
İKİNCİ BÖLÜM	74
2. SERMAYE YAPISI	74
2.1. Sermaye Yapısının Tanımı ve Önemi	75
2.2. Sermaye Yapısını Açıklayan Yaklaşımlar.....	80
2.2.1. Klasik Yaklaşımlar.....	82
2.2.1.1. <i>Net Gelir Yaklaşımı (Net Income Approach)</i>	83
2.2.1.2. <i>Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı (Net Operating Income Approach)</i>	85
2.2.1.3. <i>Geleneksel Yaklaşım (Traditional Approach)</i>	87
2.2.1.4. <i>Modigliani-Miller (M&M) Yaklaşımı</i>	90
2.2.2. Modern Yaklaşımlar	95
2.2.2.1. <i>Ödünleşme (Dengeleme) Teorisi (Trade-off Theory)</i>	96
2.2.2.2. <i>Bilgi Asimetrisi Teorisi (Information Asymmetry Theory)</i> ...	99
2.2.2.3. <i>Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Pecking Order heory)</i>	102
2.2.2.4. <i>İşaret (Açıklama-Sinyal) Teorisi (Signaling Theory)</i>	105
2.2.2.5. <i>Piyasa Zamanlaması Teorisi (Market Timing Theory)</i>	106
2.2.2.6. <i>Vekâlet (Temsilcilik) Teorisi (Agency Theory)</i>	107
2.2.2.7. <i>Vergi Faktörü Teorisi</i>	110
2.2.2.8. <i>Miller Modeli</i>	112
2.2.2.9. <i>Borcun Vergi Kalkanı Önermesi</i>	114

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

Bu Çalışmada Kullanılmış Kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar	Açıklamalar
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
AGE	Firma Yaşı
AMEX	Amerika Exchange
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma Geliştirme Giderleri
BEF	Brezilya Borsası
BEJ	Endonezya Borsası
BİST	Borsa İstanbul
CEX	Sermaye Harcamaları
CFF	Finansal Faaliyetlerden Nakit Akışları
CFI	Yatırımlardan Nakit Akışları
CFO	Faaliyetlerden Nakit Akışları
DD/PD	Defter Değeri Piyasa Değeri Oranı
DP	Yıllık Temettü Ödeme Oranı
FVFN	Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli
FVÖK	Faiz ve Vergiden Önceki Kar
GMM	Genelleştirilmiş Momentler Metodu
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
HLM	Hiyerarşik Doğrusal Karma Model
IMVSALE	Satış Büyümesi
IPO	Hisselerin İlk Halka Arzı
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KRX	Kore Borsası
KSE	Pakistan Karachi Stok Exchange
KV	Kurumlar Vergisi
KVYK	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
M&M	Modigliani ve Miller

MCEX	Medyan Sermaye Harcamaları
MDP	Medyan Yıllık Temettü Ödeme Oranı
MSGD	Medyan Satışlardaki Büyüme
NYSE	New-York Stok Exchange
ÖZKY	Öz Kaynaklar
PAEİ	Produce Administered Enterepreneuial Integration
PP/PD	Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı
ROA	Varlık Karlılığı
SGD	Satışlardaki Büyüme
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TD	Vergi Kalkanının Bugünkü Değeri
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
UVYK	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar
V	Vergi
vd.	ve diğerleri
V _L	Faizin Vergi Kalkanı
V _u	İşletmenin Piyasa Değeri

TABLÖLAR DİZİN

Tablo	Sayfa
Tablo 1. 1. Anthony ve Ramesh (1992) Modeli.....	41
Tablo 1. 2. Anthony ve Ramesh (1992) Modeli (Skorlar).....	42
Tablo 1. 3. Black (1998a,b) Modeli.....	42
Tablo 1. 4. Yonpae ve Chen (2006) Modeli.....	43
Tablo 1. 5. Liu (2006) Modeli.....	44
Tablo 1. 6. Liu (2006) Modeli (Skorlar).....	45
Tablo 1. 7. Nakit Akış Tablosu ve İktisat Teorileri	53
Tablo 1. 8. Dickinson (2011) Modeli.....	55
Tablo 1. 9. Ivashkovskaya vd. (2013) Modeli.....	56
Tablo 1. 10. Won ve Ryu (2015) Modeli.....	57
Tablo 1. 11. Jaafar ve Halim (2016) Modeli.....	60
Tablo 2. 1. Sermaye Yapısı Teorileri.....	81
Tablo 3. 1. Dickinson (2011) Yaşam Döngüsü Evreleri.....	160
Tablo 3. 2. Tanımlayıcı İstatistik.....	161
Tablo 3. 3. Faydalanılan Firma Verileri.....	162
Tablo 3. 4. Korelasyon Analizi.....	163
Tablo 3. 5. Regresyon Analizi Sonuçları 1.....	167
Tablo 3. 6. Regresyon Analizi Sonuçları 2.....	171
Tablo 3. 7. Regresyon Analizi Sonuçları 3	172

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil	Sayfa
Şekil 1. 1. Ürün Yaşam Eğrisi Eveleri.....	10
Şekil 1. 2. Stil Ürünler İçin Ürün Yaşam Eğrisi.....	19
Şekil 1. 3. Heves Ürünler İçin Ürün Yaşam Eğrisi.....	20
Şekil 1. 4. Uluslararası Ürün Yaşam Eğrisi	24
Şekil 1. 5. Klasik Firma Yaşam Döngüsü	27
Şekil 1. 6. Adizes'in Örgütsel Yaşam Döngüsü	40
Şekil 2. 1. Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti.....	84
Şekil 2. 2. Net Gelir Yaklaşımına Göre Şirket Değeri.....	84
Şekil 2. 3. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre İşletme Değeri.....	86
Şekil 2. 4. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre İşletme Değeri.....	87
Şekil 2. 5. Geleneksel Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ve İşletme Değeri.....	89
Şekil 2. 6. Modigliani ve Miller Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti.....	94
Şekil 2. 7. Ödünleşme Yaklaşımı İçin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Davranışlar.....	97
Şekil 2. 8. Ödünleşme Yaklaşımına Göre Firma Değeri.....	97
Şekil 2. 9. Kurumlar Vergisinin Dâhil Edildiği M&M Yaklaşımına Göre Borç, Özsermaye ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetlerinin Davranışları.....	110
Şekil 2.10. Kurumlar Vergisinin Dâhil Edildiği M&M Yaklaşımına Göre Firma Değeri.....	111

ÖNSÖZ

Firma yaşam döngüsü muhasebe ve finans literatüründe üzerinde araştırma yapılan önemli bir konudur. Ürün yaşam eğrisinden türetilen firma yaşam döngüsü, firmaları canlı bir organizma gibi algılayıp yaşamın hangi evresinde olduğunu tespit etmeye yardımcı olan bir kavramdır. Firmaların homojen bir gruplamaya tabi tutmak ve firmalar hakkında daha objektif bilgi sahibi olmak için çeşitli firma verilerinden hareket edilerek yapılan analizler ile ilgililerin firma hakkında karar vermeyi kolaylaştırmaktadır. Aynı zamanda firmanın yöneticileri için karar vermede bir yol gösterici bilgi kaynağı olarak kullanılabilir. Gelecek ile ilgili kararlar her zaman bir bilinmezlik ve risk taşımaktadır. Riskin azaltılmasında ve firma hakkında doğru kararlar alınmasında yönetim açısından teşhis ve tedavi mantığını içermektedir. Firma yaşam döngüsünün temel mantığında her bir yaşam evresinin kendine has bazı özelliklerinin ortaya çıkması ve firmadan firmaya farklılıklar arz etsede temelde yaşam evrelerinin giriş, büyüme, olgunluk, durgunluk, düşüş ve nihayetinde ölümle son bulan bir süreçten geçtiğini ifade etmektedir. Bu çalışmanın amacı işletmelerin sermaye yapısı üzerinde firma yaşam döngüsünün etkisini ölçmektir. Sermaye yapısı farklı firmalar için miktar olarak farklı olmasına rağmen temelde özkaynak ve borçların toplamından oluşmaktadır. Sermaye yapısının firma yaşam döngüsü evrelerinde nasıl bir değişim gösterdiği, sermaye yapısını oluşturan özkaynak ve borçların hangi oranda karışımından ideal/optimal sermaye yapısının oluşturulacağı öteden beri üzerinde durulan bir konudur. Birçok araştırma, firmaların faaliyet alanlarına göre sahip olması gereken sermaye yapısının ne olması gerektiği konusunda inceleme yapmaktadır. Bunun temel sebebi sektörel ve faaliyet kapasitesi bakımından firmanın rekabet gücünü ve piyasa şartlarında tutunurluluğunu gerçekleştirip minimum sermaye maliyeti ile maksimum karı elde etmektir. Bu çalışma sermaye yapısının firma yaşam döngüsü evrelerinde nasıl etkilendiğini ölçmeyi hedeflemektedir. Bu doğrultuda Borsa İstanbul'da işlem gören firmalar esas alınmıştır.

Bu çalışmanın ortaya çıkmasında, en başta öğrencisi olma şansını elde ettiğim, süreç boyunca desteğini ve yardımını esirgemeyen, bilgi ve deneyimlerinden sürekli istifade ettiğim danışman hocam Prof. Dr. Mehmet AYGÜN'e teşekkür ederim. Ayrıca bu çalışmayı yazarken, süreç boyunca her zaman yanımda olan ve manevi desteğini hiçbir zaman eksik etmeyen mesai arkadaşlarıma teşekkürlerimi sunarım.

GİRİŞ

Yaşam döngüsü kavramı pazarlamada bireysel ürünler için kullanılmaya başlanan ve her bir ürünün bir hayat seyrine sahip olduğu düşüncesinden türetilmiştir. Ürün ve hizmetlerin hayat seyri boyunca nasıl hareket ettiği ve hangi süreçlerden geçtiği temeline dayanmaktadır. Bu hayat seyri insan yaşamındaki çeşitli evrelere benzetilmekte ve her bir evrenin kendine özgü çeşitli özellikler gösterdiği varsayımından hareket edilerek, ürün hakkındaki stratejik kararların alınmasında yardımcı olmaktadır. Yaşam döngüsü 1960'lı yıllardan itibaren örgütsel bazda ele alınmış ve Firma Yaşam Eğrisi şeklinde incelenmeye başlanmıştır.

Firma yaşam döngüsü teorisi, firmaların bir dizi öngörülebilir gelişme aşamasından geçtiğini ve firmaların stratejileri ile yapısının firmanın yaşam döngüsü aşamalarındaki değişikliklerle önemli ölçüde farklılıklar gösterdiğini öne sürmektedir. Literatürde çok sayıdaki çalışmanın firma yaşam döngüsünün her bir evresini belirlemek için örgütsel durum, liderlik tarzı, stratejik yönelim, kritik gelişme bölgeleri, şirketin yaşı, temettü ödeme politikası ve sağlam nakit akışı modelleri gibi çeşitli ölçüleri uygulayarak farklı yaşam döngüsü modelleri geliştirerek ortaya koymaya çalışmışlardır. Bu modeller arasında; Adizes (1979), Anthony ve Ramesh (1992), Black (1998a,b), Younpae ve Chen (2006), Aharony, Falk ve Yehuda (2006), Liu (2006), DeAngelo, H., DeAngelo, L. ve Stulz, R.M. (2006), Yan ve Zhao (2010), Dickinson (2011), Ivashkovskaya, I., Rukavishnikov, Y. ve Guschin, A. (2013), Won ve Ryu (2015), Jaafar ve Halim (2016) sayılabilir. Yaşam döngüsü modelleri 3 ile 10 arasında değişse de, tüm modeller benzer bir gelişim modeli ortaya koymaktadır. Birkaç geliştirme aşamasına sahip modeller, genel aşamaları belirli dönemlere göre sınıflandırırken, daha az geliştirme aşamasına sahip modeller iki veya daha fazla aşamayı birleştirmek suretiyle bu aşamaları kısıtlamışlardır.

Firma yaşam döngüsü üzerine yapılan çalışmalar, firmanın yaşam döngüsünün firmanın sermaye yapısı, faaliyet performansı, finansman, yatırım ve temettü kararları üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Finansal sıkıntıya ilişkin literatür, sağlam yatırım kararları, hisse senedi getirileri, tahvil getirileri, üretkenlik, temettü ödemesi ve operasyonel yeniden yapılandırma ile önemli bir ilişki ortaya koymaktadır. Bununla birlikte firmaların sürdürülebilirliği ve uzun yıllar piyasadaki

tutunurluluğu ayrı bir önem arz eder. Bu nedenle firmaların yaşam döngüsünün hangi aşamasında olduklarını bilmeleri ve alınacak kararları, planlamaları, hedefleri bu doğrultuda yeniden yapılandırmaları firmanın yararına olacaktır. Aksi takdirde firmalar önem arz eden ve firmanın geleceğini ilgilendiren konularda rakiplerine göre geride kalacaktır. Bu durum firmanın öncelikle pazar payının düşmesine, rekabet gücünün azalmasına, faaliyetlerinin düşmesine veya rutin bir döngüye dönüşmesine, potansiyel yatırımcılar açısından önemsiz olmasına ve nihayetinde firmanın uzun yıllar faaliyet gösterebileceği piyasadan çekilmesine sebebiyet verebilmektedir. Firmaların içsel dinamiklerle çok meşgul olması piyasa koşullarındaki gelişmeleri ıskalması veya ayak uyduramaması firmanın ömrünü kısaltabilmektedir.

Sermaye yapısı; firmaların öz sermaye ve borç finansmanı karışımı olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımdan da anlaşıldığı gibi firmanın çeşitli kombinasyonlarda farklı türde menkul kıymet ihraç ederek toplam piyasa değerini maksimize etmeye çalıştığı bilinmektedir. Aslında tüm firmaların temel amacı mümkün olan en düşük toplam sermaye maliyeti ile en uygun borç ve öz sermayenin karışımından faydalanan optimal sermaye yapısını oluşturmaktır. Optimal sermaye yapısı, sermaye yapısını meydana getiren borçların ve öz sermayenin farklı oranlarda bileşiminden firma değerinin maksimize edilmesini sağlayacak karışımı bulmaktır. Bunun nedeni, genel sermaye maliyetinin firmanın bugünkü değerini hesaplamak için firmanın toplam nakit akışlarının iskonto oranı olarak kullanılmasıdır. Böylece, toplam sermaye maliyeti minimize edildiğinde firmanın değeri maksimize edilmiş olacaktır. Optimal sermaye yapısı, borç-öz sermaye karışımının oluşturulması firmanın hedef sermaye yapısı olarak da adlandırılmaktadır.

Sermaye yapısı ile ilgili geliştirilen çok sayıda teori mevcuttur. Sermaye yapısı ile ilgili ilk çalışmalardan biri Modigliani ve Miller (1958) tarafından geliştirilmiştir. Modigliani ve Miller (1958), bazı varsayımlar altında, sermaye yapısı ile firma değeri arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını öne sürmüşlerdir. Daha sonraki yıllarda yapılan çalışmalarda Modigliani ve Miller (1958)'in öne sürmüş olduğu varsayımların geçerli olmadığını ortaya koymuş ve çok sayıda teori geliştirilmiştir. Geliştirilen bu teorilerin önemli bir kısmı Modigliani ve Miller (1958) çalışmasını esas aldığı söylenebilir.

Sermaye yapısı üzerine geliştirilen teoriler iki ana başlık altında sınıflandırılabilir. Bunlar; Klasik sermaye yapısı teorileri ve Modern sermaye yapısı teorileridir. Temel olarak sermaye yapısı ile ilgili olarak ilk zamanlarda ortaya atılan teorilerin klasik sermaye yapısı teorileri, sonradan geliştirilen ve genellikle Modigliani ve Miller'in (1958) çalışmasındaki ilgisizlik teorisine karşıt olarak ortaya atılan teoriler ise modern sermaye yapısı teorileri olarak adlandırılmıştır.

Sermaye yapısı akademik çalışmalarda önemli bir konu olmaya devam etmektedir. Son yıllarda sermaye yapısı üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde genellikle sermaye yapısının firma performansı ve firma değeri üzerindeki etkisi ile sermaye yapısının belirleyicileri üzerine odaklandığı görülmektedir. Buna karşın firma yaşam döngüsü kavramının önemine paralel olarak son yıllarda sermaye yapısı ile firma yaşam döngüsü üzerine çalışmalara odaklanıldığı tespit edilmiştir. Frelinghaus, A., Mostert, B., ve Firer, C., (2005), La Rocca, M., La Rocca, T., ve Cariola, A., (2011), Pinkova ve Kaminkova (2012), Utami ve Inanga (2012), Castro, P., Tascon M.T., ve Amor-Tapia, B., (2014), Zang vd. (2015), Tian vd. (2015), Rehman vd. (2016), Ahsan vd. (2016), Zafar vd. (2016), Nidar ve Utomo (2017), Suyono vd. (2017), Valente (2017), Bayat ve Noshahr (2018), Larijani ve Esnaashari (2018), Cillero ve diğ. (2019), Al-Lateif ve Al-Debi (2019), Cempakasari vd. (2019), Fady vd. (2019), Walid (2019), Amin (2020) Wasilewski ve Zurakowska-Sawa (2020), Zhanga ve Xu (2021), Rehman ve diğ. (2021) bu çalışmalardan bir kaçıdır. Yaptığımız incelemelere göre, Türkiye özelinde konuya ilişkin herhangi bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Yapılan çalışmaların incelendiğinde sermaye yapısının, firmanın yaşam döngüsü evrelerinde farklılık gösterdiği tespit edilmiştir.

Yukarıda izah edilen teorik açıklamalardan hareketle bu çalışmanın temel amacı; sermaye yapısı üzerinde firma yaşam döngüsünün etkisini incelemektir. Çalışmadaki amacın gerçekleşmesi için Borsa İstanbul'a kayıtlı olan farklı sektörlerden 294 firmanın 2013-2020 yıllarını kapsayan 2114 firma yılı verisinden faydalanılmıştır. Çalışmada, firma yaşam döngüsünün hesaplanmasında literatürde en çok yararlanılan Dickinson (2011) modelinden yararlanılmıştır. Sermaye yapısı göstergeleri olarak da Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Kaynaklar, Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Kaynaklar ve Öz Kaynaklar/Toplam Kaynaklar kullanılmıştır.

Yapılan analiz sonucunda Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar ile yaşam döngüsü evrelerinden giriş aşaması ile pozitif, buna karşın olgunluk aşaması ile negatif, Öz Kaynaklar ile giriş ve olgunluk aşaması arasında ise pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur.



BİRİNCİ BÖLÜM

1. YAŞAM DÖNGÜSÜ KAVRAMI

GİRİŞ

Yaşam döngüsü kavramı önceleri daha çok mikroekonomi ve pazarlama alanlarında kullanılan bireysel ürünlerin bir hayat seyri olduğu düşüncesinden türetilmiştir. Ürün ve hizmetlerin bu hayat seyri boyunca nasıl hareket ettiği ve hangi süreçlerden geçtiği temeline dayanmaktadır. Her bir canlıda olduğu gibi cansız olarak nitelendirilen varlıklarda da belli bir yaşam süreci söz konusudur. Ürün ve hizmetlerde bu yaşam sürecinin çeşitli evrelerden oluştuğu ve bu evrelerde özellikle fiyatlandırma, satış, tutundurma ve lojistik kararlara etki ettiği bilinmektedir. Ürün yaşam eğrisinden hareket eden araştırmacılar, ürünün hayat seyri boyunca ne gibi süreçlerden geçtiği ve bu süreçlerde nasıl hareket ettiği üzerinde durmuşlardır. Bu araştırmaların temel amacı ürün hayat seyrinin farklı evrelerden geçerken ürün hakkında verilecek kararları etkileyen unsurları ortaya çıkarmanın yanında bu ürünün pazardaki durumuyla alakalı kararlar almayı hedeflemişlerdir. Ürünün pazara girişine karar verilmesinden itibaren başlayan ve pazardan ürünün çekilmesine kadar geçen süreç ürün yaşam eğrisi şeklinde ifade edilmektedir.

Yaşam döngüsü 1960'lı yıllardan itibaren örgütsel bazda ele alınmış ve firma yaşam eğrisi şeklinde incelenmeye başlanmıştır. Muhasebe ve finans alanında geliştirilen firmanın yaşamsal süresinin uzatılması amacıyla yönelik bu çalışmalarda ürün ve hizmetlerde olduğu gibi firma yaşam döngüsünün çeşitli evrelerden oluştuğu ve her bir evrede farklı kararların alınması gerektiği gerçeğine dayanmaktadır. Firma yaşam evrelerinin her birinin kendine özgü özelliklere sahip olduğu ve her bir evrede alınacak kararların stratejik sonuçlarının olduğu teorisine dayandırılmaktadır. Çalışmanın bu kısmında ürün yaşam eğrisi açıklandıktan sonra firma yaşam döngüsü teorisi irdelenecek ve bu konudaki sınıflandırma prosedürleri açıklanacaktır.

1.1. Ürün Yaşam Döngüsü

Her bir canlıda ya da toplumsal örgütte olduğu gibi, mallarında belirli bir yaşam ömrü vardır. Mallar özellik ve gerekliliğine göre değişiklik gösterse de her malın piyasada belirli bir süre yaşaması söz konusudur. Bu süre bazen çok kısa bazen çok uzun olabilir. Zorunlu ihtiyaç durumundaki malların ömrü daha uzun ve düzgün bir eğilim gösterirken zorunlu olmayan veya kültürel mallarda yaşam süresi bir eğim halindedir.

Ürün yaşam eğrisinin bugünkü anlamıyla kullanımı 1940'lı yıllardan itibaren başlamaktadır. Kavram ilk olarak 1960'lı yıllarda ABD'de Savunma Bakanlığı'nda kullanılmıştır (Dunk, 2004:402; Korpi ve Ala-Risku, 2008:242). 1960'lı yıllardan sonra özellikle 1980'li yıllarda yoğunlaşan rekabet şartlarından dolayı ticari alanda kullanılmak için geliştirilmiştir (Dunk, 2004:402). 1960 ile 1980 yılları arasında askeri amaçla kullanılan yöntem 1980'lerden itibaren önceleri havacılık, enerji, petrol ve demiryollarında kullanılırken günümüzde ise birçok sanayi kolunda üretim maliyetlerinin hesaplanmasında yeni bir anlayış olarak yaygın bir şekilde kullanılmaktadır (Deran, 2008:467; Kawauchi ve Rausand, 1999:5). İlk çalışmalarda ürün yaşam eğrisi kavramı daha çok iktisadi bir teori olan büyüme yasası (büyüme eğrisi) ile benzerliğinden dolayı bu teori ile açıklanmaya çalışılmıştır (Kavak, 1991). Bu kavram her hangi bir mamulün satışları ile zaman arasındaki fonksiyonel ilişkisini gösteren modeldir (Kavak ve diğ., 2016). Model, satışa sunulan bir mamulün satış gelirleri ile bu gelirin elde edildiği zaman unsurlarının belli karakteristik özelliklere dayanılarak çeşitli aşamalara ayrılmasına dayandırılır (Mucuk, 2004).

Ürün yaşam eğrisi iktisat ilminde talep tahminlerinde önem arz eder. Bir malın piyasada talep edilme araştırmaları ve tespit edilen talep miktarları o malın üretimine karar vermede önemli bir rol oynar. Aynı zamanda talep yoğunluğu ve talebin ne kadarlık bir zaman dilimini kapsayacağı önemli kriterler olarak algılanır. Her ne kadar istatistiki verilerle hazırlanan trend denklemi yorumlamaya muhtaç ise de ürünün yaşam seyrinin geçmişe dayalı tecrübe veya verilerden hareket edilerek hazırlanmaktadır. Bu veriler gerçek talebi göstermediği gibi ürün yaşam seyrinin nasıl olacağı konusunda da bir tahminden ibaret olacaktır (İslamoğlu, 2002:185). Buna

rağmen elde edilen veriler ürün yaşam eğrisinin pazarlama politikalarının belirlenmesinde önemli bir etkindir.

Malın yaşam süreci, dünyanın herhangi bir yerinde bir mal veya hizmet pazara giriş yaptıktan sonraki takip ettiği “giriş”, “büyüme”, “olgunluk” ve “düşüş” aşamalarını sırasıyla takip eder. Bu aşamalar iktisat teorisinde mamul yaşam eğrisi modeli olarak bilinmektedir (Berkowitz ve diğ., 1997:318). Tıpkı canlılarda olduğu gibi en kısa tabiriyle doğum, yaşam, olgunluk ve ölümden ibarettir (Akat, 2003:103). Literatürde en çok kullanılan bu dört yaşam evresidir. Ancak bu sürecin daha farklı şekilde evrelere ayrılması mümkündür. Ürün yaşam dönemi her pazarda önemli bir etkindir. Özellikle uluslararası pazarda ürünün pazara girişi ile pazarda kalış süresi ihracatçılar açısından özellikle önem arz eder. Ürünün bulunduğu aşama pazardan pazara farklılıklar gösterir. Örneğin ülkemiz pazarlarında yeni olarak bilinen bir ürün başka bir ülkenin pazarlarında eskimiş, modası geçmiş veya geçmekte olabilir. Dolayısıyla ürünün bazı pazarlarda henüz giriş evresinde iken başka bir pazarda olgunluk veya düşüş aşamasına geçmiş olabileceğini göstermektedir. Bundan dolayı işletmelerin ister iç pazarda ister dış pazarda ürün yaşam eğrisini dikkatli bir şekilde takip etmeleri gerekir. Yaşam eğrisi analizleri gelecekteki stratejik seçenekler için önemli bilgiler sağlar. Son yıllarda yapılan araştırmalar ve edinilen tecrübeler ürün yaşam döngüsü tekniğinin özellikle stratejik yönetim açısından yararlı olduğu üzerinde görüş birliğine varılmıştır (Mucuk, 1991:147). İşletmelerin ürün yaşam evrelerinde yakaladıkları fırsatları değerlendirebilmek ve tehlikelerden korunabilmek için uygun stratejileri seçmek ve bunları kullanmak durumundadır (Ergin, 1999:13-22). Bu kararlar doğrultusunda ürün hayat döneminin uzamasına ve böylece ürün hayat eğrisinin değişmesine neden olur.

İşletmeler özellikle globalleşen dünya pazarında ürünleriyle varlıklarını devam ettirmek istiyorlarsa ürün yaşam eğrisinin analizlerini doğru bir şekilde okumaları ve gerekli adımları atmaları yerinde bir karar olacaktır. Günümüzde ürün ve hizmetlerin hayat süresi giderek kısalmaktadır ve bu hem işletmeler için hem de tüketiciler için önemli bir sorun oluşturmaktadır. Günümüz ekonomik şartları sürekli rekabeti gerektirmektedir. Rekabetin bu kadar şiddetlenmesi işletmeleri rakiplerine göre veya onlardan önce ürün geliştirmeye ve piyasaya sürekli yeni ürün sunmaya ve rakiplerine göre üstün duruma gelme çabası göstermeye itmektedir. Bu yenilikçi yaklaşım

firmaların pazara hâkimiyetini artırmaktadır. Piyasa hâkimiyetini eline alan firmalar bir taraftan piyasadaki etkinliklerini pekiştirirken diğer taraftan pazarın kaymağını almaktadır (Karafakıoğlu, 2006:137). Kendini ve ürünlerini yenileyemeyen işletmeler ürün yaşam evresinin çöküş dönemine hızla girmekte ve pazardan çekilmek zorunda kalmaktadır. İşletmeler malın yaşam sürecini iyi algıarlarsa, düşüş evresinde olan malların yerine yeni mallar geliştirir, ya da var olan malların farklı versiyonlarını üreterek pazarda kalmaya çalışır. İşletmeler piyasada varlıklarını devam ettirebilmek için çeşitli pazar karması teorilerinden faydalanırlar. Ürün yaşam eğrisinin her dönemi bir birinden farklı özellikler taşımaktadır, dolayısıyla pazar karması da bu özelliklere göre oluşturulmalıdır (Cemalcılar, 1999:102).

Küreselleşen rekabetin artması, teknolojiye hızlı değişim, tüketicilerin bilinçlenmesi, ürün yaşam dönemlerinin kısalması, piyasaya her an yeni rakiplerin girmesi, tüketici tercihlerinin sürekli değişmesi ve pazarlarda mesafenin azalması ürün yaşam döngüsü maliyet analizlerini oldukça önemli hale getirmiştir. İşletmeler herhangi bir ürünü veya hizmeti üretirken karar almada çok daha dikkatli olmak durumundadırlar. Her bir ürünün üretilmesinde tasarım aşamasından, elden çıkarılmasına kadar hem üretici hem tüketici açısından katlanılan maliyetlerin daha ürünün tasarım aşamasındayken belirleyen ve karar alma sürecine yardımcı olan ürün yaşam dönemi maliyet analizleri (Okutmuş, 2019:216) giderek önem arz etmektedir.

1.1.1. Ürün Yaşam Döngüsü Evreleri

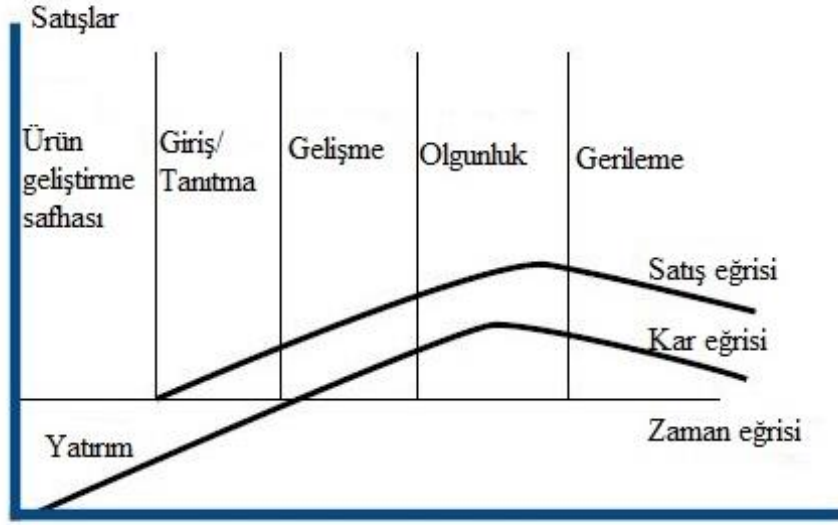
Her bir ürünün yaşam dönemi sunuş, büyüme, olgunluk ve düşüş dönemlerinden geçmektedir (Ayyıldız, 2010:28; Caner, 2011:52). Sunuş aşamasında üretim kapasitesinin genişletilmesi ile ilgili çeşitli teknik sorunların ortaya çıktığı ve ürünün dağıtımıyla ilgili güçlüklerin olduğu dönem olması nedeniyle satışların yavaş büyüdüğü gözlemlenmektedir (Gül, 2004: 5). Sunuş aşamasında işletmenin amacı ürünü tüketiciyle buluşturup en yüksek tüketici oranında ürünü denettirmektir. Bu aşamada özellikle reklam satış promosyonları, tanıtım fuarlarına katılma vb. faaliyetler ön plana çıkmaktadır (Caner, 2011:54). Büyüme döneminde ürünün tutundurma maliyetleri aynı veya çok az artarken satışlar hızla büyümekte ve satış maliyetleri oldukça düşmekte ve karlılık artmaktadır (Gül, 2004:5). Olgunluk döneminde ürünün artık piyasada iyi tanındığı pazarın her bölümüne girdiği ancak satışların hızı

yavaşlayarak düşme eğilimi gösterdiği gözlemlenmektedir. Büyüme ve olgunluk aşamasında piyasaya rakiplerin girdiği ve dolayısıyla rekabetin getirdiği fiyat düşüşlerinin yaşandığı olgunluk evresinde karlılıkta düşmektedir. Düşüş aşamasında satışlarda ve karlılıkta beklentiler karşılanmamaktadır. Talep oldukça düşmüş ve ikame veya farklı ürünler orijinal ürünün yerini tutmaya başlamıştır.

Ürünlerin yaşam süreci çok kısa olabileceği gibi çok uzun bir süreçte olabilir. Bu süreç içerisinde ürün belirli aşamalardan geçer. Kotler'e (2003:328) göre bir firmanın konumlandırma ve farklılaştırma stratejileri ürün, pazar ve rakipler değiştikçe değişim gösterir. Modaya bağlı olarak farklı özellikleri olan her bir ürünün yaşam süreci de aynı değildir. Chi ve Liu'ya (2001:695) göre ürünler sınırlı bir yaşam sürecine sahiptir. Moda ile ilişkisi nedeniyle farklı özelliklere sahip ürünlerin yaşam süreçleri farklıdır (Yükselen, 2003:191). Ürünün ve pazarın özelliklerine göre her bir yaşam evresinin sayısı ve uzunluğu değişmektedir. Kimi ürünlerin yaşam süreci iki aşamadan ibaret kalırken (hazırlık ve Giriş) (Kavak ve diğerleri 2016) kimi ürünlerin altı (Geliştirme, Sunuş, Büyüme, Olgunluk, Düşüş ve Ölüm) (İslamoğlu, A.H. 2002:186) aşamadan oluştuğu gözlemlenmektedir. Farklı kaynaklarda yaşam evreleri 4 ile 7 evre arasında değişiyor olsa da genel kanı 4 evre olacağı üzerinde fikir birliği mevcuttur. Aynı zamanda her bir yaşam evresinin sınırlarını kesin bir şekilde belirlemekte mümkün olmamaktadır. Bundan dolayıdır ki ürünlerin her bir yaşam evresini geçiş süreçleri farklı olabilmektedir. Bazı ürünler yaşam evrelerini çok hızlı geçerken bazı ürünlerin bu evreleri çok daha yavaş geçtiği gözlemlenmektedir.

Ürün yaşam döngüsü evrelerinin bir birinden farklı olmasında ürünün pazardaki tutunur olmasına bağlanabilir. Piyasaya yeni sürülen bir ürünün pazardaki aşamaları ürün yaşam döngüsünü açıklar. Genel olarak bu aşamalar sıralandığında giriş, büyüme, olgunluk ve düşüş evreleri şeklinde ifade edilmektedir. Giriş aşamasının hazırlık, ürün geliştirme ve tanıtım, büyüme ve olgunluk aşamalarının doygunluk aşaması olarak birleştirilebileceği gibi, düşüş aşaması ise düşüş ve ölüm şeklinde ayrıldığı da görülmektedir.

Ürün Hayat Eğrisi



Şekil 1. Ürün yaşam eğrisi evreleri

Şekildeki bağımlı değişken satışlar alındığında, bu değişkeni etkileyecek unsur zamandır. Satış hacmi eğrisinde meydana gelecek eğim farklılığı işletme yöneticilerinin ürün hakkında verecekleri kararlara bağlı olacağı ve işletme politikaları bu eğimin şeklini belirleyeceği bilinmektedir. Ayrıca zaman bağımsız değişkenine alternatif olarak pazarlama bağımsız değişkeni kullanılabilmektedir (Mucuk, 2004).

Karakaya (1999)'ya göre ürün yaşam seyri ve devrelerini ürünün pazara girmeden önceki maliyetlerinin zarar olarak alınıp giriş evresindeki maliyet ve kar hesaplanması yapıldığında gelişme dönemindeki karların yüksek olması ve olgunluk döneminde bunun devam ettirilmesi işletmenin yönetim politikalarına bağlı olarak değişmektedir. Üreticiler bir ürünün üretilmesinde tüketicilerin yaşam seyri maliyetlerini dikkate almak zorundadırlar. Daha ucuz bir malzemenin kullanımı maliyeti azaltabileceği gibi tüketicinin o ürüne olan memnuniyetini azaltabilir (Yılmaz ve Arı, 2011). Bu nedenle firmalar, ürün maliyeti ile müşteri memnuniyeti arasında optimumu sağlayacak bir tasarımı seçmelidir (Lindholm ve Suomola, 2005:282).

1.1.1.1. Giriş Evresi

Genel olarak ürünün giriş evresi, araştırma-geliştirme, hazırlık ve üretim kararı verilen yeni bir ürünün pazara ilk defa sunulması ile başlar ve malın başabaş noktasına varması ile sona erer. Giriş evresine gelen malın nitelikleri belirlenmiş, pazar testi yapılmış ve kalite kontrollerinden geçmiştir. Dolayısıyla ürünün uzun süren araştırma-

geliştirme ve talep oluşturma safhasından geçtiği, ihtiyaca ne derece cevap vereceği ve bu ihtiyacı karşılayabilecek rakip mallarla ne düzeyde rekabet edip pazarda tutunabileceği rakiplerin pozisyonunun ne olacağı belirlenmeye çalışılır (Kotler ve Armstrong, 2010). Bu evrede rakiplerin nispeten az olacağı varsayılmaktadır. Ürünün diğer rakipler tarafından incelenerek muadili ürün üreterek rekabetin artmasına sebebiyet vereceklerinden bu evrede ürünle ilgili kararların ürünün geleceğini belirlemede önemli rol oynayacaktır. Her şeye rağmen yapılan araştırmalarda birçok ürün giriş evresini geçememektedir. Ürün bu evrede başabaş noktasına varmadan ölmekte veya uzun bir sürenin ve uğraşın sonucunda başabaş noktasına ulaşmaktadır (İslamoğlu, A.H., 2002).

Ürün yaşam sürecinin ilk evresi olan giriş evresinde işletmelerin önemli yatırımlarının olduğu ve işletmeye nakit akışının negatif olduğu dönemdir. Bu evrede araştırma-geliştirme ve pazarlama harcamalarının en yoğun olduğu ve buna bağlı olarak harcamalarında en üst düzeyde gerçekleştiği dolayısıyla nakit ihtiyacının en çok olduğu düşünülmektedir (Ergin H., 1999 :15). Ürünün pazarda ilgi görmeye başlaması işletmenin sabit varlıklarına, çalışma sermayesine ve pazarlama faaliyet ve harcamalarına daha çok ağırlık vermesini gerektirir. Her bir ürünün piyasaya ilk defa sürülmesi belli bir işletme riskini beraberinde taşır. Bu nedenledir ki işletme bu riski göz önünde bulundurmalıdır. İşletmelerin bu tür durumlar için kullanacakları finansal teknikler tamda bu evrede önem kazanmaktadır. Iskonto edilmiş nakit akışı teknikleri, pazara tutundurma teknikleri, gelecekteki karlar ve paranın zaman değeri gibi zaman süreci gerektiren tekniklerinden yararlanmak faydalı olacaktır. Mamul hayat süreci için alınacak stratejik kararlar her bir mamul hayat evresinin uzamasına ve dolayısıyla mamul hayat eğrisinin değişmesine neden olmaktadır (Mc Namee, P., 1991:44). Bu aşamada ürünün pazarın her yerine dağılmadığı, sınırlı bir dağıtım politikasının izlendiği, fiyat stratejisinin ürünün pazardaki tutundurma, rekabet şartları ve kar politikalarına göre belirlendiği gözlemlenir (Balyemez ve diğerleri, 2005). Genel olarak bu aşamada dört farklı stratejinin uygulanmakta olduğu görülmektedir.

1- Hızlı gözden geçirme; bu stratejiye göre ürünün piyasaya yüksek fiyat ve yüksek promosyon düzeyinde sunulmasıdır. Potansiyel pazarın henüz üründen haberdar olmadığı durumlarda bu strateji anlamlıdır. Farkında olan alıcılar ürünü

almak ister ve istenen ücreti ödemeye hazırdır. Bu nedenle firma muhtemel rakiplerle karşılaşmaktadır ve marka tercihi oluşturmaya gayret gösterir.

2- Yavaş ve gözden geçirme; ürünün yüksek fiyat ve düşük promosyonla piyasaya sunulur. Bu strateji daha çok pazar genişliği kısıtlı olduğu durumlarda anlamlıdır. Ürüne olan farkındalık yüksektir ve alıcılar talep edilen yüksek fiyatı karşılamaya isteklidir. Bu durumda potansiyel rekabet pek yakın görünmemektedir.

3- Hızlı nüfuz etme; bu stratejinin amacı ürünün pazara oldukça düşük fiyatla ve oldukça yüksek tutundurma gayretiyle girmesini sağlamaktır. Pazarın geniş, alıcıların üründen habersiz, fiyata duyarlı ve güçlü bir rekabetin olduğu durumlarda, firmanın ölçek ekonomisinde belirtildiği gibi birim başına üretim maliyeti düşük olduğunda bu strateji uygulanır.

4- Yavaş nüfuz etme; bu stratejide amaçlanan yeni bir ürünün pazara oldukça düşük fiyat ve düşük tutundurma ile pazara girmesini sağlamaktır. Özellikle ürüne olan farkındalığın yüksek olduğu, alıcıların fiyat hassasiyetinin olduğu ve potansiyel rakipler çok olduğu pazarlar için yavaş nüfuz etme stratejisi uygulanmaktadır (Boone ve Kurtz, 1995).

Ürünün pazara sunuş aşamasında bilinmesi gereken temel özellikler genel olarak aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Satışların yavaş yükselmesi,
- Ürünün pazarda yeni olması durumunda doğrudan bir rekabetin olmaması,
- Üretim hacminin düşük olması nedeniyle sabit maliyetlerin daha yüksek olması ve dolayısıyla ürün tam (toplam) maliyetinin yüksek olması,
- Yeni ürünün yeni üretim teknikleri gerektirdiğinden, üretimle ilgili teknik sorunların olabileceği, dolayısıyla duraksamaların meydana gelebileceği ve bunun sonucunda maliyetlerin yükselebileceği,
- Ürünün pazarda tutundurma maliyetlerinin satış gelirleri içindeki payının yüksek olabileceği,
- Ürünün pazara ilk sürümünde alıcılarının genellikle satın alma gücünün yüksek olduğu tüketicilerden oluştuğu,
- Ürünün pazarın tüm bölümlerine yayılmış olmadığı dolayısıyla pazara hâkimiyetin olup olmayacağı bilinmemektedir.

Giriş aşamasında ürünün satışlarının yavaş yükselmesi birçok nedeni olabilir. Bunlar işletme içi ve işletme dışı nedenler olarak iki kategoride incelenebilir. Bu nedenleri genel olarak şu şekilde sıralamak mümkündür.

- İşletmenin üretim kapasitesinin artırılmasında gecikmeler olabilir.
- Üretimdeki teknik sorunlar zaman alabilir ve gecikmelere, aksamalara neden olabilir.
- Pazarlama açısından dağıtımda veya dağıtım kanallarında aksamalar olabilir.
- Pazarlama açısından yapılan analizlerde tüketici davranışları doğru değerlendirilmemiş olabilir.
- Pazarlama teknikleri bakımından tüketicilerin üründen yeterince haberdar edilmemiş olabilir.
- Ürünün kullanılması için altyapının yetersiz olması söz konusu olabilir.
- Ürünün tüketiciler tarafından benimsenmesi veya tüketicilerde güven duygusunun oluşması zaman alabilir.
- Ürünün çok kolay taklit edilebilir olmasından dolayı muadili ürünlerin ortaya çıkması ve rakiplerin piyasaya hızlı girmesi olabilir.
- Ürünle ilgili yapılabilecek değişikliklerde yasal prosedürlerin olması durumunda piyasaya sürümün gecikmesi söz konusu olabilir.
- Ürünün fiyatı belirlenirken belirli bir tüketici kesime hitap etmesi olabilir.

Giriş aşamasının özelliklerine göre çeşitli pazarlama stratejileri kullanılabilir. Bunlar:

- Ürünle ilgili eksikliklerin giriş evresinde giderilmesi gerekir.
- Ürünle ilgili satış belirsizlikleri azaldıkça küçük ölçekli üretim kapasitesinden büyük ölçekli üretim kapasitesine geçilmelidir.
- Üretim maliyetini azaltıcı önlemler alınmalıdır.
- Ürünün teknik bir ürün olması durumunda, ürünle ilgili tüm teknik özellikleri, kullanım kılavuzu ve benzeri bilgilerin aracı veya alıcı kimselere ayrıntılı bir şekilde bildirilmesi gerekir.

- Ürün için izlenecek fiyat stratejileri pazarın yapısı, çekiciliği ve rekabet durumuna göre değişkenlik göstermektedir. İşletmeler yeni ürünlerini fiyatlandırırken genellikle izledikleri fiyat stratejileri; a) ürünün pazarda tutundurulması, b) rekabete karşı pazar payını artırması, c) karın artırılmasına yönelik çalışmaların yapılmasını esas alacaktır. Fiyat stratejisinde şayet ürünün pazarda yavaş büyüyeceğini, ürünün yüksek gelir grubundaki tüketiciler tarafından tercih edileceğini ve pazara yakın bir zamanda rakip olacak firmaların giremeyeceğini tahmin ediyorsa fiyatı belirlerken yüksek fiyat stratejisi uygulaması uygun olacaktır. Aksi durumda düşük fiyat stratejisi uygulanmalıdır.

- Ürünün başabaş noktasına erken varması hedeflenmeli ve bunun için başlangıçta yüksek fiyat politikası uygulanmalıdır.

- Ürünün nitelikleri, karşıladığı ihtiyaçlar, kullanımı, farklı tutundurma yöntemleri ile tüketicilere bildirilmelidir. Özellikle bu aşamada tutundurma tamamen mala yönelik olmalıdır.

- Giriş aşamasında pazarlanan ürünün özelliklerine bağlı olmakla birlikte, ürün tüm pazar bölümlerine henüz yayılmadığı için, sınırlı ya da seçimli dağıtım politikası izlenmelidir.

Giriş aşamasında yukarıda sayılan politikalar ve stratejiler değişmez değildir. Bu politika ve stratejiler işletmenin amaç, misyon ve yönetimin gelecekle ilgili tahminlerine göre değişebilmektedir.

1.1.1.2.Büyüme Evresi

Piyasaya sürülmüş ürünün başabaş noktasına ulaşmasından itibaren başlayıp olgunluk aşamasına kadar devam eden evre olarak adlandırılabilir. Bu evrede satışların hızla büyümesi ve ürünün pek çok pazar bölümüne girmeye başlaması beklenir. Giriş aşamasındaki üst gelir grubu müşterilerinin yanında daha düşük grup tüketicilerin ürünün müşterisi olmaktadır. Bu aşamada işletmelerin yüksek gelir elde ettiği ve aracı işletmelerin ortaya çıktığı dolayısıyla satışların arttığı gözlemlenir.

Bu sürecin uzun sürmesi işletmeler tarafından arzu edilen bir durumdur. Ancak sektörün özelliğine göre pazara başka üreticilerin girmesi kaçınılmaz olacak dolayısıyla kar paylaşımı söz konusu olacaktır. Eğer pazara ilk giren işletmeler müşterileri tatmin edecek bir yaklaşım sergilemiş ise pazara yeni giren veya girmekte olan işletmelerin pazarda yer edinmeleri zorlaşır. Yeni ürünlerin yüksek maliyetli

olması ve özellikle araştırma-geliştirme harcamalarının maliyetleri yükseltmesi öncü işletmelere büyüme evresinde yüksek kar etme avantajı sağlasa da rakip üreticilerin daha az maliyetle ve ürün üzerinde yapacakları küçük değişikliklerle pazara girmesine sebebiyet verir. Bu aşamada rekabetin arttığı ve aynı ürünün farklı versiyonlarının ortaya çıktığı gözlemlenmektedir. Genellikle pazara yeni girecek işletmeler daha az araştırma-geliştirme ve pazarlama harcamaları yaparak ürünü üretecektir. Dolayısıyla daha az maliyet ve daha avantajlı fiyatlarla piyasayı rekabete sürükleyecektir. Öncü işletmelerin fiyatlarını düşürmesine ve rekabet edilebilir hale gelmesine ya da ürün farklılaştırmasına gidecek ve ürünün yenilenmesine yönelecek böylece piyasadaki üstünlüğünü sürdürmeye çalışacaktır.

Büyüme evresi, pazarlama harcamalarının en verimli olduğu evre olarak bilinmektedir. İşletmelerin bu evrede izleyebilecekleri pazarlama stratejileri genel olarak aşağıdaki gibi olabilir.

- Maliyetlerin düşürülmesi için üretim yöntem ve teknikleri geliştirilmelidir.
- Özellikle pazarlama bölümü yöneticilerinin bu evreyi uzatmak için, ürünün kullanım oranını artırmak, kullanım alanlarını genişletmek ve mala yeni müşteri çekmek için gerekli çalışmaları yapmalıdır. Bunu yapabilmek için, ürünün dış görünüşünde, işlevlerinde ve kalitesinde gelişmeye yönelik değişikliklere gidilmelidir.
- Bu evrede fiyat politikası çok büyük önem arz etmektedir. Pazara rakip girmedikçe, işletme boş kapasiteye sahip olmadıkça ve fiyatı düşürmenin satışları arttırmaya yönelik bir beklenti olmadıkça fiyatlar düşürülmemelidir. Ancak tersi durumlar söz konusu olursa fiyatlar düşürülmelidir.
- Pazara rakipler girmiş ve üreticilerin sayısı artmış ise, dağıtım kanallarındaki araçlarında sayısında artış olacaktır. Dolayısıyla her üretici pazar payını artırmayı hedefleyecektir. Ürünün teşhiri önem kazanacağından ürünün satış noktalarında teşhir edilmesi gerekecektir. Bundan dolayı dağıtım kararları gözden geçirilmeli ve gerekli olan yeni önlemler alınmalıdır.
- Ürünle ilgili tutundurma faaliyetleri üründen çok markaya yönelmelidir.

1.1.1.3.Olgunluk Evresi

Olgunluk evresi diğer evrelere göre ürünün en uzun hayat dönemidir ve çeşitli stratejik sorunlar bu evrede ortaya çıkmaktadır. Satışların ve rekabetin en yüksek olduğu aşamadır. Satışlar zirve noktaya ulaştığından tam kapasiteyle çalışan işletmeler için birim maliyetler en düşük seviyededir. Endüstri maliyetleri en alt düzeydedir. Ancak ürün satışlarının yükselme hızı düşmektedir. Buna karşın ürün pazarın tüm bölümlerine yayılır ve düşük gelir düzeyindeki tüketiciler ürünün müşterisi durumuna gelmektedir. Bununla birlikte rekabet en üst düzeye çıkacak ve karlar düşecektir.

Olgunluk evresinde nakit girişleri artacağından nakit fazlalıkları oluşacaktır. İşletmelerin rekabet nedeniyle düşüşe geçen fiyatlarını maliyet düzeyine kadar indirebilmektedir. Bu evrede ürünün kalitesinde iyileştirmeler yapılabileceği gibi ürüne yeni özellikler katılabilir ve yeni modeller geliştirilerek rakiplere üstünlük sağlanabilir. İşletmelerin yeni dağıtım kanalları araması, tanıtım kampanyalarının yoğunlaşması ve ürün ile ilgili harcamaların artması karların azalmasına neden olacaktır. Bu evrede işletmelerin yeni ve yüksek maliyetli yatırımlara girmesi önerilmez. Mevcut yatırımların korunmasına ve iyileştirilmesine çalışılması daha uygun olacaktır. Özellikle bu evrede işletmenin varlıkları ve maliyetleri üzerinde kontrolün yoğunlaşması gerekir (McName, 1991:42).

Olgunluk evresinde uygulanabilecek pazarlama stratejileri aşağıdaki gibi özetlenebilir.

- Ürünün dış görünüşünde, optik çekiciliğinde, işlevlerinde değişiklik yapılmalıdır.
- Ürünün başka kullanım alanlarının tanıtılması gerekmektedir.
- Ürünün kalitesinde, niteliklerinde ve ürüne bağlı hizmetlerde değişikliğe gidilmelidir.
- Ürün pazarın tüm bölümlerine girmiş olduğundan dağıtım kararları gözden geçirilmelidir.
- Bu evrede uzmanlığın en üst düzeye çıkması, maliyetlerin ise en alt düzeyde olması nedeniyle başka pazarlara girmeye çalışmalı ve uluslararası pazarlara yönelmelidir.

- Ürünün tutundurma yöntemleri tamamen mal ve marka farklılaştırmasına yönelmelidir.

1.1.1.4. Düşüş Evresi

Düşüş evresi, firmanın satışlarının düşüşe geçmesi ile ürünün zararlı satış noktasına ulaşmasına kadar uzanan aşamadır. Bu evrede satışlar ve karlar azalmaya başlar, pazar payında ve verimlilikte düşüş olur. Ürüne olan talep bazen tümüyle kaybolabilir. Mevcut müşteriler diğer rakiplere yöneldiğinden rekabet edilebilirlik düşmüştür. Maliyetlerin satış gelirleri içindeki oranı yükselmiş ve nakit fazlalıkları erimeye başlamıştır.

Düşüş evresinde her bir ürünün düşüş hızı aynı değildir. Ürünün özellikleri ve ikame malların varlıkları ile orantılı olarak düşüş aşaması uzayabildiği gibi çok kısa süreli de olabilmektedir.

Bu evrede işletmeler çeşitli pazarlama stratejileri uygulayabilirler. İşletmelerin uygulayacakları pazarlama politikalarına bağlı olarak farklılıklar arz etse de her bir işletme uygulayacağı çeşitli stratejiler geliştirmektedir. Bazı işletmeler pazardaki rekabet güçlerini kaybettiklerini düşünerek pazardan çekilirken bu ürüne bağıdıkları yatırımları daha verimli alanlara yönlendirirler. Bazı işletmeler pazardaki haklarını farklı pazarlardaki işletmelere satarlar ve pazardan çekilirler. Kimi işletmeler ise rekabet güçlerinin yüksek olmasına dayanarak pazarda kalmaya devam ederler. Bu işletmeler genellikle güçlü rekabet şartlarına dayanabilen kaynaklara sahip oldukları için pazardan çekilmelerden faydalanarak pazarın kendilerine kalacağını bilir ve bu pazarın kendilerine yetebileceğini düşünürler. Pazarda kalan işletmelerin en büyük avantajı tutundurma reklam ve geliştirme maliyetlerinden kurtulmuş ve bu maliyetlere katlanmamanın yararlarından faydalanırlar.

İşletmeler için bir malın düşüş aşamasında olmasına karar vermek kolay değildir. İşletmelerin düşüş aşamasına giren bir üründen vazgeçmeleri yaptıkları tüm yatırımlardan ve katlandıkları maliyetlerden vazgeçmeleri anlamına gelir ki bu oldukça zor bir karardır. Canlılarda olduğu gibi hastalık döneminin ve yaşlılığın belirtilerinin ortaya çıkması gibi düşüş aşamasında ürününün tekrar büyümeye veya olgunluk dönemine geri dönüp dönemeyeceği kararının verilmesi gerekmektedir. Hastalığın tedavi edilebilirliği ve yeniden eski sağlığına kavuşulacağı gibi, düşüş

evresindeki malın tekrar eski satış ve karlılık durumuna gelebileceği de mümkündür. Bazı ürünlerde eskiye olan özlem, nostaljik yaklaşım ve efsaneleşmiş ürün anlamında yeniden canlandığı ve satış rakamlarının büyüme evresine ulaşılabilirdiği gözlemlenmektedir. Bu nedenledir ki ürünle ilgili kararın verilmesinde iyi bir analiz ve takip gerekmektedir. Ürünün piyasadan çekilmesi ile devam edilmesi arasındaki maliyet ve kar analizleri yapılırken ürünün işletmenin marka haline getirdiği veya işletmenin bu ürünle tanınması da kararda önemli etken olacaktır. Her ne kadar maliyet ve kar analizlerinin sonucunda ortaya çıkacak sonuçlar karar vermede etkili olsa da işletmenin ürünle ilgili araştırmaları devam edecektir.

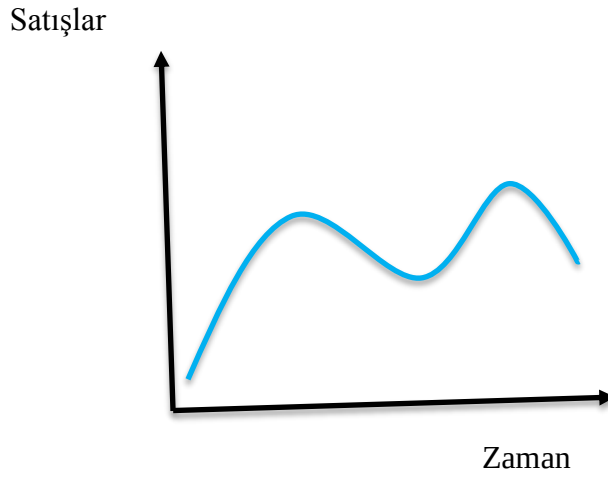
Ürünle ilgili yapılabilecek en büyük hata ürünün piyasada hangi evrede olduğunun doğru tespit edilmemesidir (Korkmaz ve Diğerleri, 2009). Ürün olgunluk aşamasında olmasına rağmen düşüş aşamasında olduğu ya da düşüş aşamasına girmesine rağmen daha olgunluk aşamasında olduğu kanaatleri ürün hakkında yanlış karar vermeye ve ürünün zamanından önce piyasadan çekilmesine veya piyasadan çekilmenin gecikmesine sebebiyet verecektir. Ürün yaşam döngüsünün iktisat, pazarlama, finans ve diğer bilimler açısından önem arz etmesinin nedeni yaşam evrelerinin farklı piyasa özellikleri göstermekte olması ve dolayısıyla her bir evrenin farklı stratejilere gereksinim duyulmasındandır. Düşüş evresine girmiş bir ürün için çeşitli stratejiler geliştirilebilir. Bu stratejiler aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Ürünün gözden geçirilmesi ve hayatta kalma süresinin uzatılmasına çalışılmalıdır.
- Ürünün çeşitleri incelenerek gerektiğinde bir ürün üzerinde yoğunlaşmalı ve diğer ürünlerin terkedilmesine gidilmelidir.
- Pazar şartlarını inceleyerek, bir pazarda veya pazarın küçük bir bölümünde varlığını sürdürmeye çalışılmalıdır.
- Ürünün özelliklerinin değiştirilmesine, dağıtım kanallarının değiştirilmesine ve fiyatların en uygun hale getirilmesine çalışılmalıdır.
- Önemli stratejilerden biri de sürekli olarak başarının, karlılığın, nakit akışlarının ve pazar paylarını kontrol etmek ve değerlendirmek.
- Ürünle ilgili yatırımları en aza indirmek ve mümkün olan en üst düzeyde tasarruf önlemlerinin alınmasını sağlamak.

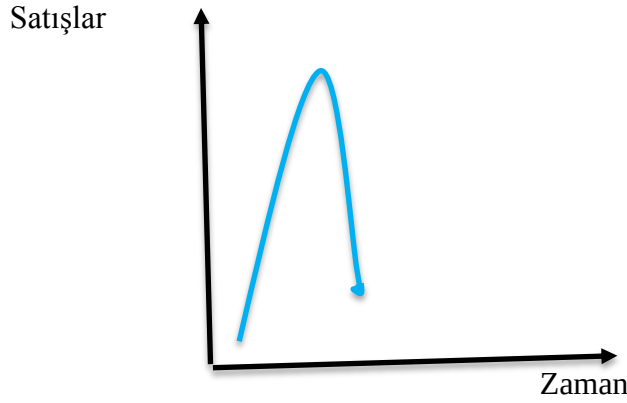
- Nakit girişlerini artırmak için her türlü önleme başvurmak (Hatipoğlu, 1986:108).

1.1.2. Ürün Yaşam Eğrisinde Özellik Arz Eden Durumlar

Ürünün özelliğine göre farklı yaşam eğrilerinin elde edilmesi mümkündür. Klasik yaşam eğrişi S harfine benzer bir şekilde iken ürüne olan arz, talep, ürünün özelliği, yapısı veya sektörel farklılıklar farklı yaşam eğrilerinin elde edilmesini mümkün kılmaktadır (Kavak, 1991). Örneğin ekmek gibi temel ihtiyaç maddelerinde yaşam eğrisi belirli bir noktadan sonra sabit olarak devam eder. Ayrıca pazara çok hızlı girip tüketicilerin ilgisini çeken ürünlerde nerdeyse giriş evresi yok denecek kadar az bir sürede geçerek çok yüksek satış rakamlarına ulaşp aynı hızla unutulmuş heves ürünlerinde yaşam eğrisi farklılık göstermektedir. Yaşam eğrisi farklılık arz eden bir diğer ürün çeşidi ise stil ürünlerdir. Stil ürünler pazara girdikten sonra yaşam evrelerini birer birer yaşarken düşüş aşamasında artık ölüm yani pazardan çekilme olmasına rağmen bir zaman sonra yeniden büyüme ve olgunluk evresine dönebilir. Dolayısıyla bu tür stil ürünlerde yaşam eğrisi özellikli bir durum arz ederek klasik yaşam eğrisinden farklı bir eğriye sahip olur.



Şekil 1.2. Stil ürünler için Ürün Yaşam Eğrisi (Kavak vd. 2016)



Şekil 1.3. Heves ürünler için Ürün Yaşam Eğrisi

1.1.3. Ürün Yaşam Döngüsünde Evrelerin Tespiti

Ürün yaşam döngüsünde evrelerin belirlenebilmesi için yaşam eğrisi analizinin doğru yorumlanabilmesi ve ürünün yer aldığı evrenin şekilde doğru olarak tespit edilmesi ve her bir evrenin hangi noktadan başlayıp hangi noktada bittiği belli olması gerekir. Aynı zamanda yaşam döngüsünün her bir evresinde eğrinin büküm ve sıçrama noktalarının belirlenebilmesi gerekir. Bunu belirlemede kullanılan yöntemlerden birisi de t zamanı ile $t+1$ zamanı arasındaki dilimde satışlarda meydana gelen oransal değişimin hesaplanmasıdır (Güleç, 2017:14). Kavak (1991) ARMA, ARIMA gibi zaman serileri analizlerini kullanarak ürün yaşam eğrisinin büküm ve sıçrama noktalarının tespitini yaptığı çalışmada incelemiştir.

1.1.4. Ürün Yaşam Döngüsüne Yönelik Eleştiriler

Ürün yaşam eğrisinin bireysel ürünlerde ön plana çıktığı dolayısıyla bir ürün veya marka üzerinden yaşam eğrisi analizinin vereceği sonuçlar ile ürün sınıfı için yapılan analizlerin farklı sonuçlar verebileceği tespiti yapılan en önemli eleştiridir. Birçok ürünün aynı markasının farklı versiyonların ele alındığında bile farklı zaman eğrisine sahip olduğu, bir versiyonun büyüme evresinde olabileceği gibi diğer bir versiyonun düşüş evresinde olduğu gözlemlenmektedir. Bu durum aynı ürünün farklı versiyonlarında bile yaşam eğrisinin farklı olabileceği dolayısıyla yaşam eğrisinin bireysel ürünlerde uygulanabileceği ürün sınıfları için uygulanamayacağı sonucunu doğurmaktadır. Bu durumu en iyi izah eden otomobil örneği verildiğinde, X marka bir otomobil olgunluk evresinde iken, X marka elektrikli bir otomobilin henüz giriş

aşamasında olduğu söylenebilir (Kavak ve diğerleri, 2016). Ürün yaşam döngüsüne getirilebilecek başka eleştirileri şu şekilde sıralamak mümkündür.

- Bireysel firmalar hakkında karar vermeyi zorlaştıran firmalar arasındaki farklılıkların göz ardı edilmesi, satış bilgisinin toplam üzerinden alınması nedeniyle karar verilememesinden dolayı yapılan eleştiriler.
- Firmalar için bir taraftan çevresel faktörlerin diğer taraftan sektörel faktörlerin göz ardı edilmesinden kaynaklı yapılan eleştiriler.
- Her bir yaşam evresinin tahmini, uzunluğunun belirlenmesi, yaşam eğrisinin büküm ve sıçrama noktalarında yapılabilecek subjektif hatalardan dolayı yapılan eleştiriler (Güleç, 2017).

1.1.5. Uluslararası Ürün Yaşam Döngüsü

1970'lerden beri uluslararası yaşam döngüsü üzerinde birçok çalışma yapılmıştır (Lau, vd. 2000). Modelin geliştirilmesine odaklanan çalışmalarda daha çok A.B.D. ve Avrupa birliği ülkelerindeki üretim ve dış pazara satış ürünleri üzerinde durulmuştur. Bu çalışmalardan elde edilen bilgilere göre denizaşırı üretimin giderek arttığı ve ülkelerin ihracattan daha fazla pay almanın yollarını araştırdıkları ortaya atılmıştır. Ancak araştırma ve geliştirmenin ürünleri ilk üreten ülkelerde devam ettiği ayrıca işletmelerin yeni ürün geliştirmeye odaklanmalarının uluslararası pazarlarda yayılmalarını geliştirdiği vurgulanmaktadır (Jacobs vd. 1997).

Son zamanlarda özellikle internet üzerinden ve e-ticaret olarak nitelendirilen uzaktan satış sözleşmeleriyle yapılan satışlar gittikçe artmaktadır. E- ticaretin küreselleşen ticaret hacminin her yıl arttığı göz önünde bulundurulduğunda işletmelerin üretim ve pazarlama alanlarında daha dikkatli hesaplamalar yapmaları ve küresel ölçekteki rekabet şartlarına hazırlanmaları gerektiği anlaşılmaktadır. Dünyada e-ticaretin yıllık bazda %18 büyüdüğü, 2020 yılı dünya e-ticaret hacminin 4,3 trilyon dolar olduğu belirtilmektedir. Ülkemizde e-ticaret hacminin 2020 yılı için 226 milyar 200 milyon lira civarında olduğu ve 2019 yılına göre %66 artış gösterdiği gözlemlenmiştir (<https://www.eticaret.gov.tr/haberler/10040/detay>). Bu durum işletmelerin ülkeler arasındaki uluslararası ticaret hacminden daha fazla pay kapmaya ve uluslararası ticaretteki rekabete dayanıklı hale gelmek için çaba harcamalarını gerektirmektedir. Firmaların bu istekleri her geçen gün tüketicilerin istek ve

ihtiyaçlarını karşılamamanın yanında, daha önce var olmayan ihtiyaçları yaratabilecek nitelikte yenilikleri pazara sunma durumundadır. Bu bağlamda, yeniliği yaratan bilgi ve teknolojiye verilen önem aynı zamanda bilgi ve teknolojinin değeri de giderek artmaktadır (Kavak ve Gl, 2005). Firmalar var olan bilgi ve teknolojiden yararlanırken, kullandıkları kaynakların maliyetlerinin mümkün olan en düşük seviyede tutabilmeleri karlılık ve rekabet açısından önemlidir. Yeni bir ürünün üretilmesinden ilk kez pazara sunulmasına ve artık pazarda talep edilmedikleri duruma gelene kadar dünyanın pek çok ülkesinde üretilmekte, hatta ürünün çeşitli parçalarının farklı ülkelerde üretilerek bir araya getirilmektedir (Kotabe ve Swan, 1994).

Uluslararası rn yaşam eğrisi teorisi küreselleşen ticaretin getirdiği sorunlarla birlikte ürünün dünya pazarında kalma süresi ve bu üründen elde edilecek getirin hesaplanması açısından önem arz etmektedir. Bu nedenle uluslararası ticarete uluslararası ürün yaşam eğrisi teorisi sıkça kullanılmaktadır. Uluslararası yaşam döngüsü, üretilen bir ürün için ihracatçının takip edeceği ticari politikalar hakkında yol gösterici ve iktisatçılar tarafından uluslararası ticaretin aıklanabilmede kullanılan ve bu amaca yönelik ortaya atılmış bir kavramdır (Karafakıoğlu, 2012). Uluslararası rn yaşam döngüsü, ürün yaşamının farklı dönemlerinde zaman içerisinde ihracatçı ve ithalatçı durumunda bulunan ülkelerin ürünle ilgili arz ve taleplerindeki değişimi anlatan bir teoridir (Kavak ve diğerleri, 2016). Ancak bu teoride birtakım eksikliklerin ve boşlukların olduğu ve bunun teoride değişen dünya şartlarındaki koşulları tam olarak açıklayamadığı özellikle teorinin tek bir ürün kategorisinde ampirik olarak yeterince doğrulanamamasından kaynaklandığı ifade edilmektedir (Lau ve diğerleri 2000).

Veron’a (1966) göre gelişmiş ülkelerde yenilik arz eden mal ve hizmetlerin ortaya çıkması genel olarak kabul gören bir görüştür. Gelişmiş ülkelerde yeniliklerin ortaya çıkmasının temel sebebinin yeni bir ürün için gerekli olan arz ve talebin mevcut olmasından dolaydır. Bu ülkelerin gelir ve kalkınmışlık düzeyi yüksektir ve yeni mal ve hizmeti satın almaya istekli satın alma gücü yüksek tüketicilerin yeterli olduğu düşünülmektedir. Yeniliğin gelişmiş ülkelerde olmasının bir diğer sebebi ise firmaların sürekli kendilerini yenilediklerini ve sürekli değişen aynı zamanda çeşitlenen tüketicisi istek ve ihtiyaçlarını araştırma ve geliştirme yoluyla tespit etmeye ve bunları karşılamaya çalışarak kaynaklarının büyük bir bölümünü buna

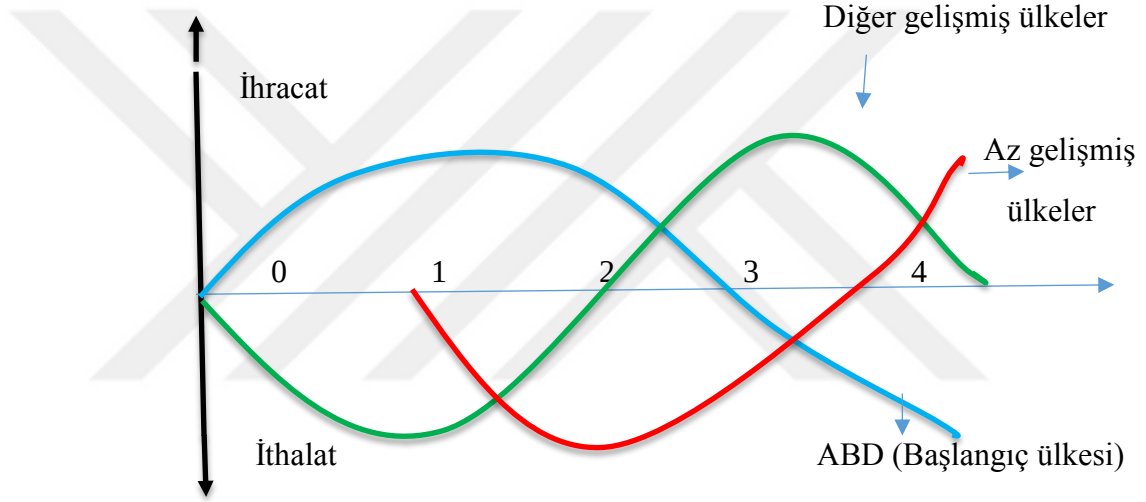
ayırmaktadırlar (Calantone ve diğeri, 1994). Bununla birlikte gelişmiş ülkelerde ürün geliştirmeye uygun sanayi ve teknoloji yeterli düzeydedir. Dolayısıyla yeni ürün geliştirmek üretmek ve farklı pazarlara sunmak için bu ülkelerde üretilmesi kısa sürede mümkün olmaktadır. Uluslararası yaşam eğrisi modeline göre, yeni ürünlerin öncelikle öncü ülke konumundaki gelişmiş ülkelerde üretilmeye başlanmakta zaman içinde ürün geliştirmekte olan ülkelere ve az gelişmiş ülkelere üretimin kaymasıyla üretimin devam ettiği gözlemlenmektedir. Birçok üründe gözlenen yaşam sürecine göre, ilk olarak gelişmiş ülkelerde ortaya çıktığı ve bu ülkenin bu ürünün ihracatçısı durumunda olduğu, daha sonraki bir aşamada bu ülkenin ihraç pazarını kaybettiği ve sonunda bu ülkenin o ürünün ithalatçısı durumuna geldiği bir devir izlenmektedir (Wells, 1968:1). Bu bağlamda, bir ürünün uluslararası ürün yaşam eğrisi boyunca geçirdiği evrelere ilişkin varsayımlar aşağıdaki gibi özetlenebilir.

- Endüstrisi yüksek ülkelerde yeni ürünler geliştirilmektedir;
- Yeni ürünün üretildiği ülkede olgunlaşma düzeyine gelmesi durumunda, üretim araçları talebin karşılanabilmesi için diğer gelişmiş ülkelere doğru genişlemektedir;
- Sonunda, özellikle emek-yoğun üretime dayalı ürünlerde, ürünün ve üretim sürecinin standartlaşmasıyla ürün az gelişmiş ülkelere de üretilmeye başlanacak ve ürünü ilk olarak üreten ve geliştiren ülke bu ürünün ithalatçısı durumuna gelmektedir (Kavak ve Gül, 2005: 147).

Uluslararası ürün yaşam döngüsü modeli 5 dönemden meydana gelmektedir. Bu dönemler; 0- yerel yenilik, 1- deniz aşırı yenilik, 2- olgunluk, 3- tüm dünyada taklit ve 4- tersine dönüşüm aşamalarından oluşur (Onkvisit ve Shaw, 2004). Uluslararası yaşam eğrisi modeline göre ürünün üretilmesinde öncü olan ülke bu ürünü ihraç eder. Zaman içinde ihracatta azalmalar olmakta ve son döneminde önceden ihracatçı konumunda olan ülke bu ürünü ithal etmeye başlamaktadır. Ürünün bu yaşam döngüsü iktisat bilimi bakımından Adam Smith'in ortaya attığı Mutlak Üstünlükler Teorisi'ni ve Ricardo ve Mill tarafından geliştirilerek öne sürülen Mukayeseli Üstünlükler Teorisi'ni ilgilendirmektedir. Bu anlamda bakıldığında uluslararası ürün yaşam döngüsünün gelişmesi ve uluslararası ticarete kullanılması göreceli üstünlüğe dayalı ticaretin açıklanması amacıyla (Güleç, 2017). Mutlak Üstünlükler Teorisi'ne göre; her hangi bir ülkenin diğer ülkelere göre maliyet bakımından avantajlı olduğu ürünleri

üretmesi ve böylece her bir ülkenin en düşük maliyetli ürünü üretmede ihtisaslaşarak üstünlük sahibi olduğu bu ürüne göre ticaret ve üretim politikalarını geliştirmesi gerekir. Mukayeseli Üstünlük Teorisi aynı anlamda ama biraz daha farklı olarak bir ülkenin avantajlı olduğu ürünlerden birinde ihtisaslaşarak diğer ürünü ithal etmesi ülkeye avantaj sağlayacağı fikrini ileri sürmektedir (Karafakıoğlu, 2012).

Yukarıdaki açıklamalara dayanılarak Uluslararası Ürün Yaşam Eğrisi, ulusal pazarlama faaliyetlerinin planlamasında kullanılan Ürün Yaşam Eğrisi modelinin uluslararası ticaretin açıklanmasında kullanılan bir uygulamasıdır (Karafakıoğlu, 2012).



Şekil 1.4. Uluslararası Ürün Yaşam Eğrisi

1.2. Firma Yaşam Döngüsü

İnsanlarda olduğu gibi firmaların kendilerine özgü bir yaşam döngüsü söz konusudur. İnsanlarda doğum, büyüme ve ölüm şeklinde tanımlanan bu döngü, firmalarda farklı isimlerle adlandırılmış olsa da temelde bu üç aşamadan oluşan bir yaşam döngüsüne sahiptir. Firmalar büyüdükçe ve olgunlaştıkça bazı aşamalardan geçer. Bunlara firma yaşam döngüsü aşamaları da denir (Miller ve Friesen, 1984). Yaşam döngüsü teorisine göre, bir firmanın büyüme stratejileri ve uygun sermaye kapasitesi şirketin farklı aşamalarında farklılıklar gösterir (Anthony ve Ramesh, 1992). Karar verme açısından firmanın yapısı, stratejisi, stili ve durumuyla ilgili farklılıklar vardır (Miller ve Friesen, 1984). Adizes (1979) yaşam döngüsünün her aşamasında

belirli davranış kalıplarının ortaya çıktığını savunmaktadır. Genel olarak firmalar farklı gelişim aşamalarıyla karakterize edilen öngörülebilir bir model izlerler.

Bu bölümde literatürde farklı yaşam döngüsü aşamaları incelenecek ve firma yaşam döngüsünün belirleyicileri, firma yaşam döngüsünün finansa etkileri ile muhasebe ve yönetim açısından firma yaşam döngüsü değerlendirmesi yapılacaktır.

1.2.1. Firma Yaşam Döngüsü Aşamaları

Firmalar belli bir başlangıç ve bu başlangıcı takip eden belirli bir faaliyet zaman aralığına ihtiyaç duymaktadırlar. Ticari faaliyetlerin yürütüldüğü bu zaman dilimi/süreci firmanın yaşam döngüsü olarak algılanmaktadır. Bu süreç çeşitli zaman dilimleri olarak tanımlanmakta ve bu zamanın canlı veya cansız varlıkların ömrü şeklinde tanımlanmaktadır. İşletmelerin yaşam döngüsü insanların yaşam döngüsüne benzetilmektedir. Bu benzetme doğum, büyüme, olgunlaşma ve nihayetinde ölüm olarak evrelere ayrılmaktadır. Bu evreler çeşitli kriterler belirlenerek birbirinden ayırt edilmektedir. Literatürde bu konuyla ilgili birçok araştırma yapılmıştır. İşletmelerde evrelerin her biri işletmedeki çeşitli varlık kalemlerinden hareketle tespit edilmeye çalışılmaktadır. Varlıkların oluşumunu sağlayan kaynakların işletme yapısını ne şekilde etkilediği merak uyandıran bir olgudur ve araştırma konusu olmuştur.

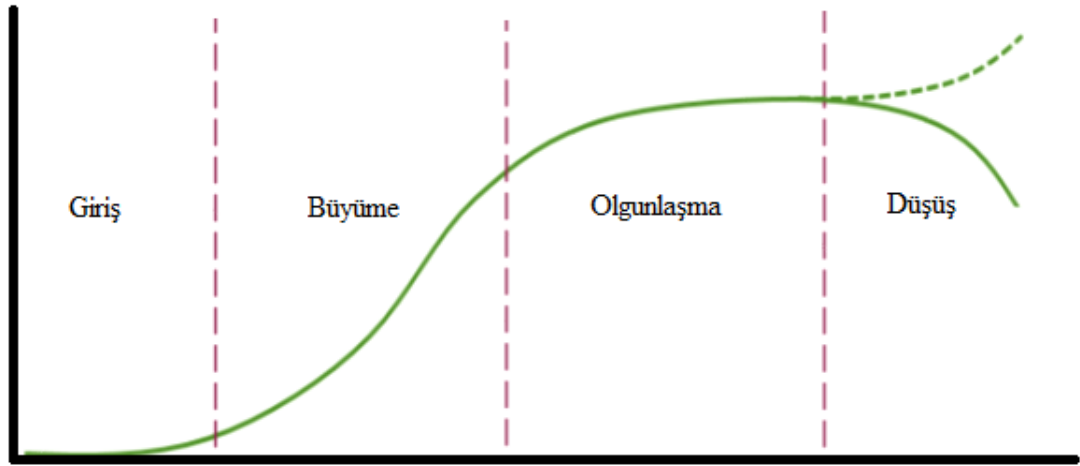
İşletmelerin ürün yaşam eğrisine benzer bir yol takip ettiği düşüncesiyle firma yaşam eğrisi oluşturulmaya ve firmanın her bir yaşam evresinin ne tür davranışları sergilediği üzerinde çalışmalar yapılmıştır. Esasen 1960'lı yıllarda pazarlama ve mikroekonomi alanında geliştirilen ürün yaşam eğrisinden hareketle işletme yaşam eğrisi çalışma konusu haline getirilmiş ve birçok çalışmaya konu teşkil etmiş, ancak ülkemizde bu konuda yeterince inceleme ve araştırma yapılmadığı, incelenen literatür çalışmasından ortaya çıkmaktadır. Bundan dolayıdır ki ülkemizde işletme yaşam eğrisi konusu henüz yeni sayılacak bir alan olduğu ve bu nedenle daha yeterince araştırma konusu yapılmadığı ve bu yüzden yeterince kaynak olabilecek literatür çalışmasının oluşmadığı düşünülmektedir. Son yıllardaki çalışmaların firma yaşam döngüsüne yönelmesi firmaların yaşam döngülerinin her bir evresindeki davranışları ve bu davranışların sonucunda firmaların nasıl önlem alması gerektiği fikrinin firmaya nasıl bir katkı sağlayacağı düşüncesiyle gelişme göstermektedir.

Firma yaşam döngüsü konusundaki farklı ve ilk çalışma olması bakımından dikkat çeken çalışmalardan biri Adizes'in (1979) çalışmasıdır. Bu çalışmada firma yaşam döngüsü on aşamadan oluşmaktadır. Bu aşamalar, Kuruluş, Bebeklik, Çocukluk, Ergenlik, Asal, Kararlı, Aristokrasi, Suçlama, Bürokrasi ve Ölüm. Adizes yaşam döngüsü aşamalarını on aşamaya ayırarak yazında en çok bölümlendiren kişi olarak bilinmektedir. Miller ve Friesen'e göre (1984) göre yaşam döngüsü teorisi beş aşamadan oluşmaktadır. Bu aşamalar, Doğum, Büyüme, Olgunluk, Canlanma ve Düşüştür. Bu aşamalar daha sonraki birçok çalışmada esas alınmış ve beş aşamalı ayırım benimsenmiştir. Mintzberg (1984) araştırmasında firma yaşam döngüsünün dört aşamadan oluştuğunu öne sürmüştür. Bu aşamalar, Oluşum, Gelişme, Olgunluk ve Düşüştür. Ancak Anthony ve Ramesh (1992) yaptıkları çalışmada firma yaşam döngüsü için üç aşamadan oluşan bir model önermişlerdir. Bu aşamalar, Büyüme, Olgunluk ve Durgunluktur. Dickinson'na göre (2011) firma yaşam döngüsü beş aşamadan oluşmaktadır. Bu aşamalar Giriş, Büyüme, Olgunluk, Durgunluk ve Düşüştür.

Sayı açısından çoğu ampirik çalışmada firma yaşam döngüsü üç aşamada ele alınmıştır. Örneğin, LaRocca vd. (2011) çalışmalarında Genç, Orta ve Yaşlı olarak firma yaşam döngüsünü sınıflandırmıştır. Ahsan vd. (2016) firma yaşam döngüsünü üç aşamalı olarak ele almıştır ve bu aşamaların Büyüme, Olgunlaşma ve Düşüşten oluştuğunu yaptıkları çalışmada göstermişlerdir. Ayrıca, Castro vd. (2016) yılında yaptıkları örnek çalışmada bu üçlü ayırımı esas almışlardır. Bu ayırımlar Giriş, Büyüme ve Olgunluk aşamalarıdır.

Yukarıda belirtildiği gibi yapılan çalışmalarda, firma yaşam döngüsünün evrelerini belirlerken her bir evrenin özellikleri ve firmanın temel bazı göstergeleri dikkate alınarak çeşitli yaklaşımlar ve teoriler geliştirilmiştir. Çalışmamızın ileri kısımlarında geliştirilen yöntemlerden bazıları özetlenecektir.

Firma yaşam döngüsü evrelerinin daha iyi anlaşılması için klasik firma yaşam döngüsünü grafik üzerinden göstermek yararlı olacaktır.



Şekil 1.5. Klasik firma yaşam döngüsü

Yaşam döngüsünün evreleri olarak; Giriş, Büyüme, Olgunlaşma ve Düşüş aşamaları genel olarak yukarıdaki şekilde gösterilmektedir. Özellikle olgunlaşma aşamasında artık yorgun veya planların gerçekleştiği hedeflerin tutturulduğu firmanın yaşlandığı aşama olarak algılanması, firma içi dinamiklerin hareket kabiliyetini kaybetmesi ve sonrasında firmanın artık düşüş trendine girmesi anlamına gelmektedir. Ancak, özellikle olgunlaşma aşamasında giriş/büyüme yıllarındaki hareketliliğin, heyecanın olmaması doğal olmakla birlikte, firmanın yeni bir strateji belirleyip yeni hedeflere odaklanması ve yeniden büyümede olduğu gibi girişimlerin, atakların, planlamaların, hedeflerin belirlenmesi de mümkündür. Bu durumu firmaya yeni/yenilenebilir bir strateji oluşturmak yönetim kademesinde arzulanan bir durumdur. Firma sahipleri ise genel olarak firmadan yeterli kar/beklentiye sağladıklarından bu görüşlere kapalı oldukları veya rağbet etmedikleri ve bu nedenle firmayı bir an önce kapatmak/devretmek gibi düşüncelere kapılabildikleri gözlemlenmektedir. Firma sahiplerinin bu düşüncesi firmayı düşüş aşamasına sürüklemekte ve firmanın yaşam döngüsünü bitirmesine sebebiyet vermektedir. Bu hiyerarşik düzen teorisinde olduğu gibi firma yöneticileri ile firma sahipleri arasında bir çatışmaya/çekişmeye sebebiyet verebilmektedir.

Firma yaşam döngüsünü dikkate alan firma sahipleri ve yöneticileri, firma için daha uzun bir yaşam döngüsüne sahip olmasına yardımcı olacak yeni/yenilenebilir bir takım planlamalara gitmesi mümkündür. Grafikten de anlaşıldığı gibi olgunluk evresi firmanın finansman açısından en verimli olduğu dönemdir. Bu dönemde faaliyetlerde ve yatırımlarda meydana gelen durgunluk yeni planlama ile aşılabilecek en uygun

dönemdir. Ancak, firma yönetiminin ve firma sahiplerinin firma yaşam döngüsünü iyi anlamaları ve bu konuda gerekli tedbirlerin doğru zamanda ve doğru bir şekilde alınması ile mümkün olacaktır. Firma yaşam döngüsü analizi firma için hayati önem taşıyabilmektedir. Bundan dolayı firmaların yaşam döngüsü araştırmalarına ve önerilerine önem vermesi, gerektiğinde firma ile ilgili gerekli analizlerin yapılması gerekmektedir. Aksi takdirde yerinde ve zamanında alınamayan kararlardan dolayı rekabet gücünün kaybedilmesine, pazar payının düşmesine, müşteri potansiyelinin kaybedilmesine neden olabilecek sonuçlarla karşılaşması söz konusu olacaktır. Bu konuda verilebilecek en ilginç örneklerden biri mobil telefon pazarında yaşanmıştır. Yakın geçmişte NOKIA dünya pazarında tepe noktada satış yapan ve pazarın büyük bir kısmına sahip iken, girdiği olgunluk döneminin rehabetine kapılmış ve teknolojik gelişmeleri yeterince takip edememenin sonucunda, rakipleri olan APPLE ve SAMSUNG firmalarının geliştirdiği mobil telefonların piyasada satılması ile pazar payını bu alanda kaybetmiştir. Daha da önemlisi sonradan birçok farklı ürün üretmeye ve yeniden pazarda söz sahibi olmaya çalışmasına rağmen bunu başaramamıştır. Bu örnek göstermektedir ki ürün yaşam döngüsü önemli olmakla birlikte, firma yaşam döngüsünün çok daha önemlidir. Ürünü değiştirmek veya yeni ürün üretmek firmayı değiştirmek veya yeni firma oluşturmaktan daha kolaydır. Firmanın yaşam evresini uzatmak firma sahiplerine, yöneticilerine, çalışanlarına ve toplumsal fayda açısından ilgililerine çok daha faydalı olacaktır.

1.2.1.1. Giriş Aşaması

Giriş aşamasında firmalar genellikle iki farklı şekilde algılanır. Birincisi firmanın işe başlama aşaması diğeri ise hisse senetlerinin borsaya kote edilmesi ve halka açılması şeklindedir. Giriş aşamasında işletmenin dönen ve duran varlıklarının az ve yeterli düzeyde olmadığı, faaliyetlerinin beklenen ölçülere ulaşmadığı aynı zamanda yeterince nakit akımına ve kazanca sahip olmadığı düşünülür (Black, 1998b).

Giriş aşamasındaki firmaların gelişmeye büyümeye ve kendini kanıtlamaya çalıştığı, pazar oluşturmada çeşitli yatırımlara, tanıtımlara ve daha fazla üretme çabasında olacağından diğer evrelerdeki işletmelerden daha riskli bir pozisyonda olacaktır. İşletme büyüklüğü dikkate alındığında aktif toplamaları, toplam satışları ve piyasa değerleri açısından diğer evrelerdeki işletmelere nazaran daha düşük bir değere sahiptirler. Giriş evresinde yeterli finans kaynağına sahip olmaması, işletmenin daha

çok yatırım için daha fazla kaynağa ihtiyaç duymasını ve bu kaynağı elde etmek için daha yüksek riskli kaynak elde etmesini gerekli kılmaktadır. Bu nedenle ister ilk kuruluş aşaması olsun isterse yeni piyasaya giriş aşaması olsun işletmeler için en riskli dönem olarak algılanır.

Black (1998a)'e göre karlılık değişkeni dikkate alındığında, giriş aşamasında olan firmaların net gelirleri, faaliyet ve varlık karlılıkları en düşük düzeydedir. Üstelik bu işletmelerin pay başına kazançlarında nispeten düşüktür. Firmalar genellikle giriş aşamasında üretim kaynaklarını yeni ürün geliştirmeye yönlendirirler. Dolayısıyla firmalar bu aşamada üretim faktörlerini en üst düzeyde kullanmak için çaba harcarken varlıklarının yeterli düzeyde olmadığından ipotek ederek veya teminat gösterilerek borçlanamamaktadırlar. Bu nedenle firmaların bu dönemde daha çok öz kaynak veya dış borç bulmaya yöneleceklerdir. Bu durumda öz kaynak ve borçlanma maliyetleri daha yüksek olmaktadır. Ancak giriş aşamasında varlıklara olan yatırımlar artacak dolayısıyla teminat değeri de yükselecek ve böylece firma riski ile sermaye maliyetleri azalacaktır (Aharony vd., 2006).

Giriş aşamasındaki firmaların net şimdiki değeri pozitif olan ve büyüme fırsatları taşıyan yatırım projelerine yöneleceklerdir. Firma değerinin belirlenmesinde genel olarak iki temel bileşenin olduğunu ve bunların varlıkların kullanım alanı ile büyüme fırsatları olduğunu ifade eden Mueller (1972) bu iki temel bileşenin yaşan döngüsünün çeşitli evrelerinde farklılık gösterdiğini, giriş aşamasında firma değerinin önemli bir kısmının büyüme fırsatları oluşturduğunu belirtmiştir. Giriş evresinde varlıklara olan ihtiyacın hali hazırda kullanımı ile gelecekte kullanımı arasında farklılığın olduğunu dolayısıyla varlık yatırımlarının buna göre yapılması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Giriş aşamasındaki firmaların işletme ve yatırım faaliyetlerinden dolayı yüksek oranda nakit çıkışlarına, aynı zamanda yüksek finansal faaliyetlerden nakit girişlerine maruz kalırlar. Çünkü işletmelerin giriş aşamasındaki yatırım ve faaliyetlerindeki büyümeye yönelik harcamaları aynı zamanda ciddi bir oranda finansal ihtiyacı doğurmaktadır. Bu finansal ihtiyaçların çoğu zaman dış kaynaklı kredilerle finanse edildiği görülmektedir (Spence, 1979; Jovanovic, 1982; Jensen, 1986). İşletmelerin yeni bir ürünü geliştirmek, tanıtmak ve pazarlamak için yoğun bir yatırım projesine yönelmesini gerekli hale getirmektedir (Spence, 1977). İşletme varlıklarına yatırım, giriş aşamasında firmaların işletme sermayesi tahakkuklarını

önemli ölçüde artırır (Liu, 2006). İşletme nakit çıkışları ile birlikte, işletme sermayesine yapılan yoğun yatırım, giriş aşamasında nakit satışlardaki değişim katsayısını daha çok artırır. Ayrıca, bu aşamadaki firmalar yavaş yavaş sabit varlık biriktirirler, ancak defter değeri ve amortisman giderleri büyüme ve olgunlaşma aşamasındaki tutarlara göre daha küçük kalmaktadır (Dickinson, 2011). Selling ve Stickney (1989) bu konuda yaptıkları çalışmada teknoloji firmalarındaki giriş aşamasını araştırma ve geliştirmeye yönelmesi ve bu dönmedeki kullanılan varlıkların daha sonra ürünün üretimine, satışına ve pazarlamasına yönelik varlıklara dönüştürüldüğünü gözlemlemişlerdir.

Giriş evresindeki firmaların likidite açısından en düşük düzeyde olduğunu söylemek mümkündür. Nakit akışlarını sağlayacak birimlerin azlığı, karlılığın düşük olması ve finansman ihtiyacının yüksek olması nedeniyle cari ve asit test oranlarının en düşük düzeyde gerçekleşecektir. Aslında giriş evresi işletmenin en riskli ve belirsizliğin en yüksek olduğu dönemdir. Bu nedenledir ki iyi araştırılmayan yatırım analizlerinin, yatırım değeri tespitlerinin, plan ve projelerin iyi tespitinin yapılamadığı ve/veya doğru ve zamanında alınmayan kararların sonucunda birçok firmanın bu aşamayı geçemediği ya da bu aşamanın gerektiğinden uzun sürdüğü gözlemlenir. Bu evrede işletme risk ve belirsizlik faktörlerinin yüksek olması borçlanma maliyetlerini yükseltmekte ve daha çok uzun vadeli borçlanmaya yönlendirmektedir. Böylece işletmenin belirsizlikle ilişkili olarak, hisse senetlerinin getirileri düşük düzeyde kalacak, dolayısıyla muhasebe verileri ile değer ilişkisi düşük düzeyde seyredecektir (Anthony ve Ramesh, 1992). Aynı zamanda bu evrenin en belirgin özelliklerinden biride temettü beklentisinin en düşük düzeyde olmasıdır. Yatırımcılar giriş aşamasında daha çok yatırım değerlerinin yükselmesini arzu ettiklerinden, yatırım değeri pozitif projelere odaklandıklarından temettü beklentileri en düşük düzeydedir.

1.2.1.2.Büyüme Aşaması

Büyüme aşaması, işletmelerin zor ve zahmetli olan giriş aşamasındaki engelleri atlatıp, faaliyetlerini, kazançlarını, nakit akışlarını arttırdığı bir evreye geçmesidir. Bu aşamada işletmenin nakit akışlarının düzene girdiği, işletme varlıklarının verimli kullanılmaya başladığı ve beklenen yatırım verimliliğinin gerçekleşmeye başladığı gözlemlenir. Ancak büyüme evresinde işletmenin büyümenin getirdiği daha fazla üretim ve daha fazla satış baskısı finansman ihtiyacını daha da arttıracaktır. Her ne

kadar belirsizlik ve risk faktörü azalsa da borçlanma maliyetleri hala yüksektir. Firma yöneticilerinin büyüme fırsatlarını daha çok değerlendirebilmek için elde edilen karları etkin bir şekilde kullanmak için pozitif değerli yatırımlara yöneleceklerdir. Bu nedenle elde edilen karların temettü dağıtımından çok işletmede öz kaynak kullanımı olarak finansman ihtiyaçlarına yönlendireceklerdir. Dolayısıyla bu aşamada da temettü dağıtımı ya olmayacak ya da en düşük düzeyde tutulacaktır (Black 1998b).

Büyüme aşamasındaki firmalar, işletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit girişleri dışında, giriş yapan diğer firmalara benzer bir nakit akışı modellerine sahiptir (Spence, 1977; 1979; Dickinson, 2011). Bu aşamada aşırı yoğun bir rekabet yaşanmaktadır. İşletmenin bu aşırı yoğun rekabetle başa çıkmak için stok kapasitesini artırma ve ürünlerini kredili satma eğilimindedir. Bu durum işletme sermayesi tahakkuklarında (örneğin envanter ve alacak hesaplarında) artışa neden olacaktır (Dechow vd., 1998; Bushman vd., 2012; Liu, 2006). Büyüme aşamasındaki firmaların satış büyümesiyle ilgili işletme sermayesi tahakkuklarında artış yaşasa da, yüksek işletme nakit girişleri, büyüme aşamasında nakit satışlarındaki değişim katsayısının diğer aşamalara göre daha küçük kalmasına neden olabilir. İşletme faaliyetleri sonucunda oluşturulan ve işletme dışı kreditorleri tarafından finanse edilen nakit girişlerini kullanan bu büyüyen firmalar, artan müşteri taleplerini karşılamak için üretim kapasitesini (örneğin, maddi duran varlıklarını) daha da arttırmaya yönelecektir. Dickinson (2011), maddi duran varlıkların (toplam varlıkların ana bileşeni olarak) ve buna karşılık gelen amortisman giderlerinin bu aşamada maksimize edildiğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla, maddi duran varlık katsayısının mutlak değerinin de büyüme aşamasında maksimize edilmesi beklenmektedir.

Firmaların büyüme aşamasında varlıkların kullanımı firma değerine oranı daha yüksektir. Bu aşamada firmaların net gelirleri ve faaliyetlerden kaynaklanan gelirlerinde artış olacağından nakit akışı artmaktadır. Ancak, firma değerinin tespitinde büyüme fırsatları önemli rol oynamasına rağmen firmanın temel sorunu olan finansman ihtiyacı devam etmektedir (Blcak, 1988b). Firma yaşam eğrisi evresinin ilk yıllarında nakit akış problemlerinin çoğu firma açısından aşılammaması ciddi olumsuzlukların yanında iflas ile sonuçlanabilmektedir. Firmaların bu evrede bir taraftan nakit akışları diğer taraftan büyüme fırsatlarını dikkate alarak işletmenin yaşamını devam ettirip ettirmeyeceği konusunda daha açık bilgi sahibi olunacaktır.

Black (1988a)'e göre bu evrede işletmenin karar vermesini sağlayan temel göstergelerde nakit girişlerinin önemi çok yüksektir. Finansal faaliyetlerden sağlanan nakit akışları işletmenin büyüme açısından ihtiyaç duyduğu fonlar açısından, yatırımlardan sağlanan nakit akışları işletmenin büyüme fırsatlarını gerçekleştirmesi açısından maddi duran varlıklara yapılan yatırımlar açısından ve son olarak faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarının büyüme fırsatlarında kullanılan finansmanın iç kaynaklardan veya dış kaynaklardan elde edilip edilmeyeceğini ortaya koymaktadır. Bu nakit akışlarının işletme açısından büyüme aşamasının nasıl bir ivme kazandığını göstermesi açısından verilen kararlarda önemli rol oynamaktadır.

Büyüme aşamasında göreceli olarak daha genç görünen işletmelerin yeni ürün ve teknolojiye sahip olmaları bakımından satışlardaki büyüme hızında yükselişlerin olacağı ve büyüme fırsatlarının daha yüksek olacağı düşünülür. Dolayısıyla büyümenin getireceği duran varlık yatırımları yüksek olacağından sermaye harcamaları kalemlerinde buna paralel olarak artacağı beklenir. Büyüme aşamasında firmaların yüksek finansman ihtiyaçları başlangıç aşamasındaki firmalar gibi temettü dağıtımını geciktirebilir veya temettü dağıtımını askıya alabilir. Firmaların faaliyetlerini sürdürebilmesi açısından aynı zamanda yüksek duran varlık yatırımları sebebiyle nakit ihtiyaçlarından dolayı temettü ödemelerini geciktirmesi beklenir bir sonuçtur. İşletmenin net bugünkü değeri yüksek projelere yönelmesi temettü ödemelerinde ertelemeyi gerektiren diğer bir sebep olarak gösterilebilir. Bu evrenin işletme açısından satış büyüme hızının en yüksek olduğu, sermaye harcamalarının buna paralel olarak en yüksek değere ulaştığı, ancak, firma yaşının en genç ve temettü ödemesinin en az olduğu evre olarak ve işletmelerin bu özellikleri taşıması durumunda büyüme evresinin içinde olduğunu söylemek mümkün olabilmektedir.

1.2.1.3. Olgunluk Aşaması

Olgunluk aşamasındaki firma başlangıç ve büyüme evresine göre daha çok operasyonel bilgiye sahip olduğundan işletme verimliliği yüksektir ve bu da işletme faaliyetlerinden nakit girişlerini artırmaktadır. Bu aşamada firma değerleri açısından bakıldığında varlıkların kullanım alanı genişlemiş ve büyüme fırsatlarından daha üstün hale gelmiştir. Bir bakıma işletmenin büyüklüğü ve operasyonel gücü en yüksek düzeydeyken yüzdesel olarak büyüme oranının düşük olduğu gözlemlenir. Bu aşamada işletmenin nakit ihtiyaçlarını iç kaynaklardan karşıladığı, varlıklarının

kullanım alanını büyüme fırsatlarına tercih ettiği ve daha çok genişleme stratejisi geliştirdiği söylenebilir. Büyüme fırsatları bu evrede de yer almakla birlikte varlıkların verimliliğine daha çok önem verilmektedir.

Olgunluk aşamasındaki firmalar üretimde kullanılan varlıkların etkin bir şekilde kullanımından elde edilen kazanç ve faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışları önceki evrelere göre daha yüksektir. Ancak olgun firmaların varlıklarında meydana gelen eskime ve yıpranmadan dolayı yatırım ve finansman faaliyetlerinden nakit çıkışlarına maruz kalırlar (Jovanovic, 1982; Jensen, 1986). Firma amortisman fonlarının bu nakit çıkışlarını karşılayacak düzeyde olması finansal açıdan çok ciddi bir sorun olmaktan çıkarmaktadır. Firmalar, bu aşamada daha çok yatırım yapmak yerine pazar paylarını ve mevcut karlılıklarını korumaya odaklanması, artan rekabet koşullarına ayak uydurma çabası karlı yatırım projelerini azaltmasına sebebiyet verir. Bu nedenle firmalar iş stratejilerini, üretim süreçlerini iyileştirmeyi ve üretim maliyetlerini en aza indirmeyi amaçlar (Spence, 1981; Wernerfelt, 1985). Bununla birlikte, olgun firmalar yüksek düzeyde nakit girişleri üretirken kısa vadeli işletme varlıklarına yatırımı en aza indirmektedirler ve dolayısıyla daha düşük işletme sermayesi tahakkuklarına sahip oldukları karakterize edilmektedir (Fairfield vd., 2003; Liu, 2006). Bu nedenle, peşin satışlardaki değişim katsayısı, olgunluk aşamasında diğer aşamalara nazaran nispeten daha küçük olabilmektedir. Ayrıca, olgun firmaların duran varlık yatırımlarını azalttığı için amortisman giderlerinin kademeli olarak azaldığı ve duran varlık üzerindeki katsayının mutlak değeri diğer yaşam döngüsü evrelerine göre ve özellikle de büyüme aşamasına göre düşebilir.

Olgunluk aşamasındaki firmaların yöneticileri elde edilen karların tekrar yatırıma yönlendirme eğiliminde olsalar da bunun firma hissedarlarının çıkarlarına aykırı olduğundan genellikle kabul görmemektedir. Çünkü uzun bir süre kar beklentisi içinde olan ortakların artık yatırdıkları sermayenin karşılığını bulma beklentisi en yüksek düzeye ulaşmıştır. Dolayısıyla, ortakların bu aşamada kendilerine kar payı dağıtımını yapabilen yöneticileri tercih etmeleri olası bir durumdur. Buna rağmen yöneticilerin kendi refah düzeylerini yükseltmek amacıyla ortakların beklentilerinin aksine, firmanın sahip olduğu kaynakları ve borçlanarak elde edilen fonları firmanın genişlemesi için kullanabilirler. Grabowski ve Mueller (1975) ile Mueller (1972)

yaptıkları çalışmalarında yöneticilerin az bir getiri sağlasa da olgunluk evresinde yeni yatırımlara yöneldiklerini tespit etmişlerdir.

Yatırımcılar olgunluk evresindeki firmaları, yöneticileri ve firmanın aldığı kararları daha çok izlemektedir. Firmaların pazar payları genel olarak şekillenmiş ürün ve hizmetlere sahip olduğu için rekabetin en şiddetli yaşandığı evre olgunluk evresidir. Satış büyüme hızının durgunluk gösterdiği, pazar payının çok fazla değişmediği, rekabetin şiddetlendiği bu aşamada yeni yatırımlarda son derece kısıtlıdır. Firmaların bu evrede üretimde atıl kapasiteyle çalışması ürün hattında değişime veya yeni yatırım alanlarıyla genişleme politikaları pek rağbet görmemektedir. Bunun nedeni genellikle geçmişteki yatırımlardan yüksek oranda likidite sağlandığından temettü dağıtım oranlarında oluşan artıştır. Dolayısıyla pay sahiplerinin bu temettü oranlarından memnun olması nedeniyle karlılığın olumsuz etkileneceği öngörüsüyle yeni yatırım ve harcama düşüncesi pek dikkate alınmamaktadır. Bu evrenin sermaye harcamaları da diğer evrelere göre daha düşük olduğu söylenebilir.

1.2.1.4.Durgunluk Aşaması

Durgunluk aşamasında firmaların atıl kapasite ile çalışması artacak, yeni ürün ve yeni pazarlar bulmada sorunlarla karşılaşacaktır. Yeni yatırımların olgunluk aşamasında durması ve özellikle olgunluk aşamasında ortakların elde ettikleri karların olumsuz etkileneceği endişesiyle ürünlerde ve yatırımlarda cesur davranmamaları firmayı durgunluk aşamasına girmeye iter. Bu aşamada üretici sayısı azalmaya başlar (Gort ve Klepper, 1982). Dickinson (2011)'a göre, tasfiye edilen firmalar için nakit akışları konusunda sessiz kalındığından, nakit akışı modelleri teorik olarak tanımlanan diğer aşamalardan birine girmiyorsa, firmalar varsayılan olarak tasfiye edilen firmalar şeklinde sınıflandırılır. Ayrıca azalan karlılıkla karşı karşıya kalan firmalar, faaliyetlerini canlandırmak için ya yeni yatırımlara yönelecek, ya da firmayı küçültmeye başlayacaktır. Bu nedenle, peşin satışlardaki ve duran varlıklardaki değişim üzerindeki katsayıların büyüklükleri, tasfiye aşamasında ne nakit akışlarından ne de yatırım modellerinden belirlenemez.

Durgunluk aşamasında, firmanın faaliyet gösterdiği sektörün yenilenmesine ve ekonomik değişmelerin getirdiği şartlara göre yeniden yapılanmaya gitmesi durumunda durgunluğu yeniden büyümeye yönlendirebilecektir. Yatırım fırsatlarının

kısıtlı olduğu bu evrede işletme yöneticilerinin bu fırsatları değerlendirme isteklerinde ısrarlı olmaları pay sahiplerinin yatırım yapma onayını sağlamaları halinde risklide olsa işletmenin yeniden bir ivme kazanmasını sağlayabilir. Aksi takdirde firmanın hızla düşüş aşamasına girmesi kaçınılmaz olacaktır. Ancak firmanın faaliyet alanının bu değişim ve gelişime uygun olması gerekmektedir. Teknolojik firmaların ürettiğı ürünlerin özellikleri gereğı durgunluk aşamasına girmesi halinde değişim ve gelişmelere daha çabuk dönüşüm sağlayabilmesi, bu firmaların ürün ve üretim hattında değişime giderek faaliyetlerini sürdürmeye ve büyümeye başlaması mümkün olmaktadır. Bazı ürünlerin değişiminde ekonomik fayda sağlanamaması söz konusu olduğundan genellikle bu ürüne bağımlı olan firmaların tasfiye edilmesi ve yeniden farklı bir alanla faaliyet göstermesi öngörülmektedir.

1.2.1.5. Düşüş Aşaması

Son olarak düşüş aşamasındaki firmalar, azalan büyüme oranları ve varlıkların tasfiyesi nedeniyle işletme faaliyetlerinden nakit çıkışları ve yatırım faaliyetlerinden nakit girişleri yaşarlar (Wernerfelt, 1985). Ayrıca, bu firmalar, borçlarının geri ödenmesine veya yeniden yapılandırılmasına bağılı olarak finansman faaliyetlerinden pozitif veya negatif nakit akışlarına sahip olabilirler. İşletme sermayesine yapılan düşük yatırıma rağmen, düşüş yaşayan firmalar için, işletme nakit çıkışları, peşin satışlardaki değişim katsayısı, işletme nakit girişlerinin olduğu diğer aşamalara göre daha yüksektir. Düşüş aşamasındaki işletmelerde negatif nakit akışları ve düşük karlılık ile başa çıkmanın en kolay yolu tasfiye edilmesidir. Aslında, düşüş aşamasında varlıkların kullanım alanı hala büyük ölçüde firma değerini oluşturmaktadır. Bu nedenle varlıkların faaliyetlerinden kaynaklanan gelecek nakit akışları büyük öneme sahiptir. Diğer taraftan büyüme fırsatlarının artık çok sınırlı olduğu düşüş aşamasında, bir taraftan rekabet koşullarının son derece yüksek olduğu diğer taraftan pazar payının düşmekte olması, aynı zamanda genişleme stratejisinin daha az kar potansiyeli sunuyor olması işletme için ciddi sorunlar oluşturmaktadır. Ancak, düşüş aşamasına geçen firmaların illa ki iflas etmesi veya başarısız olması gibi bir sonuca varacağı düşünülmemelidir. Şayet firmalar yeni ürün hatlarına yatırım yapmaları, yeni teknolojilerin transferi ile üretim, hizmet anlayışlarında değişime giderlerse, tekrar büyüme veya olgunluk aşamasına geçerek daha uzun yıllar boyunca varlıklarını sürdürebilirler. Düşüş aşamasına girmiş firmaların genel olarak iflas veya tasfiyesi

beklentisi yöneticileri, kreditorleri ve nihayetinde ortakları olumsuz etkileyecektir. Bu etkileşim firmanın daha yüksek maliyetlere katlanarak borçlanması veya büyüme fırsatları sağlayan projelere yönelmesi düşük bir ihtimal olarak algılanmaktadır.

Firma, yaşam eğrisinde düşüşe geçtiğini belirleyen çeşitli göstergeler söz konusudur. Firmaların kazançlarında oynaklık ve sürdürülebilirliği düşüş göstermektedir. Negatif nakit akışlarının, nakit akış değişkenlerinin daha anlamlı ifade edilmesini sağlamaktadır. Faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarının firmanın acil ödemelerinde ve yaşamını sürdürebilirliğinde iç kaynaklarına olan bağımlılığı artmış olacaktır. Yatırımlardan olan nakit akışları, beklenen tasfiye durumunda varlıkların tasfiye değerinin belirlenmesi ve sermaye harcamalarının durumunu ortaya koyması açısından anlamlı olacaktır. Finansal faaliyetlerden nakit akışları, firmanın sermaye yapısı hakkında bilgi sağlamaktadır (Güleç, 2017:25). Düşüş aşamasındaki firmaların borçlanabilme, borcun geri ödenebilmesi ya da sermaye artırımına giderek kaynak girişi sağlaması açısından finansal nakit akışları hayati rol üstlenmektedir (Black, 1998b). Düşüş evresinde firmaların satışlarında ciddi düşüşlerin olduğu ve kazanç ve temettü dağıtımı bu durumdan etkilenir (Francis vd., 1994). Bu evrede en belirgin özelliklerin, satışların düşmesi ve buna bağlı olarak kazançların düşmesi, üretim kapasitesinin etkinliğinin azalması ve atıl çalışmanın artması, ödemelerin aksaması şeklinde sıralanması mümkündür.

Düşüş evresinde olası bir tasfiye durumunun olması, varlıkların satışında yüksek değerli beklentilerin olduğu, hissedarların bu varlıklardan nakit girişlerinin yüksek olmasını arzuladıkları beklenmektedir. Ancak işletmenin tasfiyesi durumunda yöneticilerin işlerini kaybetme riskiyle karşı karşıya kalacakları korkusu, vekâlet (temsilcilik) teorisinden de bilindiği gibi yöneticilerin riskli ve yeni projelere yatırım yapma düşüncesini doğurabilir. Bu yüksek riskli yatırımların gerçekleşmesi için genellikle dış kaynaklı ve yüksek maliyetli borçlanma tercih edilebilmektedir. Yöneticilerin bu düşüncesine sebebiyet veren bir diğer unsur ise, işletmenin büyüme evresine göre daha az riskli olmasıdır. Çünkü düşüş evresinde işletmenin büyüme evresine göre elinde daha çok teminat gösterebileceği varlığı vardır ve bu işletme için büyük bir dayanaktır. Her şeye rağmen olası bir tasfiyenin olabileceği göz ardı edilmemelidir. Tasfiye faaliyetleri, önemli muhasebe işlemlerini içermektedir. Tasfiye durumuna gelen firmaların varlıklarını olduğundan daha fazla ve yükümlülüklerini ise

olduğundan daha az gösterme eğiliminde olması olasıdır ve bunu önlemek için defter değerlerini tasfiye değerini yansıtacak şekilde ayarlarlar (Dechow ve Ge, 2006). Bu nedenle, bu aşamada az miktarda sabit kıymet ve amortisman gideri beklenir ve düşüş aşamasında duran varlık katsayısının mutlak değerinin diğer aşamalardakinden daha küçük olması muhtemeldir (Francis vd., 1996; Liu, 2006; Dickinson, 2011). Anthony ve Ramesh (1992)'e göre düşüş aşamasında firmalar genel olarak yeni projelere ve duran varlıklara yatırım yapmak yerine, likiditelerini devam ettirmek ve temettü dağıtımını sağlamak şeklinde politikalar izlerler. Bu son aşamada firmaların yaşlarının en büyük, satış büyüme hızı ve sermaye harcamaları en düşük düzeyde olduğu, ancak temettü ödemesinin en yüksek olduğu firmalar düşüş döneminde yer almaktadır

1.2.2. Firma Yaşam Döngüsü Ölçmede Kullanılan Modeller

Firma yaşam döngüsü, ürün yaşam döngüsünden türetilerek oluşturulan ve 1970'lerden itibaren muhasebe ve finans literatüründe kullanılan bir teodir. Bu teori işletmelerin değerlendirilmesinde önemli bir rol oynamakta ve bu nedenle birçok çalışmaya ve analize konu olmaktadır. Ürün yaşam eğrisinden farklı özelliğı çok çeşitli sınıflandırma prosedürünün olmasıdır. Literatürde birçok farklı sınıflandırma yönteminden faydalanılarak firma yaşam eğrisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Geliştirilen yöntemlerin önemli bir kısmında satışların büyüme hızı ve firma yaşı değişkenleri kabul görmektedir. Bununla birlikte nakit akış tablosu değişkenleri, dağıtılmamış kar oranı gibi farklı değişkenlerin kullanıldığını görmek mümkündür. Çalışmanın bu kısmında firma yaşam döngüsünü ölçmekte kullanılan modeller hakkında bilgi verilmiştir.

1.2.2.1. Adizes (1979) Modeli

Adizes (1979)'in çalışması örgütsel anlamda yaşam döngüsünü ele alan ilk çalışmalardan biri sayılır. Çalışmanın en temel özelliğı firma yaşam döngüsünü sorunların teşhisi ve tedavisi şeklinde ifade edilmesidir. Bu çalışma daha çok örgütsel davranışları ve bu davranışların sergilendiğı durumları yaşam döngüsünün evreleri şeklinde ifade ederek, firmanın bulunduğu evrede sergilediğı davranışların teşhisi ve buna karşılık örgütsel devamlılığın sağlanması için gerekli tedavi yöntemleri önermektedir. Adizes yaşam döngüsü evrelerini en yüksek sayıda ifade etmiştir. Yaşam döngüsü evrelerini on evrede incelemiş ve her bir evrenin kendine özgü

davranış şekillerini sembolize eden bir formül geliştirmiştir. Adizes'in kendi ifadesi ile "Örgütsel davranış, PAEI modeli kullanılarak ifade edilebilir. Örgüt, yaşamının bir aşamasından diğerine geçerken, farklı roller vurgulanır ve sonuçta ortaya çıkan farklı rol kombinasyonları farklı örgütsel davranışlar üretir" şeklinde özetlediği çalışmasında kullandığı PAEI formülasyonu on evrenin her biri için farklı anlamlarla örgütün bulunduğu evrenin tespitine çalışmıştır. Örgütsel yönetimin ön plana çıktığı bu model, yönetim şekli ve yönetimde alınacak kararlar noktasında bir uyarı ve çeşitli önermelerden oluşmaktadır. Adzes (1979)'e göre örgütsel yaşam döngüsünün on aşaması şöyle sıralanmıştır.

1- Kuruluş aşaması (paEi); bu aşamada girişimci (E) rolünün önemi vurgulanmaktadır. İlk kuruluşun heyecanı, istek ve arzunun yüksek motivasyonu ve ne yapabiliriz? hayalinin kurulduğu evredir.

2- Bebek Organizasyonu (Paei); kuruluşun doğduğunun veya doğacağını bir işareti olarak örgütün ödenmesi gereken masrafların farkına vardığı ve riskin öneminin arttığı evredir. Bu evre firma yönetiminin alacağı kararlarda çok dikkatli olması gerektiği vurgulanmakta ve alınan kararların firma için ölümcül sonuçlar doğuracağı belirtilmektedir.

3- Hareket Etme aşaması (PaEi); bebek organizasyonun özelliklerinin yanında bir vizyona ve yüksek bir iştaha sahip olunan evredir. Hızlı hareket etme, sezgisel kararlar alma, her fırsatı değerlendirme düşüncesinde olan örgütün en büyük endişesinin sermayesinin tükenebileceği ve büyük bir gerilimin yaşanabileceğidir.

4- Ergen aşaması (pAEi); idari rolün (A) arttığı, üretimin, girişimciliğin etkin bir yapıya büründüğü dönemdir. Bu dönemde yüksek miktardaki finansal ödeme ve yükümlülüklerin artması yönetimin buna karşı çıkması gibi sorunlar yaşanabilir. Yönetim "nedeni" analiz etmek için zaman pahasına "nasılı" planlamak zorundadır. Bu evre aynı zamanda erken yaşlanmaya da sebebiyet verebilir. Alınacak kararlar, büyüme, sonuç üretme, sağlamlaştırma-düzenleme ve zaman ayırma gibi önemli konularda doğru bir şekilde alınırsa sağlıklı bir ergenlik dönemi oluşmaktadır.

5- Birincil Organizasyon aşaması (PAEi); örgütün güvenli bir şekilde ergenlik dönemini atlatmış ve örgütsel yaşam döngüsünde Prime aşamasına girmiştir. Verimlilik için planlama, farkındalık, satışlarda ve büyüme oranlarında artış göstermiş artık performanstan bahsedilen aşamadır. Girişimcilik azalmış bütünleştirici rol

artmıştır. Bununla birlikte aciliyet duygusu, büyüme ve değişme arzusu azalmaya başlamıştır.

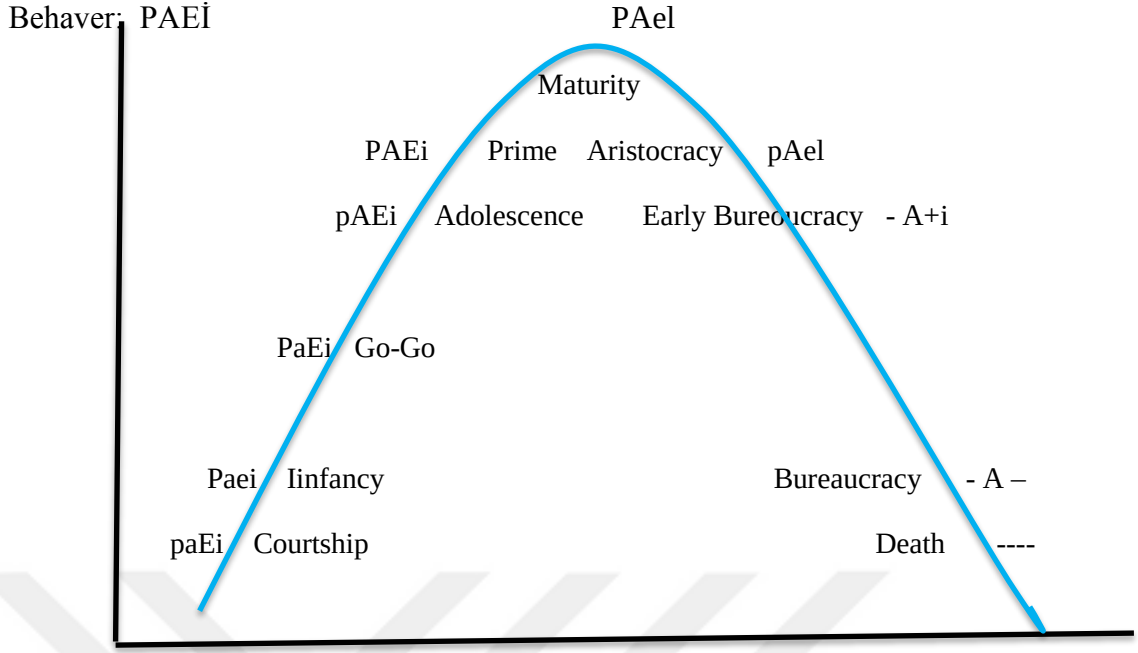
6- Olgun Organizasyon aşaması (PAeI); bu aşamada örgüt sonuç yönelimi ve kurumsallaşmış sistemin olduğu dönemdir. Rakiplerle mücadeleden çok içsel bir durulanmaya doğru yönelim olmakta, yeni fikirler heyecan, eleştiri ve coşkudan uzaklaşmaktadır. Aynı zamanda AR-GE ve pazarlama harcamaları azalmaktadır. Böylece değişim ve uyum için ayrılan bütçeler azalmaktadır.

7- Aristokratik Örgüt aşaması (pAeI); bu aşamanın en belirgin özelliği, örgütün ne yaptığı ve neden yaptığı önemini yitirirken nasıl yaptığı ön plana çıkmaktadır. Dolayısıyla yöneticilerin daha çok rahatına baktığı, geniş mekân ve konforu aradığı döneme girmiş demektir. Yöneticilerin endişesi rekabet ve örgütün geleceği hakkındaki korkulardır. Endişelerinden dolayı gerçekleri dile getirmekten çekinirler ve yerlerinden olmak istemezler. Dolayısıyla toplantılarda daha çok ipuçları, imalar ve örtülü öneriler oluşan karmaşık bir yapıya bürünürler. Pazarların, gelirlerin ve piyasa hâkimiyetlerini kaybettikleri önemli bir aşamadır.

8- Erken Bürokrasi aşaması (-A-i); bu aşama örgüt içi hesaplaşmaların olduğu, kaybedilen pazarların, gelirlerin ve piyasa etkinliğinin sebepleri ve buna neden olan yöneticileri birbirine karşı suçlayıcı tavırlara sürüklemektedir. Bu aşamada kişisel çıkarlar ön plana çıkmakta sonuçtan sorumlu kurbanlar aranmaktadır. Dolayısıyla bu karmaşada performans düşmekte ve örgüt sona doğru sürüklenmektedir.

9- Bürokrasi aşaması (-A--); bu aşamada örgüt içi sürtüşmeler bitmiş ve çoğu zaman örgüte faydalı kişiler saf dışı bırakılmıştır. Dolayısıyla bir rahatlama söz konusu olmuştur. Bu aşamada yöneticiler birbirleriyle çok iyi anlaşanlar tarafından oluşturulan bir yönetim organizasyonu kurmuşlardır. Ancak bu çok iyi anlaşmaya rağmen artık örgüt için hiçbir şey yapılmamaktadır. Sonuç odaklılık ve değişim söz konusu değil ve sadece ekip çalışmasına dayalı bir sistem haline gelmiştir. Sinir sistemi iflas eden bir yapıya dönüşmüş ve bundan dolayı dış dünyaya kapalı hale gelmiştir.

10- Ölüm aşaması (----); ölüm meydana geldiğinde sonuç (P), idari (A), girişimci (E) veya insan (I) yönelimi yoktur ve örgüt hareket etmeyi bırakarak feshedilir.



Şekil 1.6. Adizes'in örgütsel yaşam döngüsü

1.2.2.2. Anthony ve Ramesh (1992) Modeli

Anthony ve Ramesh (1992) tarafından geliştirilen model firma yaşam döngüsü ölçümü ile ilgili ilk çalışmalardan biridir. Bu modelde, yaşam eğrisini evrelerine göre, tek ve çok değişkenli olarak sıralama prosedürleri oluşturulmuştur. Bu sınıflandırmada sermaye harcamaları dâhil edilmemiştir. Çalışmanın en önemli varsayımı, literatürde yer alan pazarlamadaki ürün yaşam eğrisi çıkış noktasından hareketle firma verilerinin birbirinden bağımsız değerlendirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Anthony ve Ramesh (1992) çalışmalarında firma yaşam eğrisi belirleyicileri olarak dört değişkenden yararlanılmıştır. Bu değişkenler; satışlardaki büyüme (SGD), sermaye harcaması (CEX), yıllık temettü ödeme oranı (DP) ve firma yaşı (AGE)'dir. Firma yaşını firmanın kuruluş yılı olarak ele almıştır. Ayrıca komposit toplam skor oluşturmada kendine has bir 3'lü skor sistemi geliştirmiştir. Bu sisteme göre minimum 3 maksimum 9 puan arası bir puanlama yapmış ve firmaların alacağı puana göre hangi evrede olduklarını tespit etmeye çalışmıştır. Aynı zamanda firma yaşam evrelerini 3 temel evre olarak kabul eden Anthony ve Ramesh (1992) puanlama yaparken iki ara evrede kullanmıştır. Bu evreler Büyüme-Olgunluk ve Olgunluk-Düşüş evreleridir. Buna göre; firmanın aldığı komposit toplam skorları 3-4 puan olan firmaları Büyüme

evresinde, 5 puan olan firmaları Büyüme-Olgunluk evresinde, 6 puan olan firmalar Olgunluk evresinde, 7 puan olan firmaları Olgunluk-Düşüş evresinde ve 8-9 puan olan firmaları ise Düşüş evresinde göstermiştir.

Tablo 1.1. Anthony ve Ramesh (1992) Modeli

YAŞAM EĞRİSİ EVRELERİ	YAŞAM EĞRİSİ BELİRLEYİCİLERİ			
	Satış Büyüme Hızı	Sermaye Harcamaları	Temettü	Firma Yaşı
Büyüme	Yüksek	Yüksek	Düşük	Genç
Olgunluk	Orta	Orta	Orta	Olgun
Düşüş	Düşük	Düşük	Yüksek	Yaşlı

Tablodan da görüleceği üzere bu modelde yaşam eğrisi evreleri büyüme, olgunluk ve düşüş olarak üç evreye ayrılmıştır. Tablo incelendiğinde büyüme evresinde bulunan firmaların satış büyüme hızı ve sermaye harcamaları düzeyi yüksek iken, temettü ödeme oranı düşüktür. Olgunluk evresinde bulunan işletmelerde satış büyüme, sermaye harcamaları ve temettü ödeme oranları orta düzeydedir. Düşüş evresinde bulunan firmalarda ise satış büyüme hızı ve sermaye harcamaları düzeyi düşük iken temettü ödeme oranları yüksektir.

Anthony ve Ramesh (1992) çalışmalarında DP, SGD ve CEX değişkenlerini hesaplarken geçmiş 5 yıllık medyan değerini kullanmak suretiyle t yılına ait değerler hesaplanmaktadır. Bu hesaplamadan MDP, MSGR ve MCEX değişkenlerine göre sınıflandırmalar gerçekleştirilmektedir. Bu modele göre firma yaşam döngüsünün hesaplanabilmesi için firmanın geçmiş en az 6 yıllık verilere sahip olması gerekmektedir. Yazarlara firma yaşam döngüsü evrelerinin tespitinde firma yaşı değişkeninde önemli olduğu vurgulanmıştır. Anthony ve Ramesh (1992) modeline göre yukarıda gösterilen formüller ile yaşam eğrisi belirleyicileri hesaplandıktan sonra skor atamaları aşamasına geçilmektedir.

Bu aşamada her bir değişken için medyan değerleri kullanılarak aşağıdaki tabloda gösterilen skorlara göre yaşam evreleri belirlenmektedir.

Tablo 1.2. Anthony ve Ramesh (1992) Modeli (Skorlar)

YAŞAM EĞRİSİ EVRELERİ	YAŞAM EĞRİSİ BELİRLEYİCİLERİ (Skorlar)		
	Temettü	Satış Büyüme Hızı	Firma Yaşı
Büyüme	1	3	1
Olgunluk	2	2	2
Düşüş	3	1	3

1.2.2.3.Black (1998a,b) Modeli

Black (1998a,b) çalışmalarında firma yaşam döngüsü üzerine yaptığı ve firmaların yaşam döngüsü evresinin tespiti için Anthony ve Ramesh (1992) çalışmasını esas almış ancak farklı sınıflama değişkenleri kullanarak yeni bir firma yaşam döngüsü modeli oluşturmaya çalışmıştır. Black (1998a,b)'in çalışmasını Anthony ve Ramesh (1992) çalışmasından ayıran en belirgin özellik nakit akış örüntüsünü firma yaşam döngüsünde değişken olarak kullanmasıdır. Ayrıca firma yaşını, firmanın borsaya kote olduğu yıl olarak almıştır. Çok değişkenli sınıflandırma ve 3'lü skor sistemini kullanmış, puanlama sistemi ise Anthony ve Ramesh (1992)'in puanlamasını esas almıştır.

Black (1988a,b) tarafından geliştirilen modele göre yaşam döngüsü evrelerinin belirlenmesinde nakit akışları esas alınmış ve aşağıda gösterilen tabloya göre evreler tespit edilmiştir.

Tablo 1.3. Black (1998a,b) Modeli

	OLAĞAN KAR	Faaliyetlerden Nakit Akışı	Yatırımdan Nakit Akışı	Finansmandan Nakit Akışı
Giriş	None	None	-	+
Büyüme	+	+	-	+
Olgunluk	+	+	(a)	(a)
Düşüş	+	+	+	+

(a) İşaret belirsizdir. Olgunluk aşamasında finansman ve yatırım faaliyetlerinden sağlanan nakit akımlarının pozitif veya negatif olup-olmamasına bağlıdır.

1.2.2.4.Yonpae ve Chen (2006) Modeli

Firma yaşam döngüsü üzerine Yonpae ve Chen (2006) tarafından yapılan çalışma önemlidir. Yazarlar yaptıkları çalışmada yöntemlerini geliştirdikleri 5'li skor sistemi üzerine kurmuşlardır. Bu skor sistemine göre en az 4, en çok 20 puan olacak

şekilde bir puanlama sistemi oluşturmuşlardır. Yonpae ve Chen (2006) tarafından geliştirilen model esas itibariyle Anthony ve Ramesh (1992) tarafından geliştirilen modelin üzerine kurulmuştur. Yonpae ve Chen (2006) tarafından geliştirilen modelin Anthony ve Ramesh (1992) modelinden en önemli farkı temettü dağıtım oranı ile ilgilidir. Bununla birlikte Anthony ve Ramesh (1992)'in çalışmasından farklı olarak çok değişkenli bir atama sistemi geliştirilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler ve skor atama sistemi Tablo 1.4'te gösterilmiştir.

Tablo 1.4. Yonpae ve Chen (2006) Modeli

DİLİMLER	YAŞAM EĞRİSİ BELİRLEYİCİLERİ (Skorlar)			
	Temettü	Satış Büyüme Hızı	Sermaye Harcamaları	Firma Yaşı
%80 - %100	3	5	5	1
%60 - %80	3	4	4	2
%40 - %60	3	3	3	3
%20 - %40	4 (2)*	2	2	4
%0 - %20	5 (1)*	1	1	5

Yonpae ve Chen (2006) tarafından geliştirilen modelde yaşam eğrisi belirleyicilerinin her biri yüzdelik dilimler halinde sınıflandırılmış ve skor atamaları yapılmıştır. Bu modele göre;

Büyüme evresi için toplam skoru 16-20 puan arasında yer alan firmaları,

Olgunluk evresi için toplam skoru 9-15 puan arasında yer alan firmaları,

Düşüş evresi için ise toplam skoru 4-8 puan arasında yer alan firmaları atayarak bir sınıflandırmaya gitmiş ve böylece evrelerin oluşmasında firma-yıl gözlemlerini esas almıştır.

1.2.2.5.Liu (2006) Modeli

Liu (2006) firma yaşam döngüsünü ölçmeye yönelik yaptığı çalışmasında Anthony ve Ramesh (1992) yöntemini esas alınmıştır. Çalışmanın en önemli farkı nakit akışlarını esas alarak bir yöntem geliştirmeye çalışmıştır. Lui (2006) çalışmasında Black (1998)'in çalışmasını da esas alarak nakit akışlarından faydalanmıştır. Diğer bir ifade ile yaşam evreleri nakit akışı dikkate alınarak belirlenmeye çalışmıştır. Bu modelde üç temel değişkenden yararlanılmıştır. Bunlar;

sermaye harcamaları, satışlardaki değişim ve firma yaşıdır. Sınıflandırma değişkenleri arasında satışların maliyeti ve nakit akış profillerini de kullanmıştır. Nakit akışları için faaliyetlerden nakit akışları (CFO) ve finansal faaliyetlerden nakit akışları (CFF) kalemlerini esas alarak her bir evre için artı (+) ve eksi (-) işaretleri kullanarak, her bir firmanın belirlenen evreye atamasında belirleyici bir ölçü oluşturmaya çalışmıştır.

Liu (2006) tarafından geliştirilen modelde işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışları ve finansman faaliyetlerinden elde edilen nakit akışlarının pozitif ve negatif olması durumuna göre üçe ayrılan (büyüme, olgunluk ve düşüş) yaşam döngüsü evrelerinin gösterimi aşağıdaki tablodaki gibidir.

Tablo 1.5. Liu (2006) Modeli

EVRELER	Faaliyetlerden Nakit Akışları (CFO)	Finansal Faaliyetlerden Nakit Akışları (CFF)
Büyüme evresi	-	+
Olgunluk evresi	+	-/+
Düşüş evresi	-	-

Tablodan görüldüğü üzere büyüme evresinde bulunan bir işletmenin faaliyetlerinden sağlanan nakit akımları negatif iken, finansman faaliyetlerinden sağlanan nakit akımları pozitifdir. Düşüş evresindeki firmalarda hem faaliyetlerden hem de finansman faaliyetlerinden sağlanan nakit akımları negatifdir. Buna karşın olgunluk evresindeki firmalarda işletme faaliyetlerinde sağlanan nakit akımları pozitif iken finansman faaliyetlerinden sağlanan nakit akımları hem pozitif hem de negatif olarak sınıflandırılmıştır.

Liu (2006) çalışmasında 1 den 100 kadar skorlar belirleyerek her bir sektörde yer alan firmaların aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi atamalarını yapmıştır. Bu tabloda gösterildiği gibi bir taraftan sermaye harcamaları diğer taraftan satışlardaki değişim ve satışları maliyeti yüksek firmalar büyüme aşamasında olan firmalar olarak tanımlanmak ve skor atama puanları buna göre yapılmaktadır. Aynı mantık kullanılarak her bir evrede yer alabilecek firmaların sınıflandırılması yapılmaktadır. İşletmelerin yer alacağı dönemler 3 esas evreden ve 2 yardımcı evreden oluşmak üzere 5 evre olacak şeklinde ayrılmış ve bu ayırım sonucunda her bir işletmenin elde edilen

skorlara göre atamaları yapılmıştır. Bu evreler ve atamalar tablo 1.5 ve aşağıdaki tablo 1.6' da gösterilmiştir.

Tablo 1.6. Liu (2006) Modeli (Skorlar)

	Her sektör için sıralamalar			
	1.2.3....	49.50.51....	98.99.100	%
Sermaye Harcamaları	Yüksek	Orta	Düşük	20%
Satışlardaki değişim	Pozitif	Sıfır	Negatif	20%
Maliyet	Yüksek	Orta	Düşük	20%
Firma Yaşı	Düşük	Orta	Yüksek	20%
Nakit akış Profili	CFO < 0	CFO > 0	CFO < 0	20%
	CFF > 0		CFF < 0	

Yaşam Eğrisi Skoru	Yaşam eğrisi evrelerinin sınıflandırılması				
	1 – 20 skor	21 – 40 skor	41 – 60 skor	61 – 80 skor	81 - 100 skor
Atanan Evre	Hızlı Büyüme	Yavaş Büyüme	Olgunluk	Erken Düşüş	Geç Düşüş

1.2.2.6.Aharony vd. (2006) Modeli

Aharony vd (2006) firma yaşam döngüsü sınıflandırmasında Anthony ve Ramesh (1992) modelini esas almışlardır. Yazarların geliştirdiği modelde Anthony ve Ramesh (1992) sınıflandırmasında yer alan değişkenlerden Yıllık Temettü Ödeme Oranı'nı dikkate almamışlardır. Yazarlar bu durumu ise tüm firmaların temettü ödemesi yapmama ihtimalinin olduğu şeklinde değerlendirmişlerdir. Aynı zamanda sermaye harcamalarına araştırma geliştirme giderlerini dahil etmişler ve firma yaşı olarak firmanın veri tabanında yer aldığı yılı baz alarak Anthony ve Ramesh (1992)'in çalışmasından farklı bir yaklaşım oluşturmuşlardır. Ayrıca firmanın yaşam döngüsü ölçüleri bilanço hesaplarındaki değişkenlere dayalı olarak nakit akış setinden faydalanmışlardır. Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışı ve Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışı ile Tahakkuk Esaslı Yatırım ölçüsü ve Tahakkuk Esaslı Finansman ölçüsü kullanılmıştır. Aharonny, Falk ve Yehuda (2006) çalışmalarında çok değişkenli sınıflandırma modelini kullanarak kompozit toplam skor oluşturmuş ve bu skarlardan Büyüme evresinde olan firmaların 1 puan, Olgunluk evresinde olan firmalar için 2 puan ve Düşüş evresinde olan firmalar 3 puan şeklinde bir puanlama sistemi uygulamıştır. Anthony ve Ramesh (1992) modelinden farklı

olarak aşağıda hesaplanma şekli gösterilen Yıllık Net Sermaye İşlemi değişkenini dâhil etmişlerdir.

Aharony ve diğerleri (2006) Yaşam döngüsü sınıflandırmasında kullanılan değişkenleri yukarıdaki gibi hesapladıktan sonra, tüm örnekleme ilişkin değişkenler, standart sapma ve ortalama verileri kullanılarak standardize edilmektedir. Daha sonra bileşik bir kümeleme ölçüsü oluşturulmakta ve son olarak da firma yılı gözlemi artan bir düzende bileşik kümeleme ölçüsüne göre sıralanmakta ve sıralanmış gözlemler beşlik bir dilime ayrılmaktadır. Bulunan skorlar Anthony ve Ramesh (1992)'in çalışmalarında kullandıkları yöntemle azalan bir şekilde sıralanmış ve 5 dilim elde edilmiştir. Bu beş dilimin ilki büyüme aşamasındaki firmaları, üçüncüsü olgunluk aşamasındaki firmaları ve beşincisi düşüş aşamasındaki firmaları göstermektedir. Arada kalan ikinci ve dördüncü dilimler geçiş evreleri olarak çalışmaya katılmamıştır. İkinci ve dördüncü dilimlerin çalışmaya katılmamasının amacı yaşam evreleri arasındaki farklılıkların daha net ortaya konması içindir. Ancak bu durum çalışmada ciddi bir veri kaybına sebebiyet vermiştir.

1.2.2.7. De Angelo vd. (2006) Modeli

De Angelo vd. (2006)'ne göre, temettü dağıtımı, yatırım stratejisi olarak kuruluşunu tamamlamış ve belli bir düzen sağlamış karlılığı yüksek, yatırım çekiciliği daha az olan yatırım seçeneklerine sahip olgunluk dönemindeki firmaların tercihidir. Kazançların işletmede bırakılması ya da temettü olarak dağıtılması kararları stratejik bir değişimdir. Genellikle bu strateji, karlılığın ve yatırım fırsatlarının zamanla şekillendiği ve olgunluk döneminde temettü dağıtımı şeklinde evrildiği dönüşümdür. Temettü dağıtım kararları yüksek karlılığın ve düşük büyüme hızının olduğu işletmelerin optimal stratejisidir (Fama ve French, 2002). De Angelo vd. (2006) çalışmalarında, önceki çalışmalardan farklı olarak, kazanılan öz kaynak / katkı yapılan öz kaynak değişkenini kullanmışlardır. Daha açık bir ifade ile dağıtılmayan karlar / toplam öz kaynaklar (toplam varlıklar) değişkenlerini kullanan ve işletmenin temettü dağıtım kararlarını etkileyen unsurların neler olduğunu inceleyen ilk çalışmalardan birisidir. Ayrıca, çalışmada işletmenin finansal ihtiyaçlarının karşılanmasında ne kadarının iç kaynaklara ve ne kadarının dış kaynaklara bağlı olduğunu saptamaya çalışmışlardır. Her iki oranın yüksek olduğu firmaların yüksek miktarda birikmiş geçmiş yıl karının olduğu ve dolayısıyla temettü dağıtımında bulunabilecek potansiyel

adaylar olup, kaynak kullanımlarını oto finansman yoluyla karşılayabileceklerdir. Aksine bu oranların düşük olduğu firmalarda sermaye sıkıntısının olduğu ve bundan dolayı temettü dağıtımını sınırlarının belirlenmesinde önemli rol oynadığını, kaynak kullanımında ise seçeneklerinin bulunmadığını söylemek mümkündür.

Çalışmada, firmaların bulunduğu farklı yaşam döngüsü aşamalarında temettü dağıtım ihtimalleri elde edilmiş öz kaynak yardımıyla tespitine çalışılmıştır. Yapılan araştırma 1973-2002 yılları arasını kapsamakta ve dağıtılmayan karın toplam öz kaynaklara oranı %10 dan %90'na kadar artış gösterdiği zaman temettü dağıtım ihtimalindeki artış %50'den %80'lere kadar yükselecektir.

De Angelo vd. (2006) yaşam döngüsü aşamalarını belirlerken iki değişkenden yararlanmışlardır.

1- Dağıtılmamış Karlar / Toplam Öz Kaynaklar: Bu oran ile işletmenin toplam öz kaynaklarının ne kadarlık kısmının dağıtılmamış karlardan oluştuğunu göstermesi ve dağıtılabilecek temettü miktarının tespiti için kullanılmaktadır. Dağıtılmamış karların temettü olarak dağıtılabilecek miktarı olasılığına göre firma yaşam eğrisi evresinin tespiti yapılacaktır. Aynı zamanda işletmenin ihtiyacı olan finansman kaynaklarının iç kaynaklardan karşılanabilecek miktarını göstermesi bakımından önem arz etmektedir.

2- Dağıtılmamış Karlar / Toplam Varlıklar: Bu oran işletmenin elinde bulunan toplam varlıkların ne kadarlık kısmının elde edilen kazanç ile karşılandığını göstermektedir. Öz kaynaklardan karşılanan toplam varlıkların işletme için karın dağıtılmaması ve bu karın varlık alımında kullanılması böylece dış borçlanma yerine iç kaynaklardan finansman sağlanması açısından önem arz etmektedir.

De Angelo vd. (2006), firma yaşam evrelerinin belirlenmesini temettü dağıtım olasılığı üzerine kurgulamıştır. Dolayısıyla bu sınıflandırma yöntemi işletmeleri temettü dağıtan ve dağıtmayan firmalar olarak iki gruba ayırmaktadır. Çalışmada temettü dağıtan 1.348 firmanın varlık karlılığı oranı yüksek çıkmıştır ve bu literatürde uyumluluk arz etmektedir. Bu çalışmada varlık büyüme hızının yüksek çıkması beklenmeyen bir sonuç olarak belirtilmektedir. Temettü dağıtmayan firmaların daha az karlı firmalar olduğu bu nedenle büyüme fırsatlarını kovalayan daha genç ve satış büyüme hızı yüksek firmalar olduğu tespitinde bulunulmuştur. Bununla birlikte

temettü dağıtmayan firmaların toplam varlıkların içinde bulunan nakit tutarları daha fazla çıkmıştır. Bu fazlalığın işletmelerin temettü dağıtımından çok net bugünkü değeri yüksek olan ve karlı projeler olarak bilinen projelere yatırım yapmalarından kaynaklandığını vurgulamışlardır.

De Angelo vd. (2006) yaptıkları çalışmada yaşam eğrisi evrelerini belirlemede temettü perspektifinden değerlendirerek firmanın her bir dönemde sağladığı karların dağıtılmayarak öz varlıklarda bırakılan miktarına göre firmanın yaşam döngüsündeki evrenin tespit edilmesine çalışmışlardır. Belirlenen iki temel değişkene göre yaptıkları grupta firmaları yaşam döngüsü olarak 3 esas evrede (Büyüme, Olgunluk ve Düşüş) göstermişlerdir.

1.2.2.8. Yan ve Zhao (2010) modeli

Yan ve Zhao (2010) firma yaşam döngüsü aşamaları için yeni bir metodoloji geliştirmeye çalışmışlardır. Geliştirdikleri yöntem ile büyük örneklemeleri içeren zaman serisi özelliklerine sahip çalışmalarda uygulanabileceği vurgulanmaktadır. Yan ve Zhao yeni bir metodoloji oluşturma düşüncesini iki temel nedene bağlamaktadırlar. Bunların ilki, firma yaşam döngüsü aşamalarının tanımı üzerinde bir fikir birliğinin olmaması ve yaşam döngüsü modellerinin 5 aşamalı, 4 aşamalı ve 3 aşamalı modellerin olduğunu, bu modellerin her birinin yaşam döngüsü literatüründe desteğinin olduğunu vurgulamıştır. İkincisi ise, her bir yaşam döngüsü aşamasını tanımlama metodolojileri üzerinde bir fikir birliğinin olmamasıdır.

Yan ve Zhao (2010) yaptıkları çalışmada farklı ve alternatif bir metodoloji sunmayı amaçladıklarını ifade etmişlerdir. Bu metodolojinin uygulanmasında bazı kriterlerin gerektiğini belirtmişlerdir. Bunlar;

a- Sınıflandırma değişken(ler)inin seçimi mevcut ekonomi, finans, yönetim ve muhasebe literatürü ile uyumlu olmalıdır. Yaşam döngüsü aşamalarını belirlemede en sık kullanılan değişkenler satış büyümesi, temettü, sermaye harcaması ve firma yaşıdır.

b- Yaşam döngüsü aşamalarının sınıflandırılması, her bir firmanın spesifik gelişim yolunu yansıtmalıdır. Bu, diğer firmalarla karşılaştırıldığında zaman (kesit) içinde her firmanın özelliklerine firmanınkinden daha fazla vurgu yapmamızı gerektirir.

- c- Bu metodoloji, büyük bir firma örneğine uygulanabilir olmalıdır.
- d- Her aşama, firma gelişiminin sürekliliğini yansıtmak için bir süre, en az iki yıl sürmelidir. Miller ve Friesen (1984) en kısa aşamanın 18 ay sürdüğünü gösterdiği için iki yıllık sınır belirlenmiştir. COMPUSTAT'ın yıllık verileri kullanılması gerektiğinden, minimum uzunluk olarak iki yıl seçilmiştir. Son bölümde her aşamanın farklı uzunlukları incelenmiştir.
- e- Örneklemme dönemimizdeki çoğu firma için sınıflandırma değişkeni/değişkenleri mevcut olmalıdır.

Yan ve Zhao (2010) Miller ve Friesen'i(1984) takip ederek, firma yaşam döngüsünü aşamalarını beş aşamaya ayırmaktadırlar. Bunlar; doğum, büyüme, olgunluk, canlanma ve düşüştür. Örneklemi basitleştirmek için, son dört aşamaya odaklanılmış ve sınırlandırılmıştır. Firmaların ilk halka arz (IPO) tarihi her firmanın büyüme aşamasının başlangıç tarihi olarak ele alınmıştır. Halka arz tarihi bir firmanın tarihinin dönüm noktası ve büyüme (veya yeni büyüme) aşamasının başlangıç noktası olarak ele alınmıştır. Ayrıca her aşamanın en az iki yıl sürmesini ve her bir firmanın en az iki aşaması, yani büyüme ve olgunluk olmasını gerekli görmüşlerdir. Örneklemde belirlenen koşullara göre büyüme aşamasından hemen sonra düşüş veya canlanma aşamaları olan firmalar hariç tutulmuştur. Aynı zamanda her bir firmanın en az dört yıllık veriye sahip olması gerekmektedir. Basit olması için sadece üç aşama incelenmiştir. Bu nedenle tüm firmaların yaşam döngüsü aşamaları büyüme-olgunluk, büyüme-olgunluk-canlanma ve büyüme-olgunluk-düşüş şeklinde olmalıdır.

Belirtilen kriterlere göre, sınıflandırma değişkenleri olarak yalnızca satış büyümesi kullanılmıştır. Öncelikle firmanın satış büyümesi eksi, sektör medyan satış büyüme oranına eşit olan üç aylık sektöre göre ayarlanmış satış büyüme oranı bulunmaktadır. Sonrasında her çeyrek için sektöre göre ayarlanmış satış büyümesinin dört çeyrek hareketli ortalamaları hesaplanmaktadır. Akabinde her firma için satış büyümesi (IMVSALE) kendi geçmişine göre sıralamakta ve 33 ile 67 yüzdelikler elde edilmektedir. Son olarak yaşam döngüsü aşamaları alınmaktadır. Çalışma halka arz zamanı esas alındığından halka arz tarihi sıfır, halka arz tarihinden sonraki ilk çeyrek bir, halka arz tarihinden sonraki ikinci çeyrek iki vb. gibi devam edilerek alınmaktadır.

Büyüme aşaması, 9. çeyrekte başlayarak satış büyümesi % 67'den daha az olduğu ardışık altı çeyrek dönem bulunmaya çalışılmaktadır. Böyle bir altı çeyrek dönem varsa, bir firmanın bu dönemin başlangıç çeyreğinde olgunluk aşamasına girdiği düşünülmektedir. Bunun yerine, 9. çeyrekte sonra satış büyümesinin %33'ten küçük olduğu ardışık altı çeyrek dönem bulunduğunda, firmanın düşüş aşamasına girdiği düşünülmektedir.

Olgunluk aşaması, firmanın yukarıda belirtildiği gibi olgunluk aşamasına girdikten sonraki 9. çeyrekte başlayarak satış büyümesinin %67'den büyük veya %33'ten küçük olduğu ardışık altı çeyrek dönem aranır. Satış büyümesi arka arkaya altı çeyrek %67'den büyükse, firmanın bu altı çeyrek dönemin başlangıç çeyreğinde canlanma aşamasına girdiği düşünülmektedir. Ancak satış büyümesi %33'ten düşüğe, firmanın düşüş aşamasına girdiği düşünülmektedir.

Canlanma aşaması, firmanın canlanması aşamasına girdikten sonraki (olgunluk aşamasını takip ediyorsa) 9. çeyrekte başlayarak satış büyümesi %67'den (veya %33'ten az) az olduğu ardışık altı çeyrek dönem aranır. Bu dönemin başlangıç çeyreği olan çeyrekte bir firmanın tekrar olgunluk (veya düşüş) aşamasına girdiği düşünülmektedir.

Düşüş aşaması, (olgunluk aşamasını takip ediyorsa), firmanın düşüş aşamasına girdikten sonraki 9. çeyrekte başlayarak satış büyümesinin %67'den büyük olduğu altı çeyreklik bir dönem bulunmaya çalışılır. Bu dönemin başlangıç çeyreği olan çeyrekte bir firmanın büyüme veya canlanma aşamasına girdiği düşünülmektedir. Üç aylık veriler yıllık verilere dönüştürülür.

1.2.2.9. Dickinson (2011) Modeli

Dickinson (2011) daha önce yapılan çalışmalardan farklı olarak firma yaşam döngüsü temsilcisi olarak nakit akım tablosu verilerinden faydalanarak nakit akışlarının firma yaşam döngüsü noktasında geçerliliğini incelemiştir. Dickinson (2011) nakit akım tablosunu seçerken, nakit akışlarının kendine özgü katı bir disipline sahip olduğunu ve bu yüzden nakit akışlarının firmanın yaşam döngüsünü belirlemede daha etkin sonuçlar verebileceğini belirtmiştir. Firma yaşam döngüsünün tespitinde nakit akışlarının tek değişkenli ve çok değişkenli sınıflandırmadan daha geçerli sonuçlar verdiğini iddia etmiştir. Yaşam döngüsünün firma düzeyinde (bireysel ürün

veya endüstri düzeyine göre) yakalamanın zor bir girişim olduğunu belirtirken firmaların her birinin farklı bir ürün yaşam döngüsü aşamasına sahip birden fazla ürünü bünyesinde toplayabildiğini ve birden fazla endüstri alanında rekabet ediyor olabileceğini belirtmiştir. Aynı zamanda sunulan ürünlerin her birinde farklılıklara giderek ürünle ilgili yaşam döngüsünü değiştirebileceği ve bunun firma yaşam döngüsüne yansıyabileceğini vurgulamıştır.

Dickinson (2011) çalışmasında, Gort ve Klepper (1982) tarafından yapılan çalışmada ortaya atılan 5 yaşam döngüsü evresini esas almıştır. Bu çalışmada belirtilen evreler, giriş evresi ki yeniliğin firma tarafından ilk olarak üretildiği, büyüme evresi üretici sayısında büyük bir artışın olduğu, olgunluk evresi üretici sayısının en yükseğe çıktığı, durgunluk evresinde üretici sayısının azaldığı ve düşüş evresinde artık piyasaya yeni girişlerin olmadığı şeklinde izah edilmiştir.

Firma yaşam döngüsü tespitinde nakit akışlarını esas alan Livnat ve Zarowin (1990) çalışmalarında, nakit akışları için faaliyetlerden (CFO), yatırımlardan (CFI) ve Finansmandan (CFF) elde edilen nakit akışları olarak almışlardır. Nakit akışlarının hisse senedi getirilerini etkilediğini bu nedenle nakit akış bileşenlerinin işletmenin hem karlılığını ve büyüme fırsatlarını hem de katlandığı riski daha iyi yansıttığını belirtmişlerdir. Dickinson (2011) daha önce Livnat ve Zarowin (1990) çalışmasını esas alarak nakit akış değişkenlerini firma yaşam döngüsü evrelerini tespit etmek için kullanarak yeni bir model geliştirmiştir.

Dickinson (2011) geliştirdiği modelde nakit akış kombinasyonu ile firma yaşam döngüsü evrelerini belirlerken mevcut modellerin eksikliklerini gidermeye çalışmıştır. Çalışmada nakit akışlarının karakteristik özelliklerine bağlı olarak firma yaşam eğrilerini belirlemek ve önceki çalışmalarda subjektif olarak yapılan sınıflandırmanın yerine net bir ölçü olarak kullanılabilecek nakit akışı anlayışını önermektedir. Böylece bir işletmenin gelecekteki karlılığını belirlemede kullanılan kar marjı ya da varlık devir hızı gibi değişkenlerin firma yaşam döngüsü aşamalarından farklı şekilde etkilenmesinin önüne geçilmiş olacaktır. İşletmeler sürekli gelişen ve değişen oluşumlar olduğundan işletme içi faktörler (stratejiler, finansal kaynaklar, yönetim becerisi) ile işletme dışı faktörlerden (rekabet, makroekonomik) önemli düzeyde etkilenmektedir. Dolayısıyla yaşam eğrisi bu faktörlerden ciddi manada etkilenmekte ve özellikle uygulanan stratejiler yaşam eğrisi evrelerinin

belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Dickinson (2011) çalışmasında kazançlara bağlı ölçütleri kullanmayarak, yaşam evrelerini belirlemenin tüm paydaşlar açısından faydalı olduğunu belirtmiş, nakit akışlarını esas alarak daha katı, güvenilir ve geçerli bir model geliştirmeye çalışmıştır. Çalışmada firmanın gelecek karlılığının tespit edilmesi, firmanın cari değerinin ölçülmesi ve gelecekteki hisse senedi getirilerinin tahmin edilebilmesi için firma yaşam döngüsü evrelerinin önemi vurgulanarak, diğer çalışmalara karşı çeşitli üstünlüklerinin olduğu vurgulanmıştır. Bu üstünlükler;

- İktisadi temellerin, firmaların gelecekteki karlılığının tespitinde ne derece önemli olduğunu vurgulamak
- Değerleme yöntemlerinde öngörünün ve büyüme oranlarının daha iyi değerlendirmesini yapabilmek.
- Yaşam döngüsü evrelerindeki farklılıklara bağlı olarak, firmaların potansiyel risk faktörlerini ve piyasa fiyatlarının belirlenmesini doğru şekilde tespit edebilmektir.

Dickinson (2011) çalışmasında nakit akım kombinasyonunu oluştururken iktisat teorileri ile nakit akış tablosu ilişkisini kurmuştur. Bu ilişkiyi ifade eden ve yaşam eğrisi evrelerini göstermesi açısından Tablo 6 ağıdaki şekilde sunulmuştur.

Tablo 1.7. Nakit akış tablosu ve iktisat teorileri

NAKİT AKIŞ TÜRÜ	GİRİŞ	BÜYÜME	OLGUNLUK	DURGUNLUK	DÜŞÜŞ
Faaliyet Nakit Akımları (CFO)	Firmalar potansiyel gelir ve maliyetleri hakkında bilgi eksikliği ile piyasaya girerler (Jovanovic 1982).	Yatırımların en yüksek olduğu bu dönem boyunca kâr marjları maksimum seviyeye ulaşır (Spence 1977).	Firmanın faaliyet alanıyla ilgili bilgi birikimi arttığı için verimlilik en yüksek seviyededir (Spence 1977, 1979, 1981, Wernerfelt 1985).	Büyüme oranlarının düşüşü, fiyatlarında düşmesine neden olur (Wernerfelt 1985). Faaliyetleri ile yerleşmiş bir firmanın rutinleri rekabet açısından esnek olmasını engellemektedir (Hannan ve Freeman 1984).	Büyüme oranlarının düşüşü, fiyatlarında düşmesine neden olur (Wernerfelt 1985).
CFO Nakit Akış Yönleri	(-) Nakit akışları	(+) Nakit akışları	(+) Nakit akışları	(+/-) Nakit akışları	(-) Nakit akışları
Yatırım Nakit Akımları (CFI)	Yönetimin iyimserliğine bağlı olarak yatırımlar şekillenir (Jovanovic 1982). Firmalar piyasaya girişleri caydırabilmek amacıyla büyük yatırımlar yaparlar (Spence 1977, 1979, 1981).	Firmalar piyasaya girişleri caydırabilmek amacıyla büyük yatırımlar yaparlar (Spence 1977, 1979, 1981).	Firmalar olgunlaştıkça daha etkin üretim yöntemlerinin ortaya çıkması ve teknolojinin gelişmesi dolayısıyla mevcut yapıda eskimeler meydana gelir (Jovanovic 1982, Wernerfelt 1985)	Teori eksikliği	Borçların ödenebilmesi için mevcut varlıkların elden çıkarılması
CFI Nakit Akış Yönleri	(-) Nakit akışları	(-) Nakit akışları	(-) Nakit akışları	(+/-) Nakit akışları	(+) Nakit akışları
Finansman Nakit Akımları (CFF)	Hiyerarşi teorisine göre firmalar bu evrede öz kaynaktan ziyade banka kredisi ile finansmanı kullanırlar (Myers 1984, Diamond 1991). Büyüme dönemindeki firmalar kısa vadeli borçlanma araçları ihraç ederler (Barclay ve Smith 1995).	Hiyerarşi teorisine göre firmalar bu evrede öz kaynaktan ziyade banka kredisi ile finansmanı kullanırlar (Myers 1984, Diamond 1991). Büyüme dönemindeki firmalar kısa vadeli borçlanma araçları ihraç ederler (Barclay ve Smith 1995)	Finansman kaynakları bulabilme çabasıdan borçların ödenmesi ve ortaklara temettü ödenmesine doğru bir politika değişikliği gerçekleşir. Olgunluk dönemindeki firmalar uzun vadeli borçlanma araçları ihraç ederler (Barclay ve Smith 1995)	Teori eksikliği	Borçların ödenebilmesine odaklanılır. Borç yenileme ve/veya geri ödemeler gerçekleştirilir.
CFF Nakit Akış Yönleri	(+) Nakit akışları	(+) Nakit akışları	(-) Nakit akışları	(+/-) Nakit akışları	(+/-) Nakit akışları

Dickinson (2011) çalışmasında, Tablo 1.7’de gösterildiği gibi iktisat literatüründe yer alan çalışmalardan türettiği nakit akım tablosu örüntüsünde her bir evre için farklı yaklaşımlar olduğunu göstermiştir. Örneğin, giriş evresindeki firmaların yeterince bir müşteri kapasitesine sahip olmadığı ve yeterince satış, maliyet ve potansiyel gelirlerini tespit etmede yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olmadıklarından dolayı faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışlarının negatif olacağı beklenir. Buna karşılık büyüme ve olgunluk aşamalarında, yüksek yatırım kapasitesi, verimliliğin artması, yeterli müşteri, bilgi ve tecrübeyle birlikte kar marjının maksimum düzeyde olması faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışlarının pozitif yönlü olacağı beklenmektedir. Olgunluk aşamasından sonra firmanın faaliyetlerinde ve büyüme hızında bir durağanlığın ve akabinde bir düşüşün gerçekleşebileceği belirtilmektedir. Dolayısıyla düşüş evresinde faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışlarının negatif yönlü olduğu belirtilmektedir (Wernerfelt, 1985). Bu aynı zamanda iktisat literatüründe ileri sürülen hipotezleri desteklemektedir.

Çalışmada belirtilen ve Tablo 1.7’de gösterildiği gibi, yatırım faaliyetlerinden elde edilen nakit akışlarının giriş ve büyüme evrelerinde negatif yönlü olduğu savunulmuştur. Bunun nedeni, giriş ve büyüme yaşam evrelerinde yapılan yatırımların yüksek olması, rekabet ortamının kızıştığı ve firmanın yatırımlara daha fazla önem verdiği bir evre olmasından kaynaklanmaktadır. Olgunluk evresinde giriş ve büyüme evresi kadar bir yatırım yoğunluğu olmamakla birlikte mevcut sermayenin korunması amacıyla yatırımlara devam edileceğinden bu evrede de yatırımlardan kaynaklanan nakit akışlarının negatif yönlü olacağı savunulmaktadır. Düşüş evresinde genellikle biriken borçların ödenmesi ve günlük faaliyetlerin yürütülebilmesi amacıyla varlıkların nakde dönüştürülmesi söz konusu olabilmekte ve bu nedenle yatırımlardan kaynaklanan nakit girişlerinin pozitif olacağı varsayılmaktadır.

Yine Tablo 1.7’de belirtildiği gibi finansal faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışlarının, finans literatüründe ileri sürülen hiyerarşi teorisine uygun olarak giriş ve büyüme evrelerinde pozitif olacağı savunulmuştur. Buna karşılık, olgunluk evresinde bir taraftan giriş ve büyüme dönemlerinde yapılan yatırımlardan kaynaklanan borçların ödenmesi, aynı zamanda temettü ödemelerinin getirdiği nakit çıkışlarının artmasına ve bunda finansal faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışlarının negatif yönlü olacağı ileri sürülmektedir. Ancak çalışmada finansman literatüründe durgunluk ve

düşüş aşamaları için destekleyici bir çalışma bulunmadığından bu evreler için finansal faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışlarının pozitif veya negatif yönlü olacağı konusunda bir öngöründe bulunulmamıştır.

Dickinson (2011) Nakit Akım Tablosu verilerinden faydalanarak firma yaşam döngüsü için geliştirdiği modele göre beş aşamalı bir döngünün olduğunu ileri sürmüştür. Bunlar; Giriş, Büyüme, Olgunluk, Durgunluk ve Düşüş aşamalarıdır. Bu aşamaların tespiti için Nakit Akım Tablosu'nun Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Girişleri, Yatırımlardan Sağlanan Nakit Girişleri ve Finansmandan Sağlanan Nakit Girişleri kalemlerinden artış ve azalışlara göre artı (+) ve (-) şeklinde sembolize edilerek firma yaşam döngüsü modeli oluşturmuştur. Firma yaşam döngüsü tablosu aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

Tablo 1.8. Dickinson (2011) Modeli

	Giriş	Büyüme	Olgunluk	Durgunluk	Düşüş
Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Girişleri	-	+	+	+/-	-/-
Yatırımlardan Sağlanan Nakit Girişleri	-	-	-	+/-	+/+
Finansmandan Sağlanan Nakit Girişleri	+	+	-	+/-	+/-

Dickinson (2011) çalışmasını diğer çalışmalardan ayıran en belirgin farkı tek bir değişkene bağlı kalmaksızın nakit akışlarının faaliyet, yatırım ve finansman şeklinde üç değişken bileşenin kullanılmasıdır. Diğer çalışmalarda firma yaşam döngüsü eğrisi evrelerinin tek biçimli bir dağılım sergileyeceği ileri sürülmüş ve firma yaşı ile firma büyüklüğü birlikte kullanıldığında ise firma yaşam eğrisinin rutin bir süreci takip edebileceği eleştirisi yapılmıştır. Bu eleştiride, firma yaşam eğrisinin girişten düşüşe doğru bir süreci takip edeceği düşüncesi her zaman gerçekleşmeyeceği, firmaların herhangi bir evrede iken yeniden bir başka evreye geçiş yapabileceği düşüncesi söz konusudur. Bu nedenle nakit akış kombinasyonunun esas alınması, firma yaşam döngüsü evrelerinin rutin bir süreç takip etmediği, firmanın dinamiklerine göre şekilleneceği ortaya konmuştur. Dolayısıyla giriş evresine başlayan bir firmanın

yaşam döngüsü evresinde düşüş evresine geçebileceği gibi düşüş evresinde bulunan bir firma büyüme veya olgunluk evresine geri dönebileceği ileri sürülmektedir.

1.2.2.10.Ivashkovskaya ve diğ. (2013) Model

Ivashkovskaya ve diğ. (2013) yaptıkları çalışmada, daha önce Anthony ve Ramesh (1992) tarafından geliştirilen sınıflandırma yöntemine benzer bir yöntemi takip ederek bir skor sistemi geliştirmişlerdir. Ancak Anthony ve Ramesh (1992) çalışmasından farklı olarak Dağıtılmamış Karlar ile Duran Varlıkları sınıflandırma değişkeni olarak kullanmışlardır. Ayrıca üçlü bir skor sistemi geliştirerek belli yüzdeler arasında yer alan firmaları yaşam döngüsü evrelerine ayırmıştır. Buna göre %0 ile %33 arasında olan firmaların Büyüme evresinde olduğunu, %33 ile %66 arasında yer alan firmaların Olgunluk evresinde olduğunu ve %66 ile %100 arasında yer alan firmalarında Düşüş evdesinde bulunduğunu ileri sürmüştür. Çalışmada skorların atanması için geliştirilen dört temel değişken aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 1.9. Ivashkovskaya ve diğ. (2013) modeli sınıflandırma değişkeni

	SKORLAR			
	Firma Yaşı	Satış Büyüme Hızı	Dağıtılmamış Karlar	Duran Varlıklar
0 – 33 %	1	3	1	3
33 – 66 %	2	2	2	2
66 – 100 %	3	1	3	1

Tablo 1.9'daki skor sisteminde gösterildiği gibi, firmaların her biri elde ettikleri skorlara göre büyüme, olgunluk ve düşüş evreleri olmak üzere yaşam eğrisi evrelerine ataması yapılmaktadır. Böylece düşük skorlar alan firmalar yaşam evresinin başlangıcını temsil ederken yüksek skor alan firmalar yaşam eğrisinin ileri evrelerinde yer alacaklardır.

1.2.2.11.Won ve Ryu (2015) Modeli

Won ve Ryu (2015) yaptıkları çalışmada daha önce yapılan Anthony ve Ramesh (1992)'in çalışmasına uyguladıkları modele benzer bir sınıflandırma yöntemini takip etmişlerdir. Ancak bu çalışmada bazı farklı değişkenler

kullanmışlardır. Bu çalışmada farklılık olarak yaşam eğrisinde 3'lü (büyüme, olgunluk ve düşüş) evre yerine 5'li (büyüme, çakışma, olgunluk, çakışma ve düşüş) evre kullanılmıştır. Temelde büyüme, olgunluk ve düşüş evreleri kullanılmış olsa da çakışma adı altında iki ara evre sisteme dâhil edilmiştir. Won ve Ryu (2015) çalışmalarında diğer çalışmalardan farklı olarak işletmede çalışan sayısındaki değişimi de bir sınıflandırma değişkeni olarak kullanmışlardır. Bu çalışmada hisse senetlerinin Piyasa Değeri ve Defter Değeri oranlamasını kullanması da çalışmayı Anthony ve Ramesh (1992) çalışmasından ayıran bir başka özelliktir. Bu çalışmada 5'li skor sistemi geliştirilmiş ve minimum 6, maksimum 30 puan üzerinden firmaların aldığı puana göre hangi evrede olduklarının tespitine çalışılmıştır. Ayrıca Won ve Ryu (2015) çalışmalarında 6 sınıflandırma kriteri kullanmışlardır.

Tablo 1.10. Won ve Ryu (2015) modeli

Yaşam Eğrisi	Satış Büyüme Hızı	Sermaye Harcamaları	PD/DD	Çalışan Sayısı	Dağıtılmayan Karlar Oranı	Firma Yaşı
Büyüme (1)	1	1	1	1	5	5
Çakışma (2)	2	2	2	2	4	4
Olgunluk(3)	3	3	3	3	3	3
Çakışma (4)	4	4	4	4	2	2
Düşüş (5)	5	5	5	5	1	1

Tablo 1.10'da gösterilen değişkenlerin yıllar arasında ortaya çıkabilecek farklı değerlerin oluşmasını engellemek için 5 yıllık medyanlar hesaplanarak alınmıştır. Çalışmada 3 ana evre kullanılırken iki ara evre kullanılmıştır. Bu evrelere atamalar geliştirilen 6 ile 30 puan arasında oluşan bir skor sistemiyle yapılmaktadır. Çalışmaya dâhil edilen 2. ve 4. evrelerin bir dönem olmaktan çok verilerden daha iyi sonuç elde edebilmek amacıyla kullanılmıştır.

1.2.2.12.Jaafar ve Halim (2016) Modeli

Jaafar ve Halim (2016) yaptıkları çalışmada, daha önce yapılan çalışmalara iki temel eleştiri getirerek bir sınıflama yöntemi benimsemişlerdir. Bu eleştirilerin ilki, tek değişkenli sınıflandırmalarda kriterlerinde gösterilen firma yaşı değişkeninin alınmaması gerektiğini, ikincisi ise, her bir işletmenin kendine özgü dinamiklerinin göz ardı edildiği düşüncesindedirler. Bu eleştirilerine dayanak olarak, firmaların

biyolojik bir yaş döngüsünü takip etmeyeceği ve bir firmanın uzun süreden beri piyasada olmasına rağmen daha genç ve yeni firmadan daha yüksek büyüme ve yeni ürün üretebilme potansiyeline sahip olabileceğini ifade etmektedirler. Diğer taraftan işletmelerin kendine has özelliklerinden dolayı göreceli olarak belli bir oranın (örneğin %10) yüksek ve ideal bir büyüme oranı sayılırken, bir başka firma için bu oran düşük bir büyüme oranı sayılabilmektedir.

Yaşam eğrisi evrelerinin sayısı arttıkça daha spesifik verilerin elde edilmesi amacıyla esas dönemlerin ara dönemlere bölünmesi suretiyle daha fazla evre sayısı elde edilmesi amaçlanmaktadır. Ancak literatürde birçok çalışmada 3 ile 5 arasında yaşam eğrisi evresinin esas alındığı gözlemlenmektedir. Jaafar ve Halim (2016) yaptıkları çalışmada, yaşam eğrisi evrelerinin tespitinde 3 temel kriteri benimsemişlerdir. Bu kriterler;

Piyasa Değeri / Defter Değeri, fiyat temelli bir gösterge olmakla birlikte işletmenin büyüme fırsatları ile varlıkların kullanılma şekli açısından tercihlerin ne yönde kullanıldığını ve bu kullanma düzeyinin ne olduğunu göstermesi bakımından önem arz etmektedir. Defter değeri işletmenin sahip olduğu ve elinde bulundurduğu varlıklarını nasıl kullandığı hakkında bilgi verir. Piyasa değeri ise işletmenin elindeki varlıklarının ekonomik bakımdan değerini ve aynı zamanda işletmenin gelecekte büyüme fırsatını açıklayan bir değerdir. PD / DD oranı yüksek olan işletmenin yatırımlara ve aynı zamanda büyüme fırsatlarına daha yakın olabileceği anlamına gelmektedir.

Sermaye Harcamaları / Maddi Duran Varlıklar değişkeni yatırım ve büyüme fırsatlarının değerlendirilmede firmaların önemli bir göstergesidir. Genel olarak firmaların büyüme aşamasında daha fazla yatırım ve buna bağlı daha fazla üretim yapma eğilimi diğer aşamalara göre yüksektir. Bu oranın kullanılmasının temel nedeni firmanın yatırım ve büyüme fırsatlarından yararlanma ölçüsünü ortaya koymaktır.

Satışlarda büyüme yüzdesi, birçok çalışmada kullanılan ve vazgeçilmez bir kriter olarak değerlendirilebilir. Bu oran firmanın yıldan yıla ve özellikle büyüme evresinde işletmenin önceki yıllara göre hangi oranda satışlarını arttırdığını göstermesi bakımından önem taşımaktadır.

Jaafar ve Halim (2016)' çalışmasını, Anthony ve Ramesh (1992)'in çalışmasına benzer bir şekilde geliştirmişlerdir. Ancak Jaafar ve Halim'in çalışmasını diğer çalışmalardan ayıran en önemli farklılığın firma yaşı ve temettü dağıtım kriterlerini kullanmamasıdır. Firma yaşının ayırıcı bir özellik olmadığı düşüncesinde oldukları için alınmaması gereken bir kriter olduğunu varsaydıkları gibi, temettü dağıtımının da her bir evrede nasıl olması gerektiği konusunda belirsizliklerin olduğunu ileri sürmüşlerdir. Firmaların özellikle büyüme evresinde yeterince yatırım yapma eğilimde oldukları ve bu yüzden kaynaklarını yatırıma ve büyüme fırsatlarına aktardıkları için ya hiç temettü dağıtmadıkları ya da en düşük oranda dağıttıkları yapılan çalışmalarda ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla firmaların bu başlangıç ve büyüme evrelerinde nakit sıkıntısı çektiği, nakit değerlerini daha çok yatırım ve büyüme fırsatlarına yönlendirdiği için objektif bir temettü dağıtımının olduğunu söylemek mümkün olmamaktadır. Buna karşılık olgunluk dönemlerinde firmaların daha çok piyasaya hakim oldukları, ürün ve hizmetlerinin piyasada daha tercih edilebilir düzeyde olduğu, satış ve gelir düzeylerinin daha stabil olduğu öngörülebilir. Bundan dolayı firmaların temettü dağıtımının bu evrede daha yüksek olacağı düşünülür. Firmaların düşüş aşamasındaki temettü dağıtımını konusunda yorum yapmak daha güçtür. Bütün bu açıklamalara ek olarak, firmaların temettü dağıtım oranı için iki temel strateji ile açıklamak mümkündür. Firmalar ya mevcut kaynaklarını büyüme fırsatlarına yönlendirdiğinden ya da nakit sıkıntısı çektiklerinden dolayı temettü dağıtımını gerçekleştirmede zorluk çekmektedirler.

Bu çalışmada, firma yaşam evrelerinin belirlenmesinde yalnızca üç kriter kullanılmıştır. Bu sınıflandırma değişkenleri; Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı, Sermaye Harcamaları / Maddi Duran Varlıklar oranı ve Satışlardaki Büyüme'dir. Yaşam evrelerinin belirlenmesinde 5'li bir skor sistemi geliştirmişler ve en az 4 en çok 20 puanla puanlandırmışlardır. Puanlamada ayrıca %0 - %20 arasında 5 puan, %21 - %40 arasında 4 puan, %41 - 60 arasında 3 puan, %61 - %80 arasında 2 puan ve %81 - %100 arasında ise 1 puanla değerlendirmektedir. Böylece her bir firmanın hangi evrede olduğu bu puanlama tablosundan yola çıkılarak tespiti yapılmıştır. Tablo 8'de yaşam evreleri skorlarına yer verilmiştir. Bu tabloda gösterildiği şekliyle elde edilen skorlara göre şayet firma; 16 - 20 arasında bir skora sahip ise büyüme evresinde, 9 - 15 arasında bir skora sahip olması durumunda olgunluk evresinde ve 4 - 8 arasında bir

skora sahip olması durumunda ise düşüş evresinde yer alacaktır. Çalışmanın üç yaşam eğrisi evresi kullanılmasına rağmen iki ara dönem kullanılarak daha spesifik değerler elde edilmeye çalışılmış ve ek analizler gerçekleştirilmiştir.

Tablo 1.11. Jaafar ve Halim (2016) Modeli

YAŞAM EĞRİSİ BELİRLEYİCİLERİ (Skorlar)			
	Piyasa Değeri / Defter Değeri	Sermaye Harcamaları	Satışlarda Büyüme
%0 - %20	5	5	5
%21 - %40	4	4	4
%41 - %60	3	3	3
%61 - %80	2	2	2
%81 - %100	1	1	1

1.3. Firma Yaşam Döngüsü İle İlgili Yapılan Çalışmalar

Çalışmanın bu kısmında ürün yaşam döngüsü ve firma yaşam döngüsü ile ilgili yapılan çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Otlu ve Karaca (2005) yaptıkları maliyet yönetimi ve yaşam seyri maliyet analizi çalışmalarında, global rekabet ortamında daha etkin karar almak için yaşam seyri maliyetleme yaklaşımının kullanılmasının işletmenin etkinliği bakımından önem taşıdığı düşüncesinde olduklarını uygulamalı olarak ortaya koymuşlardır.

Çiftçi (2012) mamul yaşam dönemi maliyetleme yöntemi üzerine yaptığı çalışmasında bu yöntemi kullanan işletmelerin özellikle karar verme sürecinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Buna karşın çalışmada elde edilen önemli sonuçlardan biri de firmaların önemli bir kısmının bu yönteme ilişkin bilgi sahibi olmadığıdır.

Şimşek (2012) mamul yaşam dönemi maliyetleme üzerine çalışma yapmıştır. Bu çalışmada, rekabetçi bir ortamda maliyet düşürmenin yollarından biri olarak mamul yaşam dönemi maliyetleme olduğu vurgulanmaktadır. Geleneksel yöntemle maliyetleme, mamulün olgunluk ve düşüş aşamasında belirlenirken, mamul yaşam dönemince maliyetlemede ise üretim öncesinde maliyetlerin belirlendiğine yoğunlaşmaktadır. Bir mamulün tasarımından başlayıp elden çıkarılmasına kadar olan

tüm süreci kapsayan mamul yaşam dönemi maliyetleme yöntemi yatırım kararlarında etkin olduğu, ancak bu etkinliğin artırılması için yöntemin Faaliyet Tabanlı Maliyetleme, Hedef Maliyetleme ve Kaizen Maliyetleme ile birlikte kullanılması önerilmektedir. Yöntemin işletmede bölümler arası iyi bir işbirliği, pazar araştırması, verilerin varsayım olarak iyi bir tahmin yönteminin geliştirilmesi ve hesapların ayrıntılı bir şekilde yapılması gerektiğini ifade etmektedir.

Adizes (1979) firma yaşam döngüsü ile ilgili yaptığı çalışmada, firmaların yönetsel sorunlarıyla ilgilenmiş, her bir yaşam döngüsü evresini yöneticilerin alacağı kararlar doğrultusunda incelemiştir. Bu çalışmada en fazla yaşam döngüsü evresinin oluşturulduğu dikkat çekmektedir. On evreden oluşan firma yaşam döngüsü PAEI formülasyonu ile izah edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın esasını yönetim üzerinden firma yönetiminin yaşam evreleri boyunca sergiledikleri davranışlar alınan kararlar ve bu kararlar doğrultusunda firmanın bulunduğu evreleri tespit etmek ve evrenin gerektirdiği davranış şekillerini ortaya koyarak yöneticileri alacakları kararlarda uyarmayı hedeflemiştir. Çalışmada organizasyonların yaşam döngüsü sorunlarının teşhisi ortaya konularak bu sorunların çözümüne yönelik öneriler yer almaktadır.

Anthony ve Ramesh (1992), yaptıkları çalışmada firma yaşam döngüsünü üç evrede incelemiş ve bu evrelerin oluşmasında tek ve çok değişkenli sınıflandırma yöntemlerini kullanmışlardır. Anthony ve Ramesh (1992)'in firma yaşam döngüsünü oluştururken geliştirdikleri skor sistemi ile her bir firmanın hangi evrede olduğunu tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmada firma yaşam döngüsü evrelerini muhasebe performans ölçümlerine, hisse senetlerinin fiyatlarındaki piyasa tepkisini ölçmüşlerdir. Analizler sonucunda, hisse senetlerinin piyasadaki tepkisinin satışlardaki büyüme ve sermaye harcamaları etki etmektedir. Bu tepkinin firma yaşam evrelerinin birer fonksiyonu olarak değerlendirmek gerektiği vurgulanmıştır. Çalışmanın özünde iki temel hipotezin test edildiği anlaşılmaktadır.

“1) Satışlardaki beklenmeyen pozitif büyüme durumunda, büyüme (düşüş) evresinde yer alan firmalar sermaye piyasaları ile daha yüksek (düşük) değer ilişkisine sahiptir.”

“2) Beklenmeyen pozitif sermaye harcamaları durumunda, büyüme (düşüş) evresinde yer alan firmalar sermaye piyasaları ile daha yüksek (düşük) değer ilişkisine sahiptir.”

Anthony ve Ramesh (1992)’in bu çalışmasının literatürde önemli bir dönüm noktası oluşturduğunu ve sonraki çalışmalarda geliştirilen modellerin bu çalışmayı esas aldığı gözlemlenmiştir. Bu nedenle çalışmanın literatüre önemli bir katkısının olduğu düşünülmektedir.

Black (1998a,b) çalışmasında Anthony ve Ramesh (1992)’in çalışmasını esas almış ve bu çalışmayla, firma kazançları ile nakit akış tablosu bileşenlerinden (faaliyetlerden nakit akışları, yatırımlardan nakit akışları ve finansmandan nakit akışları) 4 ayrı yaşam döngüsündeki değer ilişkisini incelemiştir. Black (1998a) üç temel evreyi oluştururken çok değişkenli sınıflandırma ve firma yaşı olarak firmanın borsaya kote edildiği tarihi baz almıştır. Yapılan regresyon analizinde öz kaynakların kayıtlı değeri nakit akışları değişkeni ile kazanca ait değişkenleri kullanılarak firmanın yaşam evrelerinin her birinin ayrı analizini yapmıştır. Çalışmanın sonucuna bakıldığında, nakit akış bileşenlerinin en az birinin farklı yaşam evrelerde hisse getirilerini açıkladığı vurgulanmaktadır.

Habbe (2002) Endonezya Borsasında (BEJ) üretim faaliyeti yürüten işletmeler üzerinde yaptıkları çalışmada, karlılık ve artan değer üzerinde firma yaşam döngüsünün etkisini ölçmüştür. Çalışmada 1989-1996 yıllarını kapsayan 788 firma yılı verilenden faydalanılmıştır. Firma yaşam döngüsü 5 evrede 377 firma yılı değerleri üzerinden incelenmiştir. Bunlar büyüme, büyüme/olgunlaşma, olgun, olgun/durgun ve durgun evrelerdir. Firmaların sermaye harcamaları dikkate alınarak yapılan analiz sonucunda yaşam döngüsünün karlılık ve piyasa değeri arasında ilişkinin pozitif yönlü olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda firma değerini mevcut varlıklar ve büyüme fırsatları olarak belirlediğinde, Myers teorisinden (1977) faydalanarak yapılan faktör analizinde yaşam döngüsünün her aşamasında farklı karakteristik özellikler sergilediği sonucunu çıkarmaktadır. Firma yaşam döngüsünün her bir evresinde (olgunluk evresi hariç) öz sermayenin piyasa değeri ile kazançların pozitif bir ilişki içerisinde olduğunu gözlemlemiştir.

Kousenidis (2005) yılında yaptığı çalışmada firmanın muhasebe karının hisse getirileri arasındaki ilişkiyi yaşam döngüsü kavramıyla birlikte incelemiştir. Kousenidis'e göre muhasebe karının muhasebe temeline dayalı değerlendirme modellerinde önemli belirleyicilerden birisidir. Bu çalışmanın sonucunda firmanın büyüklüğü kazanç/getiri arasındaki ilişkiyi açıklamada önemli bir faktördür. Ancak farklı yaşam döngüsü evrelerinin her birinde kazanç/getiri arasında bir farklılaşma görülmediği gibi güçlü bir ilişkinin tespiti yapılamamıştır.

Gregory ve diğ. (2005) yaptıkları çalışmada, küçük ve orta ölçekli işletmelerin sermaye yapılarını incelemek için Berger ve Udell (1998)'in geliştirdiği büyüme eğrisi modelini uygulamıştır. Bu modelde esas itibarıyla işletmelerin ilk kuruluş yıllarında ve büyüme aşamasında daha çok işletme melekleri finansman seçeneğini kullanmaktadır. Ancak işletme büyüyüp geliştikçe girişim sermayesi finansman ihtiyacı karşılanmış olacaktır. Dolayısıyla büyümenin devam etmesi durumunda daha fazla tecrübe ve bilgi birikimi işletmeyi uzun vadeli borçlanmaya ve hisse senedi ihracı yoluyla finansal ihtiyacını gidermeye yöneltecektir. Büyüme modeli olarak adlandırılan bu modelde, sınıflandırmaya esas olarak satışlar, tam zamanlı işgören sayısı, bilgi paylaşımı gibi kriterler esas alınmıştır. Bu model literatürde bulunan diğer modellere alternatif bir anlayış geliştirilmiştir.

DeAngelo ve diğ. (2006) yaptıkları çalışmanın esasında temettü ödemelerinin firma yaşam döngüsü ile bağlantısını araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, temettü ödemelerinin firma yaşam döngüsünü etkilediğini, özellikle olgunluk dönemlerinde firmaların temettü dağıtımını bir prestij olarak gördüklerini ifade etmektedirler. Analizlerin ortaya koyduğu sonuçlara bakıldığında firma yaşam döngüsü aşamalarının iyi bir iç ve dış sermaye karışımının sağlanması temettü teorisini destekler niteliktedir. Dolayısıyla düzenli temettü ödemelerinin katkıda bulunan sermayeye göre yüksek kazanılmış öz sermayeye sahip olma eğiliminde iken temettü ödemesi yapmayanların kazanılmış öz sermaye sahip olmadıkları tespitinde bulunmuşlardır.

Yonpae ve Chen (2006) çalışmalarında Anthony ve Ramesh (1992)'in modelini baz almış ancak skor sisteminde kendilerine göre bir değişiklik yaparak firmanın yaşam döngüsünde bulunduğu evreyi tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmada esas alınan değer ilişkisi, firma yaşam döngüsü evreleri ile muhafazakâr muhasebe

arasında gerçekleşebilecek ilişkiyi tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmanın ortaya koyduğu sonuca bakıldığında, bir taraftan muhafazakâr muhasebenin diğer taraftan muhasebe bilgilerinin değer ilişkinin üzerinde firma yaşam döngüsü evreleri ile birlikte ortak etkisinin olduğunun tespitinde bulunmuşlardır. *“Farklı yaşam eğrisi evrelerinde yer alan firmalar, üretim fonksiyonu ve yatırım fırsatlarında farklılık göstereceğinden, değer ilişkisi çalışmalarında bu durumun dikkate alınması”* gerektiği vurgulanmıştır.

Aharony ve diğ. (2006) yaptıkları çalışmada Anthony ve Ramesh (1992)’in çalışmasını esas almışlardır. Ancak bu çalışmaya nakit akış bileşenleri ile bu nakit akışlarına karşılık gelen tahakkuk temelli bileşenin, farklı yaşam döngüsü evrelerinde göreceli değer ilişkilerini araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, örneklemin tamamı dikkate alındığında yaşam döngüsü evreleri göz ardı edildiğinde, nakit akış bileşenleri ile tahakkuk bileşenlerinin açıklama güçleri arasında bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir. Ancak üç farklı yaşam döngüsü evreleri olan büyüme, olgunluk ve düşüş’e göre yapılan sınıflama sonucunda, her üç yaşam döngüsü evrelerinin açıklama gücü, tüm örneklemin açıklama gücünden daha yüksek olduğu anlaşılmaktadır.

Clyde ve Roman (2006) çalışmalarında işletmelerin tahakkuk, yönetim ve faaliyet kararları ile yaşam döngüsü arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu çalışmada ileri sürdükleri görüşe göre, firmanın yaşam döngüsü söz konusu firmanın tahakkuk özellikleriyle doğrudan ilişkili olduğunu vurgulamışlardır. Aynı zamanda yönetsel ve faaliyetle ilgili kararların firma yaşam döngüsü ile ilişkili olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmada varılan sonuca göre, firmaların ya satışlarını arttırması ya da maliyetlerini düşürmesi halinde karını arttıracaktır. Dolayısıyla pozitif tahakkuka sahip olacaktır. Bu durumda firmanın faaliyetlerden kaynaklı nakit akışı negatif olacaktır.

Liu (2006) firmanın çalışma sermayesi tahakkuklarını esas alarak bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada bir firmanın yaşam döngüsündeki evreye göre tahakkukların farklılık gösterdiğini iddia etmişlerdir. Çalışmadan çıkarılan sonuçlara göre, büyüme ile çalışma sermayesi tahakkukları arasında diğer yaşam döngüsü evrelerine nazaran pozitif bir ilişkinin olduğunu vurgulamıştır. Aynı zamanda düşüş aşamasında olan bir firmanın küçülme, tasfiye veya yeniden yapılanma gibi seçenekleri düşündüğünde, çalışma sermayesi tahakkuklarının diğer yaşam evrelerine göre negatif olacağı

tespitinde bulunulmuş ancak kazanç noktasında yönetimin etkisi ayrıca vurgulanmıştır.

Kim ve Suh (2009) Amerika’da yaptıkları ve 1981 – 2006 yıllarını kapsayan çalışmalarında dağıtılmamış karlar ile firma yaşam döngüsü evreleri arasındaki ilişki incelemişlerdir. Çalışmanın esas konusunu dağıtılmamış karların işletmenin alacağı finansal kararlarda ve firma yaşam döngüsü evrelerinde önemli bir temsilci olduğu, firmanın sermaye yapısı kararları farklı yaşam döngüsü evrelerinde farklılık göstereceğidir. Araştırmada işletmelerin borçlanma oranları dikkate alındığında işletmeler dağıtılmamış kar tutarlarına göre düşük, orta ve yüksek şeklinde üç gruba ayrılmıştır. Buna göre düşük ve yüksek dağıtılmamış kara sahip işletmelerde borçlanma oranı düşük düzeyde kalırken, orta düzeyde dağıtılmamış karı olan işletmelerin daha yüksek borçlanma oranına sahip olduğu tespitinde bulunmuşlardır. Çalışmanın bir başka sonucu ise, firmaların varlıklarının büyüme hızı ve uygulanan finansman yöntemlerinin dağıtılmamış kar tutarlarıyla ilişkili olduğudur. Başka bir ifade ile dağıtılmamış karları düşük olan firmaların göreceli olarak yavaş büyüme hızına sahip ve finansman ihtiyaçlarını hisse ihracıyla karşılarlarken, dağıtılmamış karları yüksek olan firmalarda bunun tam tersi bir durum geçerlidir

Shyu ve Chen (2009) yaptıkları çalışmada işletmelerin yaşamlarını sürdürebilmeleri için işletme riskini düşürme ve büyüme fırsatları arayışına yönelik stratejik kararları incelenmiştir. Bu çalışmada çeşitlendirme stratejisinin kapsamı ile farklı yaşam döngüsü evrelerinde işletme performansın arasında bir ilişkinin olup olmaması araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, çeşitlendirmenin firmaya özgü şartlara ve firmanın karakteristik özelliklerine bağlı olarak yaşam döngüsü evrelerinin bu durumun yansıtılmasında önemli bir rol oynadığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca bağımlı değişken olarak ürün çeşitlendirmesini esas alarak çeşitli sahiplik yapısı değişkenlerini, işletme riskini, büyüme fırsatlarını ve temettü değişkenleri kullanılarak oluşturulan modelin olgunluk evresinde çeşitlendirme stratejisinin diğer yaşam evrelerine göre daha hayati bir rol üstlendiği tespitinde bulunmuşlardır.

Yan ve Zhao (2010) çalışmalarında, firma yaşam döngüsü aşamalarını ölçmek için yeni ve alternatif bir metodoloji geliştirmişlerdir. Bu metodolojilerinde özellikle firma yaşam aşamalarının ölçülmesinden daha esnek bir yaklaşım sağlamakta

olduğunu iddia etmişlerdir. Bu yöntemin nispeten daha uzun bir geçmişe sahip kuruluşlar için daha uygun olduğunu belirterek kesme noktalarının 33-67 yüzdelik dilimlerinden türetildiği için kısa süreli yaşam döngüsü olan firmalarda daha az etkili olduğunu vurgulamışlardır. Büyük örneklem ve uzun zaman serisi olan firmaların yaşam aşamalarının belirlenmesinde etkili bir yöntem olduğu tespitinde bulunmuşlardır.

Dickinson (2011) yaptığı çalışmanın temelini nakit akış modellerini kullanmak suretiyle firma yaşam döngüsü aşamalarını belirleyecek bir model geliştirmiştir. Modelin daha sağlam temelleri dayandığını vurgulayarak firma yaşam döngüsü aşamalarının belirlenmesinde her bir firmanın bulunduğu aşamayı tespit etmede daha etkin bir yöntem olduğunu iddia etmiştir. Özellikle karlılığın, yaşın, temettü dağıtımının objektif olmadığını belirterek, daha objektif veriler sunan nakit akış modellerini önermektedir. Nakit akış örüntüsünün, analiz, tahmin, değerlendirme ve gelecekteki araştırmalar için bir kontrol değişkeni olarak uygulamaları olan daha sağlam bir araç olduğunu belirtmektedir.

Shayan (2013) İran’da Tahran borsasında faaliyet gösteren işletmelerin 2005-2011 yılları arasındaki verilerinden faydalanarak farklı yaşam döngüsü aşamalarında finansal oranlar ile yaratılan hisse değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu araştırmada üç evreden oluşan büyüme, olgunluk ve düşüş yaşam döngüsünü tanımlamak için temettü ödemelerini, satışlardaki büyümeyi, sermaye harcamalarını ve firma yaşını esas alarak analizlerini yapmıştır. Analiz sonucuna göre finansal oranlar ile yaratılan hissedarlar değeri arasında anlamlı bir ilişki olmasına rağmen, farklı aşamalardaki kurumsal yaşam döngüsünün finansal oranlar ile yaratılan hissedarların değeri arasındaki ilişkiyi etkileyebileceğini tespit etmiştir. Ancak mali oranlar ile pay değeri arasındaki ilişki bakımından yaşam döngüsünün farklı evrelerinde bazı oranlar için farklılıkların olduğu sonucuna ulaşmıştır. Büyüyen firmalarda borç oranı, satış getirisi oranı ve hisse başına kazanç oranlarında, düşüş evresinde olan firmalarda ise satış getirisi oranı, borç/öz kaynak oranı, hisse başına kazanç ve öz kaynak getirisi oranlarında hisse değerleri arasında bir ilişkinin tespit edilmediği sonucuna varmıştır.

Abednazari ve Noravesh (2013) Tahran borsasında işlem gören firmalar üzerinde 2006-2010 yılları arasında 82 firmanın 410 veriden faydalanarak bir çalışma yapmışlardır. Çalışmada bir firmanın yaşı ve mevcut durumunun yaşam döngüsü aşamalarında gelecekteki yatırım fırsatlarını etkilediğini tespit etmişlerdir. Bu etkinin yaşam döngüsü açısından farklılıklar arz ettiğini gösteren araştırmaya göre firmaların her bir yaşam evresinde yönetim kararlarının etkili olduğunu da belirtmişlerdir. Özellikle yatırım fırsatlarının büyüme aşamasında meydana getirdiği kazancın değerlendirme ve kararlarında dikkate alınması gerektiğini, büyüme aşamasındaki fırsat-kar ilişkisinin düşüş aşamasında gerçekleşmediğini vurgulamışlardır.

Zohrabi vd. (2013) çalışmalarını firmaların çalışma sermayesi stratejilerini yaşam döngüsünün büyüme ve olgunluk aşamalarında ele alarak bir inceleme yapmışlardır. Çalışma sermayesi firmanın sahip olduğu dönen varlıklarından oluşmaktadır. Dönen varlıklar işlemenin likiditesinin belirlenmesinde ve finansal kararların alınmasında önemli bir role sahiptir. Çalışma sermayesi yönetiminin hedeflediği, yeterli düzeyde ve uygun miktarda likidite, riskin en aza indirilmesi ve firma sahiplerinin refah düzeyinin yükseltilmesi ile stratejik olarak nakit yönetimi tutumları, borçlanma oranları tutumları ve faaliyet nakit akışı tutumları işletmeler için hayati önem taşımaktadır. Söz konusu değişkenler dikkate alınarak yapılan analizler sonucunda büyüme aşamasında işletmelerin daha cesur ve atak bir çalışma sermayesi stratejisi izlemekte iken, olgunluk evresinde bulunan işletmelerin daha muhafazakâr bir strateji izledikleri ortaya çıkmıştır.

Salehnejad ve Shahiazar (2014) yaptıkları çalışmada, sermaye yapısı modellerinden hiyerarşi teorisi ile firma yaşam döngüsü aşamaları arasındaki ilişki incelenmiştir. Hiyerarşi teorisinde öne sürülen optimal sermaye yapısının olmadığı, dolayısıyla işletmenin finansal ihtiyacını öncelikle iç kaynaklardan sağlayacağıdır. Şayet finansal ihtiyacın iç kaynaklardan karşılanamaması durumunda öncelikle borçlanma yoluna başvurulacağı sonrasında ise hisse senedi ihracı yoluyla giderileceği öngörüsünde bulunulmuştur. Bu çalışmanın ortaya koyduğu sonuca bakıldığında, büyüme evresinde firmalar sermaye yapısı kararlarında hiyerarşi teorisine göre hareket ederken, olgunluk ve düşüş evresinde hiyerarşi teorisinden ayrılmaktadırlar

Castro ve diğerleri (2015) teknolojik firmaların sermaye yapısının yaşam döngüsü aşamalarına göre dinamik bir analiz yapmıştır. Bu çalışmada İspanya ve Avrupa'dan geniş bir kamu şirketi örneği kullanılmıştır. Çalışmada aynı zamanda teknolojik olmayan firmalarında analize tabi tutulduğu gözlemlenmiştir. İşletmelerin yatırım ve finansman nakit akışlarına dayalı yenilikçi bir yaklaşım, kaldıracağı farklılıkları analiz ederek her iki sektördeki aşamalar arasında sermaye yapısının itici güçlerinin farklı rolleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Sonuç olarak, maddi olmayan varlıkların etkisindeki farklılıkların ve teknoloji firmaları için başta olgunluk aşaması olmak üzere bazı aşamalarda büyüme fırsatlarının arkasındaki baskın itici güç olarak hiyerarşi teorisinin oluşturduğu bilgi asimetrisi faktörünün etkin olduğu ortaya çıkmıştır. Frank ve Goyal'ın (2003) hiyerarşi teorisi testi, tüm yaşam döngüsü aşamalarında teknoloji firmaları tarafından daha az borç kullanıldığını doğrulamıştır.

Hasan ve diğerleri (2015), 1990-2012 yılları arasında Avustralya'da 8020 firma-yıl verilerini kullanarak De Angelo vd. (2006) ile Dickinson (2011) tarafından geliştirilen nakit akış bileşenlerini kullanarak yaptıkları araştırmada öz kaynak maliyeti ile firma yaşam döngüsü arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada başlangıç ve büyüme aşamasındaki işletmelerin yeterince tanınmamasından ve yeterli analist tarafından takip edilememesinden dolayı asimetrik bilgi sorunuyla karşı karşıya kaldıklarını ifade ederek bunun sermaye maliyetini arttıracaklarını vurgulamışlardır. Buna karşılık olgunluk evresindeki firmaların bilgi asimetrisi en aza indiği için hisse senetlerinin daha fazla tercih edileceğinden öz kaynak maliyetlerinin daha az olduğu tespitinde bulunmuşlardır. Firmanın yeterli teknolojik ve fiziki kaynaklara sahip olmamasının işletme için bir risk oluşturduğunu ve sermaye maliyetinin farklılaşmasına etkide bulunduğunu ifade etmişlerdir.

Lima ve diğerleri (2015) Brezilya BM & Fbovespa'da listelenen ve borsada faaliyet gösteren firmaların 1995-2011 yılları arasındaki verilerden hareketle, firmaların yaşam döngüsü aşamalarının muhasebe bilgilerinin kalitesi üzerinde bir araştırma yapmıştır. Araştırmanın sonuçlarına göre, Brezilya kamu şirketlerinin yaşam döngüsü aşamaları arasında muhasebe sonuçlarını yönetimi dışında muhasebe bilgilerinin kalitesinde önemli farklılıkların olduğunu göstermiştir.

Drobetz ve diğerleri (2015), yaptıkları çalışmada, yaşam döngüsü evrelerinde firmanın nakit bulundurma stratejisi üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmanın dikkat çeken bulgularından birisi, işletmelerin yaşam döngüsünün ilk evrelerinde daha fazla nakit bulundurdıkları sonraki evrelerde giderek azalma göstermesidir. Bu farklılığın yaşam döngüsünün yanı sıra finansal hiyerarşi ve dengeleme kuramıyla desteklendiği, aynı zamanda vekâlet problemi nedeniyle başlangıç ve büyüme evrelerinde sahip olunan nakit değerlerin olgunluk evresine nazaran daha fazla olduğu ortaya çıkmıştır.

Firma yaşam döngüsünü müşteri odaklı olarak inceleyen Irvine, Park ve Yıldızhan (2016) yaşam evrelerinin ilk aşamasında müşteri konsantrasyonu ile karlılık arasında önemli ölçüde olumsuz olduğunu, ancak olgunluk aşamasında bu ilişkinin olumlu sonuçlar verdiğini tespit etmişlerdir. Firmaların yaşam evresinin ilk yıllarında önemli düzeyde harcama yaptıkları, sonraki evrelerde müşteri bazlı harcamaların düştüğü ve firmanın bundan önemli ölçüde fayda sağladığı açıkça görülmektedir.

Güleç ve Karacaer (2018) Borsa İstanbul örneği üzerinde yaptıkları çalışmada kurumsal yaşam eğrisi ve muhasebe performansını incelemişlerdir. Bu çalışmada muhasebe performansı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi kurumsal yaşam döngüsü teorisi ile birlikte ele almışlardır. Analizler için Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 153 finansal olmayan firmanın 2006 ile 2014 yılları arasındaki 1353 firma yılı verilerinden faydalanmışlardır. Çalışmada Anthony ve Ramesh (1992) değer ilişkisi modeli kullanılmıştır. Çalışmada üç muhasebe performans ölçümü olan beklenmeyen satış büyüme hızı, sermaye harcamaları ve kazanç büyüme (düşüş) evresinde en yüksek (düşük) değer ilişkisine sahip olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca yapılan analizlerin sonucuna göre, teknoloji ve ulaştırma sektörlerinin büyüme, metal sanayi, çimento ve cam ürünleri sektörleri ise düşüş evresinde olduğunu bulmuşlardır.

Ambalavanar (2019) kurumsal yaşam döngüsünün sermaye yapısı üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmasında, Almanya'da 2009-2017 yılları arasında borsaya kote edilmiş finansal olmayan 351 firmanın verileri üzerinden bir araştırma yapmıştır. Bu araştırmada kurumsal yaşam döngüsünün ilgili şirketlerin sermaye yapısı üzerinde etkisi şirketlerin faaliyet gösterdiği sektör grubuna bağlı olduğunu ileri sürmüştür.

Yapmış olduğu sağlamlık testleri sonrasında regresyon sonuçlarına göre, büyüme yaşam döngüsü aşaması ile olgunluk yaşam döngüsü aşaması, kaldıraç oranları üzerindeki (artan) etkisi olumlu ve anlamlıdır. Aynı zamanda büyüme yaşam döngüsünden olgunluk yaşam döngüsü aşamasına kadar olan aşama, kaldıraç oranındaki bir düşüşle ilişkilidir. Bunun yanı sıra olgunluk yaşam döngüsü aşamasının kaldıraç oranları üzerindeki (artan) etkisi, diğerine göre yaşam dönüsü aşamaları, olumsuz ve anlamlıdır. Ayrıca düşüş yaşam döngüsünün (artan) etkisi olgunluk yaşam döngüsü aşamasına göre uzun vadeli borçların üzerinde önemli bir etki yapmamaktadır. Aksine olgunluk yaşam döngüsünde toplam borç oranı ve kısa vadeli borç oranı üzerindeki etki olumlu ve anlamlıdır. Düşüş yaşam döngüsü aşamasında toplam borç oranında ve kısa vadeli borç oranında bir artış oluşturduğu ancak bunun anlamlı olmadığını tespit etmiştir.

Canton vd. (2019) Brezilya’da çalışma sermayesi ve yaşam döngüsünün karlılığa etkisini araştırmışlardır. Bu çalışmada Brezilya Borsası’na B3 te kayıtlı işletmelerin 2014-2017 yılları arasındaki verilerinden hareketle Park ve Chen (2006) metodolojisini uygulayarak işletme sermaye yönetiminin ve örgütsel yaşam döngüsünün işletme karlılığı üzerinde etkisinin farklı şekilde gerçekleştiği bulgusuna ulaşmışlardır. Metodolojide örgütsel yaşam döngüsü için üç evreden oluşan yöntem kullanılmıştır. Bunlar büyüme, olgunluk ve düşüş aşamalarıdır. Yöntemde nakit dönüşüm süresi, ortalama hisse senedi süresi, kullanılan ortalama belge süresi ve ortalama ödeme süresi kullanılmıştır. Bununla birlikte örgütsel yaşam döngüsü için sermaye harcamaları, satış büyümesi, temettü ödemeleri ve şirket yaşı baz alınarak örgütsel yaşam döngüsü evrelerinin tespitine çalışılmıştır. Varlık karlılığı için varlıkların getirisinin kullanıldığı çalışmada işletme sermayesinin yönetiminin örgütsel yaşam döngüsü evrelerine bağlı olduğu tespitinde bulunmuşlardır. İşletme sermayesi yönetim süreçlerine yatırım yapmanın ve bunu rutin karar alma süreçlerine etkin bir şekilde dâhil etmenin şirketlerin hayatta kalması ve devamlılığı için esas olduğu ve doğrudan karlılığa yansıdığı, nakit dönüşüm döngüsü ile ilgili büyüme ve olgunluk aşamasında daha yüksek karlılığa ulaşıldığı sonucuna varmışlardır.

Akbar ve diğerleri (2019) Pakistan firmalarının iflas riskinin kurumsal yaşam döngüsüne bağlı olup olmadığını incelemişlerdir. Yaptıkları çalışmada finansal olmayan 12 farklı sektörden 301 firmanın 2005 ile 2014 yılları arasında verileri

üzerinden Hiyerarşik Doğrusal Karma Model (HLM) üzerinden analiz etmişlerdir. Yaptıkları çalışmanın sonuçlarına göre firmaların, başlangıç, büyüme ve düşüş aşamalarında daha yüksek iflas riski yaşadıklarını, buna karşılık olgunluk aşamasında daha düşük bir iflas riskiyle karşı karşıya olduklarını ortaya koymuşlardır. Bu bulgulardan hareketle finans yöneticilerinin, kurumsal yaşam döngüsünün her aşamasında firmanın finansal kırılganlığı konusunda daha dikkatli olmaları gerektiğini ifade etmişlerdir. Ayrıca, Pakistan’da firmaların yaşam döngülerinde sıralı bir model izlemediklerin, bunun yerine önceki bir aşamaya dönme veya yaşam döngüsünün bir sonraki aşamaya atlama eğiliminde olduklarını ortaya koymuşlardır. Çalışmanın önemli bir vurgusu da yaşam döngüsü aşaması ile ilgili iflas riski arasındaki ilişkiyi ampirik olarak inceleyen ve yöneticilerin bir işletmenin sürdürülebilir bir şekilde faaliyetlerini devam etmesi için yaşam döngüsü etkilerini finansal planlamalarına ve karar alma süreçlerine dahil etmeleri gerektiğini öne süren ilk çalışma olduğunu ifade etmişlerdir. Bu bulgular, finans yöneticilerinin, kurumsal yaşam döngüsünün her aşamasında firmanın finansal kırılganlığı konusunda dikkatli olmaları gerektiğini göstermektedir. Sonuçlar ayrıca Pakistanlı firmaların yaşam döngülerinde sıralı bir model izlemediklerini, bunun yerine önceki bir aşamaya dönme veya yaşam döngüsünün bir sonraki aşamasına atlama eğiliminde olduklarını da ortaya koyuyor. Bu, sağlam yaşam döngüsü aşaması ile ilgili iflas riski arasındaki ilişkiyi ampirik olarak inceleyen ve yöneticilerin bir işletmenin sürdürülebilir çalışması için yaşam döngüsü etkilerini finansal planlamalarına ve karar alma süreçlerine dahil etmeleri gerektiğini öne süren ilk çalışmadır.

Yoo ve diğerleri (2019) Kore Borsası’na (KRX) kayıtlı imalat endüstrisinde faaliyet gösteren 516 firma üzerinde yaptıkları çalışmada Ar-Ge harcamalarının gelecekteki yönetim performansı üzerine etkilerini araştırmışlardır. Bu çalışma 2000-2010 yıllarını kapsayan 3743 firma yılı verisi üzerinden yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda Ar-Ge harcamalarının firmanın gelecekteki performansı üzerinde olumlu etki yaptığı sonucuna varılmıştır. Ancak firma yaşam döngüsü açısından Ar-Ge harcamalarının gelecekteki firma performansı firmalara göre değişiklik arz ettiğini gösteren sonuçlara ulaşılmıştır. Sermaye piyasasında işletmelerin sürdürülebilir büyüme potansiyelleri bakımından çevre, koşullar ve stratejisindeki gelişmeleri yansıtan yaşam döngüsünün belirsizliği arttırdığını göstermiştir. Ar-Ge harcamalarının

firma yaşam döngüsü arasındaki ilişki bakımından incelendiğinde, yapılan test sonuçlarının Ar-Ge harcamalarının firma yaşam döngüsünü önemli ölçüde etkilediği gözlemlenmiştir. Gelecekteki sürdürülebilir büyümenin sağlanması açısından Ar-Ge yatırımlarının doğru seçilmesi yöneticilerin doğru kararlar alması gerekmektedir. Piyasanın firma yaşam döngüsüne göre tepki göstereceği, dolayısıyla firma yaşam döngüsü dikkate alınarak gelecekteki sürdürülebilir büyümenin sağlanması gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Firma yaşam döngüsünün daha uzun bir zaman dilimine yayılması açısından firma değerinin maksimize edilmesi, aynı zamanda stratejik kararlarda yöneticilerin piyasa performansını iyi takip etmeleri ve buna göre doğru kararlar almalarına bağlı olduğu sonucuna varmışlardır.

Wang ve diğerleri (2020) yaptıkları çalışmada Pakistan firmalarının 2005-2014 yılları arasında 12 farklı endüstride faaliyet gösteren ve finansal olmayan işletmenin verilerini kullanmışlardır. Bu çalışmada, işletme sermayesi yönetiminin ve işletme stratejisinin, firma yaşam döngüsünün farklı aşamalarında firmanın performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analiz yöntemi olarak Hierarchical Linear Mixed (HLM) kullanmışlardır. Sonuç olarak, genel olarak işletme sermaye yönetiminin firma performansı ile olumsuz bir ilişki içinde olduğunu ortaya koymuşlardır. Ancak bu ilişkinin yaşam döngüsünün farklı evrelerinde statik olmadığını belirtmişlerdir. Giriş ve büyüme evresinde negatif bir ilişki oluştururken normalde işletme sermayesi yönetiminin olgunluk evresinde firma performansını önemli ölçüde etkilemediğini belirtmişlerdir. İşletme sermayesi stratejisinin ölçüldüğü araştırmada, firma yaşam döngüsü çerçevesinde, giriş, büyüme ve düşüş evrelerindeki muhafazakar bir strateji uygulayan firmaların performanslarının olumsuz etkilendiğini, bu nedenle firmaların agresif bir strateji uygulamaları önerilmiştir. Ancak önemli bulgulardan biride, örnek firmaların yönetiminin finansal sürdürülebilirliklerini ciddi şekilde tehlikeye atabilecek bir işletme sermaye yönetimi stratejisi oluştururken ilgili yaşam döngüsü evresini hesaba katmadıkları anlaşılmaktadır. Dolayısıyla ortaya çıkan bulgularda firmaların özelleştirilmiş işletme sermayesi yönetimi politikalarına ve işletme sermayesi stratejilerine önemli ölçüde ihtiyaç duydukları ve yöneticilerin işletmenin sürdürülebilirliğini sağlamak için finansal planlamalarında firma yaşam döngüsünün evrelerinin önemli rolü olduğunu gözden kaçırmamaları gerektiği vurgulanmıştır.

Shahzad ve diğerkleri (2022) 2007-2016 yılları arasında 3483 firma yılı olarak hem Shenzhen hem de Shanghai Menkul Kıymetler Borsalarında listelenen A-tipi hisse piyasasında yaptıkları çalışmada, firma yaşam döngüsü boyunca inovasyon kararlarını gelişmekte olan pazarlarda incelemişlerdir. Çalışmada, varlık likidite kısıtlamaları, özel risk ve nakit akışı riski altında firmaların girdi ve çıktı inovasyon kararlarını verirken farklı firma yaşam döngüsü aşamaların yöneticileri nasıl etkilediğini ampirik olarak değerlendirmişlerdir. Sonuç olarak, firmaların giriş ve büyüme aşaması ile düşüş aşamasında inovasyon faaliyetlerine daha fazla yatırım yaptığını ve bu nedenle girdi inovasyon varlık likiditesinin pozitif bir ilişkiye sahipken çıktı inovasyon varlık likiditesinin negatif bir ilişkiye sahip olduğunu, olgunluk döneminde ise daha az yatırım yaptıklarını ileri sürmüşlerdir. Bu çalışmada ayrıca, düzenleyici etkilerin yanı sıra, firmaların varlık likiditesi cari ve gelecek dönemlerde çıktı yenilik fırsatlarını olumlu etkilediğini, özel ve nakit akışı hareketliliğinin firmaların hem girdi hem de çıktı yeniliğine olumsuz etkisinin olduğunu vurgulamışlardır. Bulguların sadece yöneticilerin firmaların inovasyon kararlarında katkıda bulunmakla birlikte, aynı zamanda yatırımcıların farklı firma yaşam döngüsü aşamaları boyunca yatırım kararları verebilme anlayışını da geliştirmekte olduğu ortaya konulmaya çalışılmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM

2. SERMAYE YAPISI

GİRİŞ

İşletmelerin sermayesi denildiğinde, işletmelerin varlıklarını elde edebilmek için kullandıkları kaynakların neler olduğu ifade edilmektedir. Her işletme varlığını sürdürebilmek için işletmenin yapısına, hukuki durumuna ve faaliyette bulunduğu sektörün gerektirdiği ölçülerde belirli bir kaynağa ihtiyacı vardır. Kaynaklar genel olarak iki kısımdan oluşur. Bunlar; borçlar ve öz sermayedir. İşletmenin dışardan sağladığı tüm kaynaklar borçlar, hissedarlar ve işletmenin faaliyetlerinden dolayı oluşan fon ve benzeri değerler ise öz sermayeyi oluşturur.

Sermaye yapısı işletmelerin kullandıkları kaynakların oluşumu olarak nitelendirilebilir. Sermaye yapısının oluşumu işletmeden işletmeye farklılık gösterebileceği gibi, işletmenin faaliyet gösterdiği endüstri, kapasitesi, piyasa ekonomisi, ülke ve dünyadaki ekonomik şartlar ve gelişmeler ile faaliyetinin gerektirdiği hukuki şartlara göre değişiklik gösterebilmektedir. Ancak, genel olarak sermaye yapısından kasıt, işletmenin sermaye yapısını oluşturan borç ve öz kaynakların kullanım oranları ve bunların karışımlarının nasıl olması gerektiği şeklindedir. Özellikle optimal sermaye yapısından kasıt en ideal karışımın oluşturulması ve işletmenin bu sermaye yapısından maksimum düzeyde kazançlı çıkmasıdır.

Çalışmanın bu kısımda sermaye yapısı tanımlaması, önemi, optimal sermaye yapısı kavramları açıklandıktan sonra, sermaye yapısı yaklaşımları ve bu yaklaşımların ortaya attığı teoriler izah edilecektir. Ayrıca, sermaye yapısı belirleyicilerine değinilecek ve sermaye yapısı konusunda daha önce yapılan çalışmalar özetlenecektir.

2.1. Sermaye Yapısının Tanımı ve Önemi

İşletmeler gelecekte var olabilmek ve varlıklarını sürdürebilmek için kar etmek amacıyla kuruluşlarını gerçekleştirirler. Kuruluşlarını gerçekleştirebilmek için belli bir sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar. Sermaye işletmenin faaliyetlerini gerçekleştirmek için kullanılacak ilk finansman kaynağı olarak ihtiyaç duydukları bir kaynaktır. İşletmeler sahip oldukları sermaye düzeyi ile faaliyetlerini finanse edebilmekte ve dolayısı ile varlıklarını sürdürülebilir kılmaktadır.

Sermaye yapısı dar anlamda işletmelerin borçları ile öz kaynakları arasındaki ilişkiyi ifade eder (Akgüç, 1998:481). Bir başka anlatımla sermaye yapısı, işletmelerin varlıklarının finansmanında kullanılan kaynakların bir bileşimidir (Sayman, 2012:7). Geniş anlamda sermaye yapısı “*şirketlerin menkul kıymetleri, banka borçları, ticari borçları, finansal kiralama sözleşmeleri, vergi, sosyal sigorta ve emeklilik yükümlülükleri, personelin ertelenmiş tazminatları, diğer tüm garanti ve yükümlülükler*” şeklinde tanımlanabilir (Yener, 2002:5). Türko’ya (1999:495) göre firma değerinin en yükseğe çıkarılmasında kullanılan araçlardan biri olan sermaye yapısı, işletmelerin varlıklarını finanse etmek için tercih ettikleri uzun vadeli yabancı kaynaklar ile öz kaynaklarının oluşturduğu yapıyı ifade eder. Finansal açıdan literatürde sermaye yapısıyla aynı manada kullanılan finansal yapı, uzun vadeli kaynaklara ilave olarak kısa vadeli kaynakları da içermektedir. Finansal yapı tanımlamasında kısa vadeli kaynaklar şayet işletme için süreklilik arz eden bir şekilde kullanılıyor ise bu durumda sermaye yapısı tanımlamasına dâhil edilmesi, böylece sermaye yapısı ile finansal yapının aynı yapıyı ifade etmesi olağandır (Tevfik, 2005:117). Tanımlardan da anlaşıldığı gibi sermaye yapısı işletmelerin sahip oldukları varlıklarını finanse etmek için kullandıkları kaynakları, bir başka ifade ile katlandıkları yükümlülüklerini ifade eder. Sermaye yapısı işletmelerin kullandıkları uzun vadeli kaynakların bileşimini oluşturmaktadır (Berk, 2010:279).

İşletmelerin sermaye yapısı bilançonun pasifi anlamına gelmektedir. Bilançonun pasifi yabancı ve öz kaynaklardan oluşmaktadır (Ercan ve Ban, 2010:227). Yabancı kaynaklar işletmeye dışardan elde edilen kısa, orta ve uzun süreli borçları ifade etmektedir (Yakar, 2011:1). İşletmeler çeşitli finans kurumlarının (banka) yanı sıra sermaye piyasasından, potansiyel yatırımcılardan ve işletmeye vadeli hesap

yoluyla tedarik sağlayan satıcılardan borç olarak sermaye elde edebilmektedir. Bu borçlanmanın tümü işletme faaliyetlerinin finansmanında kullanılmaktadır ve sermaye özelliği taşımaktadır. Öz kaynaklar ise işletme sahiplerinin işletmeye sermaye olarak bıraktıkları parasal değerler karşılığındaki hisse senetleri ile işletmenin çalışmaları sonucunda oluşan oto finansman kaynaklarından oluşmaktadır. İşletmelerin üzerinde ortaklık hakkını gösteren hisse senetleri adi ve imtiyazlı hisselerden oluşurken oto finansman kaynakları ise sermaye yedekleri ile kar yedekleri, amortisman ve karşılıklardan oluşmaktadır.

İşletmelerin kaynak bileşimi olarak adlandırılabilen sermaye yapısı her bir işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmek ve büyümek amacıyla çeşitli varlıklara yaptığı yatırım kadar kaynak temin etmesi gerekir. Bu nedenledir ki bilançonun denkliği ilkesi varlıkların kaynaklara eşit olması prensibini oluşturmaktadır. İşletmelerin borç olarak aldıkları yabancı kaynaklara ödedikleri faizden dolayı belli bir maliyete katlandıkları bilinmektedir. Öz kaynağın maliyetinin olmadığı düşünölmektedir. Oysaki işletme sahiplerinin işletme üzerinden bir getiri beklentileri söz konusudur. Bu getiri beklentisi işletme açısından öz sermaye maliyetidir. Aynı zamanda öz kaynaklar borçlar gibi belirli bir vade ve belirli bir faiz ödemesinden farklıdır. Bir taraftan sonsuz vadeli (vadesiz) diğer taraftan iflas riskinin getirdiği bağlayıcı yükümlölüğü söz konusudur. Bu nedenledir ki işletme sahiplerinin işletmeden getiri beklentileri borç verenlere göre daha yüksektir. Bundan dolayıdır ki öz kaynak maliyetleri her zaman borç maliyetinden daha yüksektir. Bir başka ifade ile işletmeler açısından öz kaynak borca kıyasla daha pahalı bir kaynaktır. İşletmelerin borçları, önceden belirlenen bir vade ve belirlenmiş bir maliyetle geri ödeneceği için işletme açısından finansal risk oluşturan bir kaynaktır. Bu maliyet işletmeye aynı zamanda vergi avantajı sağlayacağı için bir kaldıraç yaratacaktır. Yüksek borçluluk oranına sahip işletmeler artan finansal riske bağli olarak bu kaldıraçtan zarar görebilirler. Bu açıdan işletmeler kendilerine optimum düzeyde bir borç/öz kaynak oranı belirleyerek bir taraftan finansal risklerini belirli bir düzeyde tutmayı, diğer taraftan finansal kaldıracın olumlu etkilerinden faydalanmayı amaçlamaktadırlar. Sermaye yapısı teorileri sermaye yapısındaki borç/öz sermaye bileşimindeki değişimler sonucunda, işletme değerinin artırılıp arttırmayacağını, bir başka ifade ile finansal kaldıracın firma değerı üzerindeki etkisini irdelemektedir.

İşletmelerin sermaye yapısı, faaliyetleri açısından olduğu kadar rakip firmalarla olan rekabet açısından da önemlidir. Özellikle rekabetin yüksek düzeyde olduğu ekonomilerde güçlü sermaye yapısına sahip işletmelerin rekabette öne geçtiği ve piyasa üzerinde daha kolay hâkimiyet kurduğu bilinmektedir. Potansiyel yatırımcılar ve işletme ile ilgili kreditörler işletmenin öz sermayesi ile birlikte borç/öz kaynak dağılımı, karlılığı, likiditesi ve temettü dağıtımını gibi birçok finansal göstergeler karar verme açısından önem arz etmektedir. Ortaklar açısından önemli bir gösterge kar dağıtımını olduğu için güçlü sermayeli işletmelerin kar dağıtımını yapabildikleri ve potansiyel yatırımcıları cezbedebilmekte, dolayısıyla mevcut ortakların işletmede devam etmelerini sağladığı gibi yeni yatırımcıların ortak sıfatıyla işletme ile ilgilenmelerini sağlayabilmektedir.

İşletmelerin piyasa değeri açısından da sermaye yapıları etkili olmaktadır. Literatürde bu konuda birçok çalışmaya rastlanılmaktadır. Bu çalışmalar sermaye yapısını farklı modeller ile yaklaşımlar ve bunların belirli varsayımlar temelinde işletmenin piyasa değeri üzerinde nasıl bir etki yaptığı konusunda yapılan araştırmalardır. Bu yaklaşımlar literatürde genel olarak klasik ve modern yaklaşımlar olarak iki temel gruba ayrılmıştır. Modigliani ve Miller (1958)'in yaptığı araştırma sonucunda ortaya attıkları ve 1963 yılında revize ederek oluşturdukları ve literatürde Modigliani ve Miller modeli olarak tanımlanan düşünceleri ile birlikte ödünleşme teorisi, piyasa zamanlaması teorisi ve diğer modern teoriler literatürde yer edinmiş ve sermaye yapısı yaklaşımları boyut değiştirmeye başlamıştır.

İşletmelerin sermaye yapılarını etkileyen birçok faktör mevcuttur. Bunları işletme içi ve işletme dışı faktörler olarak ele aldığımızda, İşletme içi faktörler daha çok sabit varlıklar, işletme büyüklüğü, büyüme fırsatları, karlılık, ürün çeşitliliği, kar dağıtım politikaları ve işletmenin yaşı sayılabilir (Yakar, 2011:60). İşletme dışı faktörler ise daha kapsamlı olup işletme sermayesi üzerinde etkili olmaktadır. Bunlardan bir kaçını sıralayacak olursak; işletmelerin faaliyet gösterdiği makroekonomiler ve sektörlerin durumu, hukuki mevzuatlar, bankacılık ve sermaye piyasalarındaki gelişmişlik, işletmelerin özellikleri, büyüme oranları, faiz oranları, döviz kurları ve politik riskler sayılabilir (Sayman, 2012:62). Bu sayılan işletme içi ve işletme dışı faktörlerin işletme sermayesi üzerinde belirleyici etkilere sahip olduğundan işletmelerin bu faktörleri dikkate alarak faaliyetlerini sürdürmek ve

sermaye yapılarını şekillendirmek durumundadırlar. İşletmeler sermaye yapısı hakkındaki kararları alırken işletme içi dinamikleri de göz önüne alarak işlemenin ideali olan optimal sermaye yapısını belirlemektedir.

İşletmelerde sermaye yapısı kararları önemli bir finansal yönetim konusu olarak güncelliğini korumaktadır. Ülkemizin makroekonomik büyümesi, küreselleşme ve küresel büyüme, dijitalleşme ve E-ticaret gibi faktörlerin yanı sıra, ülkemizin finansal kurumlarında özellikle borsalar başta olmak üzere meydana gelecek gelişmeler ve uluslararası finansal piyasalar ile entegrasyonu gün geçtikçe artacağı şüphesizdir. Bu kadar etken faktörün bulunduğu bir ortamda işletmelerin uluslararası pazarlarda daha rekabetçi bir yapıya sahip olmaları için rekabette olumsuz olan içinde bulunduğu dezavantajlardan kurtulması gerekmektedir. Dolayısıyla işletmelerin rekabet avantajlarını kullanabilmeleri ve uluslararası piyasada etkin olabilmesi işletmelerin sermaye yapıları ve bu sermaye yapılarını oluşturan sermaye maliyetlerini rekabet edilebilir duruma getirebilmeleri ve buna bağlı olarak sermaye yapısı kararları daha da önemli hale gelmektedir.

İşletmelerin sermaye yapısı bir taraftan işletmenin piyasadaki değeri açısından önem taşıırken diğer taraftan işletme sahipleri, potansiyel yatırımcılar, işletmeye kaynak sağlayanlar ve diğer paydaşlar açısından önem arz etmektedir. İşletme açısından değerlendirildiğinde, sermaye yapısının işletmenin borçlanma maliyetini, öz kaynak maliyetini ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini belirlemede önem arz etmektedir. Aynı zamanda bu maliyetlerin işletmenin karar verme sürecinde farklı alternatiflerin dikkate alınmasında finansal performans göstergeleri bakımından da önem taşımaktadır İşletmeler proje değerlemesinde karı önemserler, dolayısıyla karlılığın maliyetlerden yüksek olup olmadığını ölçmek durumundadırlar. Bu durumda karlı projelerin hayata geçirilmesi ile işletmenin hisse fiyatlarına olumlu etkisiyle şirketin piyasa değeri de artacaktır.

Finans yöneticilerinin sermaye yapısında optimal sermaye yapısını sağlayabilmesi için yaptıkları çalışmalarda, sermaye yapısını oluşturmada çeşitli kararlar almaktadırlar. Bu kararların işletmenin kaynak yapısının oluşturulmasında yaptıkları tercihlerin işletme değerini maksimum kılacak şekilde alınması önemlidir. Böylece optimal sermaye yapısının yakalanması durumunda ağırlıklı ortalama

sermaye maliyetinin en aza indirilmesi mümkün olacaktır. Optimal sermaye yapısı hakkında literatürde birbirinden farklı teoriler ileri sürülmüştür. Bunların bazılarında optimum bir sermaye yapısı noktasının olmadığını ileri sürerken, bazıları ise bu noktanın farklı şekillerde ulaşılabilir olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu farklı teorilere dayandırılan ve sermaye yapısı tercihlerinde optimum noktanın bulunmasından maksadın minimum ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ve dolayısıyla maksimum işletme değerine ulaşmaktır. Ancak firmaların faaliyet gösterdiği ülkelerdeki finansal sistemin yeterli ve gelişmiş olması, finansal piyasalarla entegre olması ve kredi olanaklarının sınırlandırılmamış olması önemli ölçütler olarak kabul edilmektedir. Finansal sistemin yeterli gelişmediği piyasalarda öz kaynağa dayalı bir yapı varken kredi ve borçlanabilme imkânları gelişmiş piyasalarda öz kaynak ağırlığının düştüğü gözlenmektedir. Bununla birlikte sermaye piyasasında derinlik, çeşitlilik ve kurumsallaşma olan ekonomik yapılarda borçlanmaya dayalı finansmanın yanı sıra öz kaynak finansmanı yöntemlerin de farklılaşmaların olabileceği yöntemler söz konusu olmaktadır (Akkaya, 2008:3).

Pay sahipleri açısından işletmenin sermaye yapısının önemi hisse senetlerinin değer kazanmasıyla ortaya çıkmaktadır. Optimal sermaye yapısına sahip işletmelerin diğer işletmelere nazaran daha karlı olacağı ve böylece hissedarların kar paylarının yani servetlerinin artacağı ortadadır. Sermaye yapısının kar dağıtım politikaları ve finansal esneklik bakımından da önem taşıdığı söylenebilir. Sermaye yapısını oluşturan borç/öz kaynak dengesi, işletmenin likiditesini etkileyecektir ve böylece kar dağıtımının gerçekleşmesine sebebiyet verecektir. Aksi durumda likidite sorunuyla karşı karşıya kalan işletmelerde kar dağıtımını gerçekleştiremeyeceği gibi yeterince kar sağlanmaması da söz konusu olacaktır. Dolayısıyla işletmenin sermaye yapısı işletmenin finansal esnekliğini ve finansal hareket alanını da etkilemektedir. Bu bağlamda optimal sermaye yapısını oluşturabilen işletmelerin finansal açıdan hareket edebilme kabiliyetlerinin daha geniş ve finansal esnekliği daha yüksek olacaktır. Diğer paydaşlar açısından bakıldığında ise işletmenin sermaye yapısı potansiyel yatırımcıları işletme ile ilgilenmesini sağlayacaktır. Borç verenler açısından ise borçların geri ödenmesi önemli bir unsurdur ve sermaye yapısındaki değişiklik veya sınırlamalar borç sözleşmelerine konu olabilmektedir.

Sermaye yapısı kararları incelenirken, optimal sermaye yapısının ne olduğu sorunu önemlidir. İşletmelerin sermaye yapısıyla ilgili verdikleri kararları uzun vadeli fon kaynaklarını en uygun bileşimini oluşturarak, işletmenin piyasa değerini maksimum kılmak amacını taşımaktadır. Diğer bir anlatımla, optimal sermaye yapısı, işletmenin risk ve getiri oranları arasında denge kuran, sermaye maliyetini en aza indiren ve işletmenin hisse değerini maksimize eden yapı olarak ifade edilebilir (Aydın ve diğ. 2010:171). İşletmelerin risk ve sermaye arasında denge kurma kararları işletme borç ve öz sermaye bileşimi ile faaliyet göstermeleri halinde sermaye maliyetlerini düşürecek ve piyasa değerlerini yükseltebilecektir. Optimal sermaye yapısı, işletmenin toplam değerinin maksimum ve ortalama sermaye maliyetlerinin minimum olduğu bileşimdir (Usta, 2005:44). Optimal sermaye yapısında, işletme hisse senetlerinin piyasa fiyatı maksimumdur (Ceylan, A. ve Korkmaz, T. 2008:247).

2.2. Sermaye Yapısını Açıklayan Yaklaşımlar

İşletmelerin sermaye yapısını inceleyen birçok araştırmanın konusunu teşkil ettiği yapılan literatür taramasında tespit edilmiştir. Sermaye yapısı işletmeler için önemli bir karar verme aracı olduğundan araştırmaların odak noktasını oluşturmuştur. Bununla birlikte kar dağıtım politikaları ve sermaye maliyeti gibi çeşitli konular açısından işletmelerin karar verme süreçleri incelenmektedir. İşletmelerin sermaye yapılarını farklılaştırarak sermaye maliyetlerinin düşürülmesi ve aynı zamanda hisse senetlerinin piyasa değerinin maksimize edilmesi çalışmaları da azımsanmayacak kadar odak noktası teşkil etmektedir. İşletmenin optimal sermaye yapısına sahip olmasıyla piyasa değerinin artırılması temel araştırma konularından biridir (Myers, 1984:575). Bu araştırmalar sermaye yapılarını farklı varsayımlar ve ilkeler çerçevesinde incelemiş ve bundan dolayı sermaye yapısıyla ilgili farklı yaklaşımlar ortaya atılmıştır.

Genel olarak işletmelerin sermaye yapılarını ele alan iki temel yaklaşım ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşımlar klasik ve modern yaklaşımlar şeklinde gruplandırılmaktadır. Bununla birlikte 1958 yılında Modigliani – Miller tarafından geliştirilen yaklaşım sermaye yapısı ile ilgili çalışmalara yeni bir boyut kazandırılmıştır. İşletmelerin sermaye yapılarını ele alan yaklaşımlar, işletmelerin sermaye yapılarını işletmelerin

değerine ve sermaye maliyetlerine etkileri açısından incelemektedir. Bu yaklaşımların bazılarını bir tabloda göstermek yararlı olacaktır.

Tablo 2.1. Sermaye yapısı teorileri

Teori Grubu	Teori	Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi
Klasik Yaklaşımlar	Net Gelir	Vergi ve yatırımcıların risk algısının olmadığı bir ortamda borç maliyeti düşecek, kaldıraç oranı artacaktır. Buna bağlı olarak da firma değeri ve firma hisselerinin fiyatı yükselecektir.
	Net Faaliyet Geliri	Firma için bütün sermaye yapıları aynı derecede optimaldir. Sermaye yapısını değiştirerek ortalama sermaye maliyetini azaltma ve firma değerini artırma durumu söz konusu değildir.
	Geleneksel	Firma daha fazla borçlanarak ortalama sermaye maliyetini düşürür ve piyasa değerini artırır. Firma optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra borçlanmaya devam ederse ortalama sermaye maliyeti özsermaye ve borçlanma maliyetlerindeki artışa paralel olarak artar.
	Modigliani-Miller	İlgisizlik yaklaşımı olarakta bilinen bu yaklaşımda, herhangi bir firmanın değeri onun sermaye yapısından bağımsızdır. Firma değeri firmanın gelecekte elde etmesi beklenen net faaliyet gelirinin firmanın risk kategorisine göre belirlenmiş iskonto oranı ile indirgenmiş olan net şimdiki değerine eşittir. İlgisizlik yaklaşımı modern teoriler arasında da gösterilmektedir.
Modern Yaklaşımlar	Dengeleme Teorisi	Statik dengelemede, firmaların finansman kararlarını borcun fayda ve maliyeti arasında yapılan bir seçimdir. Firmaların halihazırdaki borç-özsermaye oranları optimaldir. Dinamik dengelemede ise, firmalar kaldıraç oranlarını aşağı çeken ve sermaye yapısında ciddi değişiklikler meydana getiren ters şoklara karşı maliyetsiz olan yeniden değerlendirme seçeneğini kullanırlar.
	Vergi Kalkanı Teorisi	Borcun veri avantajı firma değerini arttırırken borcun sermaye maliyetini azaltmaktadır.
	Gelir Vergisi	Yatırımcıların faiz gelirleri için ödedikleri vergi ile firmanın kaldıraç seviyesi arasında negatif bir ilişki vardır.
	İflas Maliyeti	İflas maliyetleri ne kadar yüksekse, borç kullanma maliyeti artar ve firma değeri azalır.
	Temsilci Maliyeti	Yatırımcılar firmanın borçla sağladığı finansmanı karlı olmayan riskli yatırımlarda kullanılacağından endişe ediyorlarsa yüksek faizle borç verirler, bu da borçlanmayı azaltır.
	BDVK	Aşınma payı ve yatırım indirimi gibi borç dışı vergi kalkanının (BDVK) artması ile borç azalır.
	Hiyerarşik Sıralama	Firmanın finansman kararı borç ve özsermaye arasındaki optimal bu denge arayışından daha ziyade iç ve dış finansman arasında yaptığı bir tercihtir.

Kaynak: (Chambers,2009:139-149; Luigi & Sorin, 2009; Frank & Goyal, 2009; Akgüç, 2010: 485-500; Ahmadienia, Afrasiabishani & Hesami, 2012).

2.2.1. Klasik Yaklaşımlar

Klasik yaklaşımlar işletmenin sermaye yapısını çeşitli varsayımlar temelinde sermaye maliyet ve işletme değeri açısından incelemektedir. Söz konusu varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2008:247).

- “Analizlerde vergi yer almamaktadır,
- Öz sermayeyi azaltmak için borçlanarak veya borcu azaltmak için öz sermayeyi artırarak borç/öz sermaye oranı değiştirilmektedir,
- Sermaye yapısında yapılacak değişikliklerin maliyeti bulunmamaktadır ve bu işlemler zamandan bağımsızdır,
- Şirketlerin elde ettiği bütün kar ortaklara dağıtılmaktadır,
- Şirketlerin karlılığı gelecekte değişmeyecektir,
- Şirketlerin büyümesi söz konusu değildir,
- Şirket ortalarının geleceğe ilişkin beklentileri birbirleri ile aynıdır,
- Şirketlerin, işletme riski zaman içerisinde sabittir ve bu risk sermaye yapısından bağımsızdır”.

Sermaye yapısına ilişkin borç verenlerin getirisi, yani borçlanma maliyeti, hissedarların getirisi yani öz kaynak maliyeti ve işletmenin toplam (ağırlıklı ortalama) sermaye maliyeti olmak üzere 3 farklı maliyetten söz edilmektedir. Söz konusu oranlar aşağıda gösterilen formüller ile hesaplanabilmektedir (Berk, 2010:279-280):

$$\text{Borç Verenlerin Getirisi (k}_e\text{)} = \frac{\text{I (Yıllık Faiz Giderleri)}}{\text{B (Borçların Pazar Değeri)}}$$

Formülden anlaşıldığı üzere, borçlanma maliyeti, yıllık borç faizinin borçların piyasa değerine oranlanması ile elde edilmektedir (Van Home vd. 2004: 446-447).

$$\text{Hissedarların Getirisi (k}_d\text{)} = \frac{\text{PBG (Adi Hisse Senetlerine Düşen Gelir)}}{\text{S (Dolaşımdaki Pay Senetlerinin Piyasa Değeri)}}$$

Formülden anlaşıldığı üzere, öz kaynak maliyeti, hissedarların kazançlarının hisse senetlerinin piyasa değerine oranlanması ile elde edilmektedir (Van Home vd. 2004: 446-447).

FVÖK (Faiz ve Vergiden Önceki Kar)

$$\text{İşletmenin Toplam Sermaye Maliyeti}(k_a) = \frac{\text{FVÖK (Faiz ve Vergiden Önceki Kar)}}{V (\text{İşletme Değeri})}$$

Formülden anlaşıldığı üzere, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise işletmenin faaliyet gelirlerinin toplam işletme değerine oranlanması ile hesaplanmaktadır (Van Horne vd. 2004: 446-447).

Sermaye yapısına ilişkin klasik yaklaşımların kapsamına net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani-Miller yaklaşımı girmektedir. Bu yaklaşımların her birisi kendisini, içerisinde kurduğu varsayımlarla doğrulamaktadır. Bu yaklaşımlar sırasıyla ele alınacaktır.

2.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı (Net Income Approach)

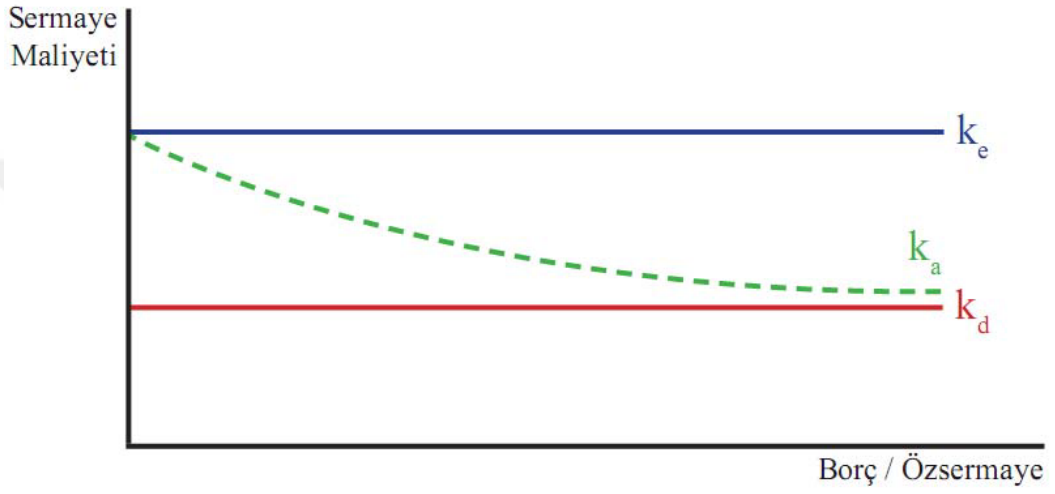
Net gelir yaklaşımına göre sermaye yapısı işletme değerini etkilemektedir (Durand, 1952:215). Bu yaklaşım yabancı kaynakların maliyetinin öz kaynak maliyetinden daha düşük olduğunu varsaymaktadır. Diğer bir anlatımla, firma değerinin, sermaye yapısı içerisinde borç payı arttıkça artacağı varsayılmaktadır (Ercan ve Ban, 2010:228). Bunun nedeni, işletmenin tasfiyesi durumunda hissedarların yabancı kaynak sağlayanlara göre daha yüksek riske katlandıkları anlayışıdır. Hissedarların katlandıkları bu riske karşılık daha fazla kazanç beklentileri ortaya çıkmaktadır. Bu beklenti işletmenin öz kaynak maliyetini arttırmaktadır (Sayman, 2012:12).

Net gelir yaklaşımının özünde işletmenin sermaye yapısında değişiklikler oluşturularak sermaye maliyetlerini düşürmek ve işletmenin piyasa değerini arttırmak düşüncesi öne sürülmektedir (Akgüç, 1998:485). Bu düşünce, şirketlerin net karının, faiz ve kar payı ödemeleri için kullanılması veya kar payı olarak işletmede bırakılması sermaye maliyetini ve işletmenin piyasa değerini etkilediği şeklinde ifade edilmektedir.

İşletmelerin sermaye içindeki borç tutarlarının artışı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde düşüşe, işletme değerinde (V) ve hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında yükselişe sebep olmaktadır (Burca, 2010:9). Net gelir yaklaşımında, borcun ve öz sermayenin maliyetlerinin sermaye yapısından etkilenmediği ve sürekli sabit kaldığı kabul edilmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) ise borç miktarının

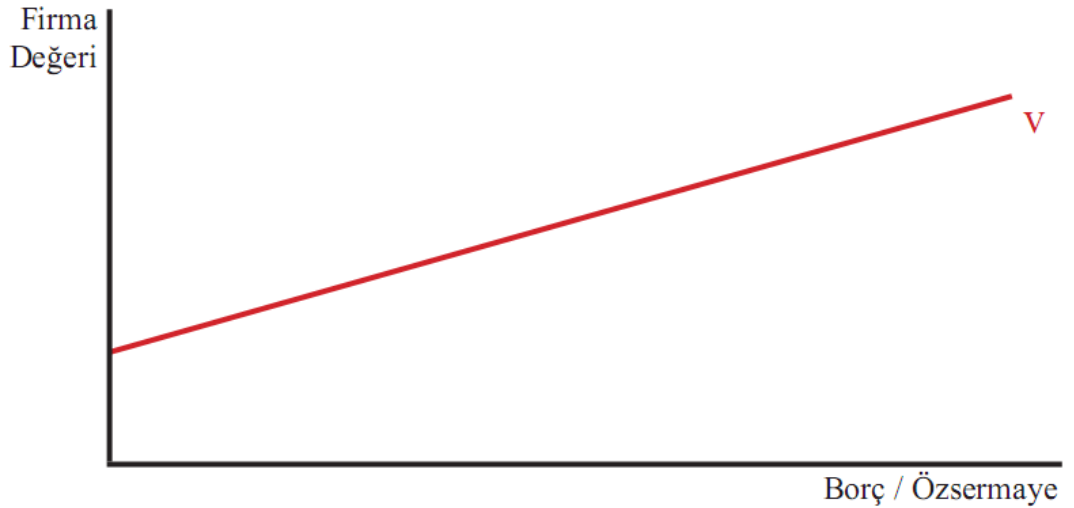
artmasına bağı olarak azalış göstermektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti k_a , sıfır borç düzeyinde öz sermaye maliyeti olan k_e 'ye, borç düzeyinin %100 olması halinde ise borcun maliyeti k_d 'ye eşit olmaktadır.

Net gelir yaklaşımına göre sermaye maliyeti ve işletme değerinin değişimi aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir:



Şekil 2.1. Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti

Kaynak: Niyazi Berk, (2010), Finansal Yönetim, s:282.



Şekil 2.2. Net Gelir Yaklaşımına Göre Şirket Değeri

Kaynak: Bahadır Uysal, (2010), Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Sektörel Bir İnceleme, s:7.

Net gelir yaklaşımının temel varsayımı, işletmede borçlanma artmasına rağmen borçlanma maliyetinin ve öz kaynak maliyetinin artmamasıdır (Berk, 2010:281). Buna göre işletmeler, daima en düşük maliyetli borçlanma şeklini tercih edecektir. Dolayısıyla işletmeler borçlanma oranlarını artırmak suretiyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini düşürmek ve şirket değerini artırmak gayesindedirler. Ancak öz kaynak ve borçlanma maliyetlerinin sabit kalıpta borçlanmanın artması eleştirilere sebebiyet vermektedir. Bunun sebebi işletmenin borçlanması artarken işletme riski de artmaktadır, dolayısıyla işletmenin borçlanma ve öz kaynak maliyetinin de artması gerekmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2008:251). Net gelir yaklaşımı işletme değerlemede en çok kaldıraç (borç/öz kaynak) faktörünü dikkate alan yaklaşımdır (Yakar, 2011:17). Net gelir yaklaşımı kaldıraç etkisini en fazla dikkate aldığından dolayı eleştirilere sebebiyet vermektedir.

2.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı (Net Operating Income Approach)

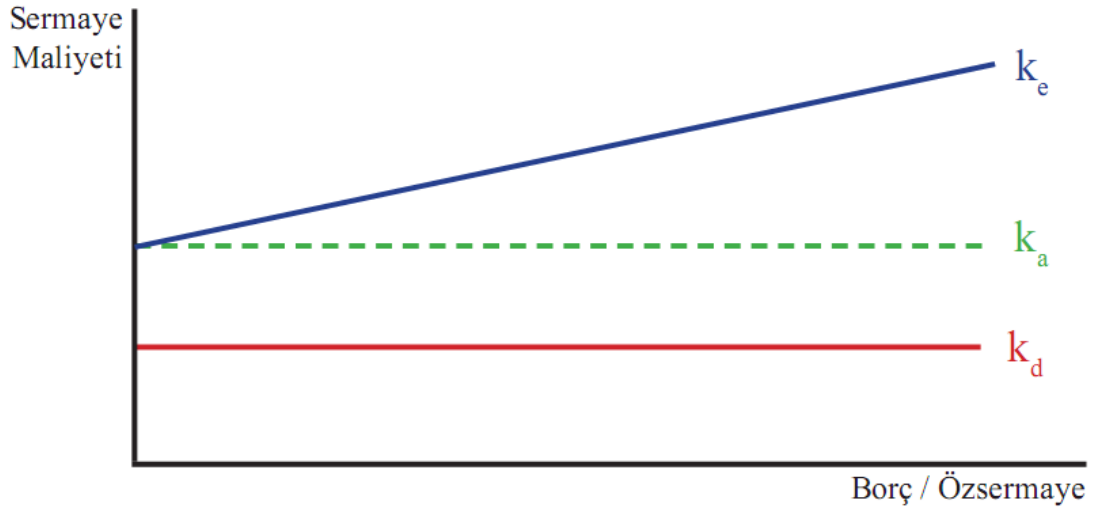
Net faaliyet geliri yaklaşımının temel varsayımı, bir işletmenin piyasa değerinin ve sermaye maliyetlerinin o firmanın borç/öz sermaye oranıyla, aynı finansal kaldıraç derecesi arasında bir ilişkinin olmadığına dayanmaktadır. Kısaca, işletme ne kadar borçlanırsa borçlansın hisse senetlerinin piyasa değeri bundan etkilenmeyecektir (Türko, 1999:498; Aydın vd., 2009:175; Yakar, 2011:7). Bu nedenle işletmelerin borçlanma oranı ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasında bir ilişkinin olmaması sermaye yapısındaki değişmelerin sermaye maliyeti ve işletme değeri üzerinde bir etkisinin olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Bir başka anlatımla net faaliyet geliri yaklaşımının dayandığı temel varsayım, borçların maliyetinin, tüm borç/öz sermaye bileşimlerinde aynı olduğudur (Aydın vd. 2014:222). Bundan dolayıdır ki net faaliyet geliri yaklaşımı, net gelir yaklaşımı ile tezat varsayımlara dayanmaktadır.

İşletmelerde borçların artması, işlemenin borçlara bağlı olarak finansal riskini artırmaktadır. Artan bu riske karşı ortaklar daha yüksek getiri beklentisine girmektedir. Bundan dolayıdır ki borç maliyeti düşük olması ve yüksek oranda bir borç düzeyinin öz sermaye maliyetini yükseltmesi sonucuna bağlı olarak, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin azaltılması ve işletmenin piyasa değerini yükseltmesi söz konusu olmamaktadır. Dolayısıyla karın kaldıraç derecesi değişmesine rağmen etkilenmeyip sabit kaldığı kabul edilmekte ve kaldıraç etkisi ile sermaye maliyetinin değiştirilemeyeceği görüşünü savunarak optimal bir sermaye yapısının olmadığını

belirtmektedir (Özdemir, 1999: 319).Sermaye yapısını değiştirmek suretiyle, ortalama sermaye maliyetini düşürmek ve işletmenin piyasa değerini yükseltmek mümkün olmadığına göre, işletme için tüm sermaye yapıları optimaldir (Ceylan ve Korkmaz, 2008:249).

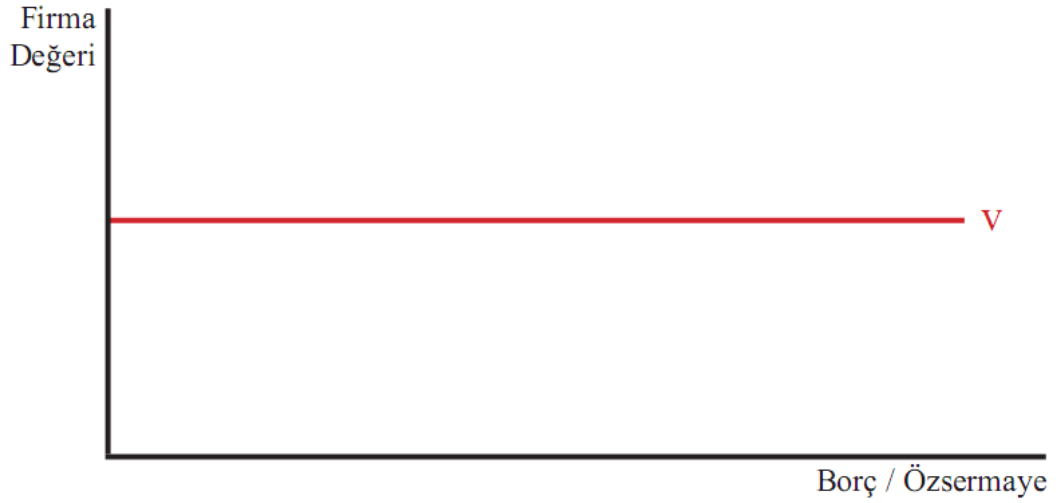
Net faaliyet geliri yaklaşımının eksik olarak nitelendirilen yönü, borçlanma düzeyinin yükselmesine rağmen borçlanma maliyetinin aynı kaldığının kabul edilmesidir. Bu aynı zamanda işletmenin finansal riskinin aynı kaldığı anlamına gelmektedir. Oysaki normal piyasa şartlarına göre işletmenin borç düzeyi arttıkça kredi verenler için emniyet marjının düştüğü ve işletmenin borçlanma faiz oranlarının yükselmesi gerektiği beklentisi söz konusu olmaktadır. Yaklaşımın bir başka eksiği ise öz sermaye maliyetinin, borçlanma düzeyinin artması sonucunda finansal riskin artışına paralel bir şekilde aynı oranda yükseleceği beklentisidir (Aydın vd. 2014: 222).

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre sermaye maliyeti ve işletme değerinin değişimi aşağıdaki şekilde gösterilebilir;



Şekil 2.3. Net faaliyet geliri yaklaşımına göre işletme değeri

Kaynak: Muharrem Özdemir (1999) Finansal Yönetim, s: 321; Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban (2010) Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim, s:231; Nurhan Aydın, Mehmet Başar, Metin Coşkun, (2014) Finansal Yönetim, s:223.



Şekil 2.4. Net faaliyet geliri yaklaşımına göre işletme değeri

Kaynak: Rafet Yakar (2011) Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma, s:8; Nurhan Aydın, Mehmet Başar, Metin Coşkun, (2014) Finansal Yönetim, s:223.

Net faaliyet geliri yaklaşımında işletmelerin sermaye yapısını değiştirmelerine rağmen sermaye maliyetlerini ve işletme değerini değiştirememektedirler. Bu durum net faaliyet geliri yaklaşımına eleştirilere neden olmaktadır. İşletme borçlanma oranında artış olmasına rağmen borçlanma maliyetinin değişmemesi eleştiri konusu olmaktadır. Aslında öz kaynak maliyetinde olduğu gibi belirli bir düzeyden sonra borçlanma maliyetinin artması beklenir. Aynı zamanda öz kaynak maliyetindeki artış ile borçlanmanın getirisinin eşit olması eleştirilen konuların başında gelmektedir (Aksöyek ve Yalçiner, 2009: 405; Aydın vd. 2014:222).

2.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım (Traditional Approach)

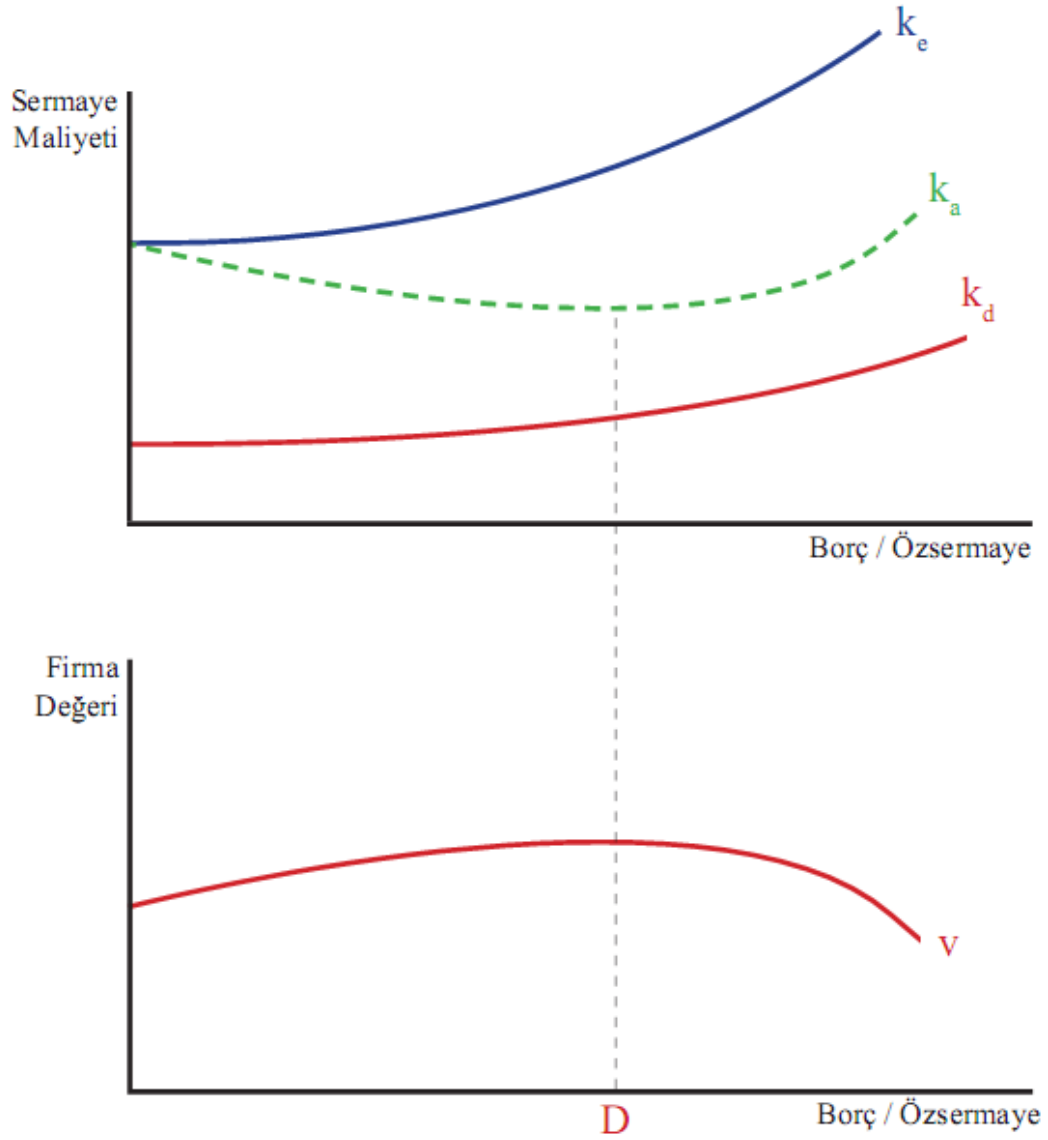
Geleneksel yaklaşıma göre, her bir işletmenin sadece bir optimal sermaye yapısının olduğunu varsaymaktadır. Bu yaklaşım optimal sermaye yapısı ön plana çıkararak net gelir yaklaşımı ve net faaliyet geliri yaklaşımından ayrı bir varsayım ortaya atmaktadır. Net gelir yaklaşımı ve net faaliyet geliri yaklaşımları işletmenin sermaye yapılarını iki ayrı ve bir birine tezat bir şekilde uç noktada ele alırken, geleneksel yaklaşım bu ikisi arasında bir orta yol olarak kabul edilmektedir.

Geleneksel yaklaşım, her bir işletmenin finansal kaldıraçtan faydalanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürebileceğini ve işletmenin piyasa değerini yükseltebileceğini varsayımına dayanmaktadır.

İşletmelerin belli bir düzeye kadar borçlanarak ortalama sermaye maliyetlerini düşürebileceği ancak bu düzeyden sonraki borçlanmaların bir taraftan öz sermaye maliyetini diğer taraftan borçlanma maliyetini, artan finansal risk sebebiyle yükseltmekte ve buna bağlı olarak ortalama sermaye maliyeti yükselmektedir.

Geleneksel yaklaşıma göre işletme açısından öz sermaye maliyeti borçlanma maliyetinden daha yüksektir. İşletme sermayesine katılımın, borç vermeye kıyasla daha riskli olması sebebiyle ortakların katlanacakları riski karşılayacak şekilde normal faiz oranlarının üzerinde bir kar beklentisinde olmalarına neden olmaktadır. Öz sermaye maliyetinin yüksek olmasının esas nedeni, borçlanmadan dolayı ödenen faizlerin gider yazılarak, vergi matrahından düşülmesi, bir bakıma borçlanmanın vergi tasarrufu sağlamasından kaynaklanmaktadır. Bundan dolayıdır ki işletmeler borçlanma yoluyla sermaye yapılarını değiştirebilmekte ve ortalama sermaye maliyetlerini düşürebilmektedirler. Ancak bu imkân işletmeler için sınırsız değildir. Bu nedenle sermaye maliyetindeki düşüş belli bir noktaya kadardır ve bu nokta sermaye yapısının optimal noktasıdır. Sermaye yapısı optimal düzeye ulaştıktan sonra işletmeler borçlanmaya devam etmeleri durumunda sermaye maliyetleri yeniden yükselecek ve işletmenin piyasa değerini düşürecektir (Apak, ve Demirel, 2013:274).

Geleneksel yaklaşıma göre sermaye maliyeti ve şirket değerinin değişimi aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.



Şekil 2.5. Geleneksel yaklaşıma göre sermaye maliyeti ve işletme değeri

Kaynak: Rafet Yakar, (2011), Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma, s.10; Sudi Apak ve Engin Demirel, (2013). Finansal Yönetim Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi, s.275; Nurhan Aydın, Mehmet Başar, Metin Coşkun, (2014) Finansal Yönetim, s.227.

Şekil 12’de görüleceği üzere, işletmelerin borç kullanımı artarken “D” noktasına kadar ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşmektedir. “D” noktası optimal sermaye yapısı noktasıdır ve bu noktada sermaye maliyeti minimum düzeye düşmektedir. Dolayısıyla bu noktada işletmenin piyasa değeri en üst seviyeye ulaşmaktadır. İşleme “D” noktasından sonra borçlanmaya devam etmesi halinde ortalama sermaye maliyeti artmaya ve işletme değeri düşmeye başlamaktadır. İşletmelerin optimal sermaye noktasını aşmaları halinde işletme risk derecesi artacağı

için ortakların getiri oranlarında beklentileri yükselmekte ve bu artış borç kullanmanın faydasını ortadan kaldırmaktadır (Gürsoy, 2008:580-581).

2.2.1.4.Modigliani-Miller (M&M) Yaklaşımı

Modigliani ve Miller'in (MM) 1958 yılında yaptıkları çalışma ile ortaya attıkları iddiaya kadar sermaye yapıları net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı ve geleneksel yaklaşım olarak üç yöntemle açıklanmaya çalışılmaktaydı. Bu üç yöntem incelendiğinde istatistiksel analizlerle test edilmeyecek önermeler içermektedir. Dolayısıyla Modigliani-Miller'in yaptığı çalışma işletmelerde sermaye yapısını istatistiksel analizlerle test edilebilir bir şekilde formüle ederek istatistiki verilerden faydalanmayı belli varsayımlara dayandırarak açıklamaya çalışmışlardır. Modigliani-Miller görüşlerinde, işletmenin sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiyi net faaliyet geliri yaklaşımında olduğu gibi, işletmenin piyasa değerinin ve sermaye maliyetinin işletmelerin sermaye yapılarından bağımsız olduğunu, işletmelerin piyasa değerinin, beklenen faaliyet gelirinin söz konusu risk sınıfı için belirlenen iskonto oranı ile hesaplandığını iddia etmişlerdir. Bu durum göstermektedir ki geleneksel görüşe karşı bir görüş geliştirmişlerdir (Ceylan ve Korkmaz, 2008:254). Modigliani ve Miller bu iddialarını arbitraj kavramına dayandırmakta ve istatistiki analizlerle desteklemektedirler (Modigliani ve Miller, 1958: 261). Modigliani ve Millerin ortaya attıkları ve istatistiksel analizlere dayalı bu görüşlerinden sonra işletmelerin sermaye yapıları üzerindeki tartışmalar daha da hareketlenmeye başlamıştır. Bu görüşün ortaya atıldığı 1958 yılından beri yapılan çalışmalarda ve okutulan ders kitaplarında MM modeli olarak literatürde haklı yerini almaya devam etmektedir.

Modigliani ve Miller yaklaşımı işletmelerin finansal kaldıraç derecesi hangi yönde değişim gösterirse göstere sin sermaye yapısının sermaye maliyetini etkilemediğini ileri sürmektedir. Bu yönüyle net faaliyet geliri yaklaşımına paralellik arz ederken geleneksel yaklaşıma karşı çıkmaktadır. Modelin en belirgin özelliği çeşitli varsayımlara dayanmasıdır. Bu varsayımları şöyle sıralayabiliriz (Akgüç, 1998:497; Özdemir, 1999:320; Ceylan ve Korkmaz, 2008:254-255; Apak ve Demirel, 2013:276).

- Ülkenin sermaye piyasaları etkindir ve bu piyasalarda tam rekabet koşulları geçerlidir. Piyasalarla ilgili bilgiler herhangi bir bedel ödemeksizin ve

kolayca elde edilebilmektedir. Bilgi asimetrisi bulunmamaktadır. Piyasada işlem gören bütün finansal değerler en küçük parçalara bölünebilmektedir ve yatırımcılar homojen davranmaktadırlar. Hisse senedi alım ve satımında herhangi bir giderle karşılaşmamaktadır.

- İşletmelerin risksiz faiz oranı üzerinden borç alıp vermeleri mümkündür. İşletmelerin borç alıp vermek istemeleri durumunda belirlenen ve risksiz olarak piyasa şartlarında her an bu imkâna sahip olmaları mümkündür.

- İşletmelerin iflas maliyeti bulunmamaktadır.
- İşletmelerin birbirlerine eşit nakit akımlarına sahiptir.
- İşletmelerin temsilcilik maliyetleri söz konusu değildir.
- Gelecek dönemlerde elde edilmesi umut edilen faaliyet gelirinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari dönemdeki faaliyet gelirinin olasılık dağılımı ile aynıdır.

- Firmalar birbirine eşit risk kategorilerinde sınıflandırılmıştır. Diğer bir deyişle aynı kategoride yer alan firmaların riski, gelecekteki beklenen getirileri elde edememe olasılıkları aynıdır.

- Gelirler üzerinden vergi alınmamaktadır (1963 yılında modele vergi unsuru eklenmiştir).

Yukarıda sayılan varsayımlara dayanarak Modigliani ve Miller aşağıdaki sonuçlara varmışlardır.

- Bir işletmenin sermaye maliyeti ve işletmenin piyasa değeri, işletmenin sermaye yapısından tamamen bağımsızdır. Bir işletmenin piyasa değerinin o işletmenin sağladığı net nakit girişlerinin bulunduğu risk grubuna uygun olan belirlenmiş iskonto ile bulunan bugünkü değeridir.

- Bir işletmenin borçlanma yoluyla finansman bileşimini değiştirmesi ve finansal riskini arttırması işletmenin sermaye maliyetini arttırmaktadır. Ortakların finansal riskin artmasından dolayı kar paylarının artmasını beklemelerine sebebiyet verir. Borçlanmadan kaynaklanan ucuz bile olsa yabancı kaynak ortalama sermaye maliyeti üzerindeki düşürücü etkisi sermaye maliyetinin yükselmesi ile ortadan kalkmaktadır.

- Yatırım kararlarının alınmasında kullanılan ıskonto oranı, diğer bir deyişle yatırım kararları için tahmin edilen minimum karlılık oranı, yatırımın finansman şeklinden tamamen bağımsızdır.

Modigliani ve Millerin çalışmasında ileri sürülen varsayımlar ve ulaşılan sonuçlar doğrultusunda, aynı risk grupları içinde yer alan ve net faaliyet karları eşdeğer olan firmaların piyasa değerleri de birbirlerine eşittir. Dolayısıyla aynı kategoride bulunan işletmelerin sermaye yapılarını, kaynak bileşimini değiştirerek, aynı risk ve aynı net faaliyet karına sahip başka bir firmaya kıyasla piyasa değerini yükseltemez. Bu görüşün temel dayanağı sermaye piyasasında arbitraj (fiyat farklılıklarından yararlanma) olanağına dayanmaktadır. Modigliani ve Miller'e göre yatırımcıların portföylerindeki hisse senetlerini satın yerine kendilerine göre daha avantajlı hisse senetlerini alma olasılığı, net faaliyet geliri eşit, aynı risk grubuna giren işletmelerin piyasa değerinin birbirinden farklı olmasını önlemektedir.

Bu bilgiler ışığında Modigliani ve Miller yaklaşımında, vergi etkisini göz ardı ederek ve vergi etkisini dikkate alarak iki temel önermede bulunmuşlardır.

M&M I. ;Önerme (Vergisiz): Kaldıraçlı veya kaldıraçsız olmak üzere işletmelerin değeri ve bu işletmelerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri (AOSM) birbirine eşittir.

$$De_L = De_U$$

$$AOSM_L = AOSM_U$$

Denklemlerden de görüldüğü gibi, kaldıraçlı L firmasının değeri, kaldıraçsız U firmasının değerine eşittir. Aynı zamanda kaldıraçlı L firmasının AOSM'si ile kaldıraçsız U firmasının AOSM'si birbirine eşittir. Buradan da anlaşıldığı gibi, finansal ihtiyaçlarını yabancı kaynakla sağlayan işletmeler ile finansal ihtiyaçlarını iç kaynaklarla sağlayan işletmelerin piyasa değeri ve sermaye maliyeti birbirine eşittir.

M&M II. Önerme (Vergisiz): İşletmeler sermaye yapılarını borçlanma lehine değiştirdikçe, işletmenin öz kaynak maliyetinde de artış olacaktır. Bu artış, işletmenin faaliyetlerinden ve borçlanma derecesinden kaynaklı risk primi olarak işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine eklenir.

$$R_L = R_U + (R_U - R_D) * (D/E)$$

Denkleimde ifade edildiği gibi, R_L kaldıraçlı L işletmesinin sermaye maliyeti, R_U kaldıraçsız U işletmesinin sermaye maliyetine risk priminin eklenmesi ile bulunmaktadır. Böylece borçlanma oranı arttıkça, kaldıraçlı L işletmesinin de sermaye maliyeti artmaktadır.

II. önerme, işletmenin kullandığı yabancı kaynak miktarının artmasının, öz kaynağın maliyetini de arttıracasına işaret etmektedir. M&M'nin I. ve II. önermeleri birlikte ele alındığında, yabancı kaynak kullanımının artması halinde öz kaynak maliyetinin artarak sermaye maliyetini dengelediğini ve dolayısıyla AOSM'nin ve işletme değerinin sermaye yapısındaki değişimlerden etkilenmediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Modigliani ve Miller 1963 yılında yaptıkları çalışmada, 1958 yılında yaptıkları ilk sermaye yapısı modeline ek olarak kurumlar vergisi eklemişlerdir. M&M, faiz giderlerinin kurumlar vergisinden düşülecek bir kalem olarak düşülmesini, kurumlar vergisinin sermaye yapısı yükümlülüklerini belirlemede hesaba katıldığını ve böylece yabancı kaynakla finansmanın işletmenin değerini arttıracasını ileri sürmüşlerdir.

Modigliani ve Miller, 1958 yılında yaptıkları çalışmalarına kurumlar vergisini dâhil ederek 1963 yılında yaptıkları çalışmada iki yeni önermede bulunmuşlardır.

M&M I. Önerme (Vergili): Kurumlar vergisinin dâhil edilmesi halinde, I. önermeye göre, borçlanma yoluyla finansman sağlanması avantajlıdır ve işletmelerin sermaye yapılarını borçlanma yoluyla ulaştırabilirler. Borçlanmadan kaynaklanan faizin vergiden düşülmesi, borçlanma yoluyla finansmanı avantajlı hale getirmekte ve AOSM'yi düşürmektedir.

Bu durumda, kaldıraçlı L işletmesinin değeri, kaldıraçsız U işletmesinin değeri ile borç kullanımından sağlanan vergi kalkanı avantajı değerinin toplamına eşittir.

$$De_L = De_U + KV * D$$

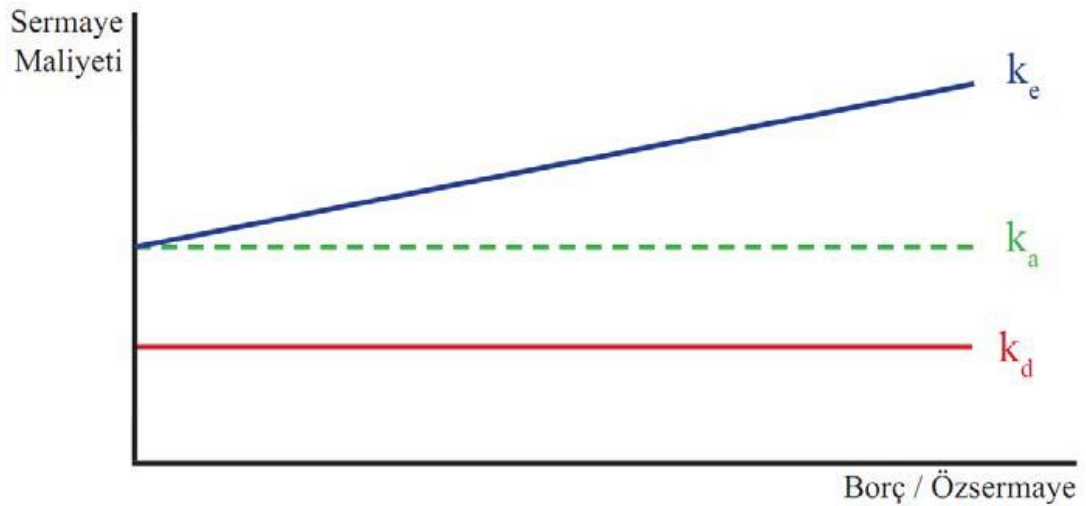
M&M II. Önerme (Vergili): Kurumlar vergisinin dâhil edilmesi halinde, II. önermeye göre, klasik önermede ortaya atılan toplam risk primine borç kullanımından sağlanan vergi kalkanı avantajı değerini de eklemek gerekecektir.

$$R_L = R_U + (R_U - R_D) * (D/E) * (1 - KV)$$

Bu durumda, kaldıraçlı L işletmesinin sermaye maliyeti, kaldıraçsız U işletmesinin sermaye maliyetinin toplam risk primi ve borç kullanımından sağlanan vergi kalkını avantajı değerinin toplamına eşit olacaktır.

M&M I. önermesinde, vergi unsurunun dâhil edildiği ve hariç bırakıldığı iki farklı durumda önerme çıkarımları farklılık göstermektedir. I. önermesinin aksine, II. önermede, vergi unsurunun, önerme çıkarımları üzerinde etkisinin olmadığı görülmektedir. Verginin dâhil edildiği durumda ise II. önerme, yabancı kaynak kullanımının artması ile birlikte öz kaynak maliyetinin de artacağını ileri sürmektedir.

M&M, 1963 yılında yaptıkları çalışmada vergi unsurunun dikkate alındığı önermelerinde, işletmelerin optimal sermaye yapılarını oluşturmada, vergi kalkının önemini vurgulamışlardır. Borçlanmadan kaynaklanan faiz giderinin vergiden düşülmesi ile borçlanma ile finansman sağlayan kaldıraçlı işletmelerin önemli bir avantaj sağladıkları görülebilmektedir. Faiz olarak ödenen değerler gider kabul edildiğinden vergiden düşülebilenken, temettü ödemelerinde aynı ayrıcalık söz konusu olmamaktadır. M&M, firmalar sermaye yapısı kararlarında bu önemli gelir kaynağına dikkat edeceklerini ve öz kaynak yerine yabancı kaynak kullanımını tercih edeceklerini ileri sürmüşlerdir.



Şekil 2.6. Modigliani ve miller yaklaşımına göre sermaye maliyeti

Kaynak: Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, (2008), İşletmelerde Finansal Yönetim, s:255; Prasanma Chandra, (2015), Financial Management Theory and Practice, s:489.

Modigliani ve Miller yaklaşımı çeşitli yönleriyle eleştirilere maruz kalmıştır. Yapılan en temel eleştiriler ileri sürülen varsayımların gerçekçi olmayışındandır (Akgüç, 1998:498-499, Berk, 1998:301, Türko,1999:512, Özdemir, 1999:322). Özellikle vergi unsuru, bilgi asimetrisi, temsilcilik maliyeti gibi hususların yer almaması pratikte pek kabul edilebilirliğinin olmamasıdır. Aynı zamanda sermaye piyasalarının mükemmel olduğunu ve yatırımcıların rasyonel davrandığını söylemek pek mümkün değildir. Ayrıca sermaye piyasalarında arbitrajı geri bıraktıran kurumsal faktörler söz konusudur. Ayrıca menkul kıymet alım ve satımında bir maliyet oluşturmaması arbitrajı sınırlayan en önemli faktörlerden biri olmaktadır.

2.2.2. Modern Yaklaşımlar

1958 yılında Modigliani ve Miller (M-M) tarafından ortaya atılan, işletmelerde sermaye yapısının belirlenmesi ve sermaye yapısı hakkındaki iddialarıyla MM yaklaşımı olarak literatürde yerini alan çalışma bu konuda bir dönüm noktası olarak kabul edilmeye başlamıştır. Modigliani ve Miller'in Nobel ödüllü makaleleri ile finans literatüründe sağladıkları katkı, birçok araştırmacı tarafından modern sermaye yapısı teorilerinin başlangıcı olarak kabul edilmektedir. M-M bu araştırmalarında, işletmelerin seçeceği finansman politikalarının işletme değerinden bir değişim yaratmayacağını ortaya koymuşlardır (Terim ve Kayalı, 2009: 126). Ancak fiili olarak işleyen piyasaların M-M'nin ileri sürdüğü etkin varsayımlardan uzak olduğu ve vergi unsurunun borçlanma politikalarını etkilediği yönünde çeşitli araştırmalar ile bu varsayımın geliştirilmesine katkı sağlayan literatürde çalışmaların yapıldığı gözlenmektedir. Bu çalışmadan sonra işletmelerin sermaye yapıları hakkında yeni çalışmalar ve bu çalışmalar ile birlikte çeşitli tartışmalar ortaya çıkmıştır. M-M (1958)'nin ortaya attıkları çalışmalarını eleştiren üç teori geliştirilmiştir. Bu teoriler; Statik Dengeleme, Finansal Hiyerarşi ve Temsil Maliyetleri teorileridir (Buferna vd, 2005:2) M-M yaklaşımından sonra ortaya çıkan yaklaşımlar modern yaklaşımlar olarak adlandırılmaktadır.

Modern yaklaşımlar sırasıyla dengeleme, bilgi asimetrisi, finansman hiyerarşisi, açıklama, piyasa zamanlaması vekâlet teorileri, vergi faktörü, Miller ve borcun vergi kalkanı şeklinde açıklanacaktır.

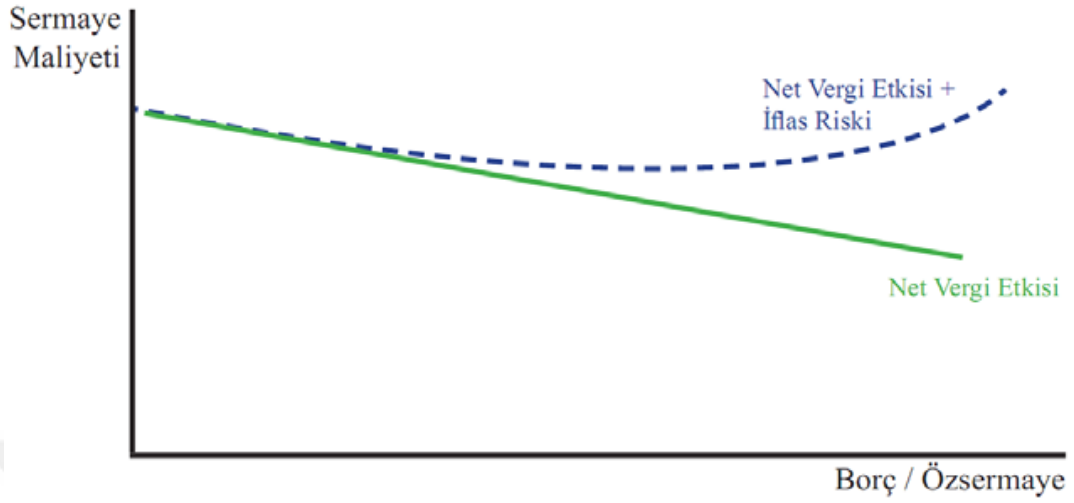
2.2.2.1. Ödünleşme (Dengeleme) Teorisi (Trade-off Theory)

Modigliani ve Miller (1958)'in yaptığı çalışmada ilişiksizlik teoremlerinde öngördüğü varsayımların, özellikle vergilerin bulunmaması nedeniyle getirilen eleştirilerden doğan Dengeleme teorisi, borç kullanımının sağladığı vergi avantajı ile oluşan temsil maliyetlerinde gerçekleşen azalmanın getirdiği faydalarla, kaldırıcı etkisinin getirdiği iflas ve finansal sıkıntı maliyetlerinin dengelenmesini amaçlamaktadır. Dengeleme teorisi terim olarak çeşitli araştırmacıların ileri sürdüğü görüşe göre ilişkili teorileri ifade etmek adına kullanılan genel bir isimdir. Bütün bu teoremlerde, araştırmacılar alternatif kaldırıcı planlarının fayda ve maliyetlerinin işletme üzerindeki etkisinin optimizasyonu üzerine çalışmışlardır. Dengeleme teorisinin temel fikri, işletmeler için marjinalmaliyetlerle marjinal gelirlerin dengelenmesi şeklinde ifade edilebilir (Frank ve Goyal, 2007: 7-8).

Denge noktası olarak, optimal kaldırıcın borcun vergi avantajı ile iflas maliyetlerinin arasında yer alır (Kraus ve Litzenberger, 1973). Aynı şekilde Myers (1984) çalışmasında bir denge noktası olması gerektiğini ifade ederek, denge teorisini takip eden bir işletmenin ilk önce bir hedef borç oranını belirlemesi ve faaliyetleriyle bu hedef doğrultusunda adım atması, ilerlemesi gerektiğini, belirlenen hedef borcun vergi kalkını ile iflas maliyeti arasında olması gerektiğini iddia etmişlerdir.

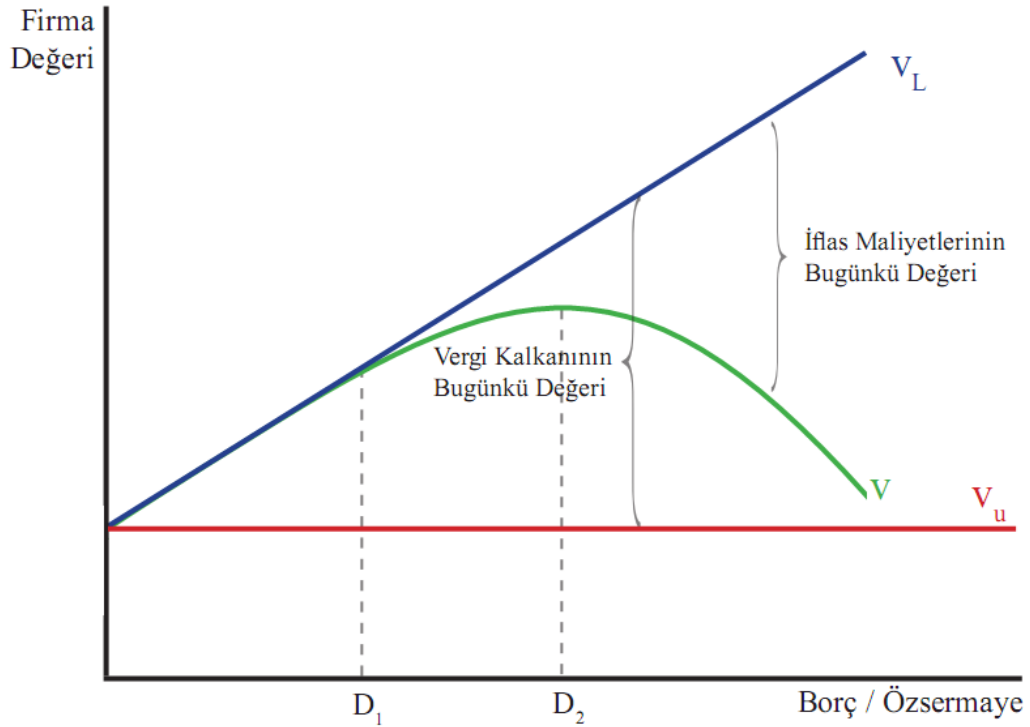
Dengeleme kuramına göre, firmaların borç – öz sermaye arasındaki seçimi, borçlanmanın sağladığı avantaj ile neden olduğu dezavantaj arasındaki bir denge noktasında yer almalıdır. Firmalar dengeleme kuramını hedeflediklerinde, borç karşısında katlandığı faizin sağlayacağı vergi avantajı, tasarrufu (Modigliani ve Miller, 1963; De Angelo ve Masulis, 1980; Graham, 1996,2000), serbest nakit akım sorunlarının azaltılması (Jensen, 1986; Stulz, 1990) ve yöneticilerin finansal kararlar konusunda disipline etmesi (Damodaran, 2001) gibi çeşitli avantajlar elde ederler. Bununla birlikte firma aşırı borçlanma sebebiyle ortaya çıkabilecek finansal sıkıntılara (Kraus ve Litzenberger, 1973; Kim, 1978) ve firmanın ortakları ile firmaya finansman sağlayan kreditorler arasında doğacak temsil maliyetlerine (Jensen ve Meckling, 1976; Myers, 1977) katlanmak zorundadır. Bu durumda firmalar borçlanmanın maliyeti ve avantajı arasında bir dengeleme yapmak durumunda kalırlar. Bu düşünce firmalar için, firma değerini maksimize kılacak, optimal bir borç oranının bulunduğu fikrini doğrulamaktadır.

Dengeleme yaklaşımına göre, net vergi etkisi ile düşen sermaye maliyeti, bir noktadan sonra başlayan iflas riski ile yükselebilmektedir.



Şekil 2.7. Ödünleşme yaklaşımı için ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin davranışları

Kaynak: James C., Van Horne, John M., Wachowicz, (2011). Fundamentals of Financial Management, Twelfth Edition, Madrid, The Financial Times Prentice Hall, s. 446-447



Şekil 2.8. Ödünleşme yaklaşımına göre firma değeri

Kaynak: Eugene F., Brigham, Michael C., Ehrhardt, (2005), Financial Management: Theory and Practice, Eleventh Edition, Ohio, ThomsonSouth-Western, s. 561

Dengeleme teorisi, Modigliani ve Millerin yaklaşımına 1963 yılında verginin dahil edilmesi, daha sonra finansal sıkıntı ve temsil maliyetlerinin katılmasıyla ortaya çıkan bir teoridir (Korkmaz vd., 2009:33). İşletmelerin çok fazla borçlanmaları zamanla anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirememekle karşı karşıya kalmalarına sebebiyet vermektedir. Bu işletme için yüksek düzeyde risk oluşturmaktadır. İşletmenin anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirememeleri halinde, işletmeye kaynak sağlayanlar tarafından işletmenin iflasını isteme hakkı doğuracaktır. Dolayısıyla işletmelerin sınırsız bir borçlanmaya gitmeleri söz konusu olmamaktadır. İşletmelerin borçlanma yoluna başvurmaları halinde, borçlanmanın sağladığı vergi avantajı ile ortaya çıkan finansal sıkıntı ve temsilci maliyetleri arasında bir denge oluşturmak durumundadırlar. Bu durum finans literatüründe dengeleme teorisi olarak adlandırılmaktadır (Başaran, 2008:32). Bu teorinin temel dayanağı, işletmelerin en düşük öz kaynak maliyetini oluşturacak sermaye bileşimini sağlayarak optimal sermaye yapısını oluşturmayı hedeflemektir. Bu nedenle dengeleme teorisi göre işletmelerin sermaye yapısı kararları, borç faizlerin vergide sağlayacağı tasarruf ile finansal sıkıntı maliyetleri arasında bir denge oluşturmaktır.

Sermaye yapısını dengeleme kuramı, her işletmenin yapısına göre değişebilecek hedef borç oranının olduğunu kabul eder. Firmaların mali açıdan güçlü, maddi duran varlık yatırımları olan ve vergiye tabi karı tasarruf edilebilecek yeterliliğe sahip firmaların hedef borç oranlarının yüksek olması gerekir. Maddi olmayan ve riskli duran varlıklara sahip kararsız firmaların öz kaynak finansmanına dayanmalıdır. Dengeleme kuramının özelliği kurumlar vergisi ödemesi olan firmaların, borçlanmanın sağlayacağı vergi tasarrufu etkisi ile olabildiğince borçlanmayı öneren Modigliani-Miller önermesinin tersine ılımlı ve önceden belirlenmiş bir borç oranı önermektedir (Brealey vd. 1997:425).

Dengeleme teorisinde optimal sermaye yapısı, kaldıraç oranının faiz ödemelerinden dolayı ortaya çıkan vergi kalkını etkisinin, finansal sıkıntı ihtimali ve temsil maliyeti ile dengelenmesi şeklinde ifade edilmektedir. Bir başka anlatımla sermaye yapısı, işletmenin borçlanması ile bu borcun vergi tasarrufu ve finansal sıkıntı maliyetleri arasında oluşan dengeye bağlı olmasıdır (Elitaş ve Doğan, 2013:42). Finansal sıkıntının, işletmelerin nakit akışlarının yükümlülüklerini yerine getirmesinde yetersiz kalması durumudur ki işletmenin fazlasıyla varlık sahibi

olmasına rağmen bu yükümlülüklerini yerine getirememesidir (Wruck, 1990: 421-422).

Firmalarda optimal bir borç oranının olduğunu ortaya atabilmek için, öncelikle borçlanma düzeyinin hangi faktörler tarafından belirlendiğinin bilinmesi gerekli görülmektedir. Borçlanmanın belirleyicileri olarak beş temel faktörden bahseden ve bunları büyüme fırsatları, büyüklük, karlılık, duran varlık oranı ve risk olarak sıralayan görüşler literatürde mevcuttur (Gaud vd., 2005). Lööf (2003) ABD, İsveç ve İngiltere’de faaliyet gösteren firmalar üzerinde yaptığı çalışmada, farklı ülke ve ekonomik sistemlerde bulunsalar bile, işletmelerin sermaye yapılarını belirlemede etkili olan faktörlerin aynı olabileceğini iddia etmiştir. Genellikle sermaye yapılarının belirlenmesinde rol oynayan temel değişkenlerin finansal sektörün büyüklüğü, sermaye arzı ve vergilendirme şartları olduğunu ileri sürmüştür.

2.2.2.2. Bilgi Asimetrisi Teorisi (Information Asymmetry Theory)

Bilgi çarpıklığı kuramı, işletme yöneticilerinin ya da işletmede çalışan ve işletme hakkında bilgi sahibi olanların, işletmenin nakit akışları, yatırım kararları vb. gibi kamuya açık olmayan bilgilere sahip olmasına dayanmaktadır (Allen ve Gale, 1992:503-529; Ceylan ve Korkmaz, 2008:259). Aynı zamanda bilgi çarpıklığı ekonomik birimlerde çalışanların farklı bilgi seviyelerinin olması ekonomik kararların alınmasında farklılıkların oluşmasını ifade etmektedir (Fischer, 1992:673-694). Asimetrik bilgi kavramını ilk kullananlardan biri olan Akerlof (1970) ikinci el otomobil piyasası ile açıklamaya çalışmıştır. İkinci el piyasasında bulunan otomobillerin iyi ve kötü durumda olduklarını (limon), potansiyel alıcıların otomobiller hakkında yeterli bilgi sahibi olmadıkları için otomobiller için ortaya ortalama bir fiyat atarlar. Ortalama fiyat kötü otomobil satıcıları açısından avantaj sağlarken, iyi otomobil satıcıları için dezavantaj oluşturur ve piyasadan çıkarlar. Dolayısıyla piyasada sadece kötü otomobiller kalacak ve satışa sunulan otomobillerin ortalama kalitesi düşerek fiyat oluşumuna etki edecektir.

Bilgi asimetrisi problemi, sermaye piyasasında Myers ve Majluf (1984), kredi piyasasında Stiglitz ve Weiss (1981), ve Jaffe ve Russell (1976), sigorta piyasasında Rothschild ve Stiglitz (1976), emek piyasasında Spence (1973) tarafından incelenerek asimetrik bilginin etkileri ortaya konulmuştur.

Bilgi asimetrisi problemi, hisse senetlerinin ilk olarak halka arz edildiği sırada sermaye kararlarını etkiler. İlk kez halka arz edilen hisse senetleri hakkında bilgi eksikliği nedeniyle düşük fiyatla değeri olabileceği ve gerçek değerinin altında bir fiyatla satılabileceği düşünülmektedir. Bu durumda bir işletmenin hisse senetlerinin değerinden daha düşük bir fiyatla satıldığına bilgisi potansiyel yatırımcıya ulaştığında, yatırımcıların bu hisse senetlerine ilgisi ve talebi artacaktır. Artan talep ile birlikte fiyat piyasa şartlarında yükseliş gösterir ve sonuç olarak bu durum işletmenin lehine sonuçlanır (Welch, 1989:111).

İşletme dışındaki çıkar grupları işletme hakkında bilgi sahibi olmak isterler. Bu grupların işletmenin yönetim kademesinde görev alanların davranışlarından, işletmenin borçlanma isteğinden, hisse ihracından ve satış çabalarından hareketle işletme hakkında çeşitli çıkarımlarda bulunarak, işletme içi bilgi sahipleri ile aralarındaki bilgi farkını en aza indirme gayreti içinde bulunurlar. Çıkar gruplarının bu çabası işletme hakkında doğru veya doğruya yakın bilgiye sahip olma isteğinden kaynaklanmaktadır. Bu istekleri işletmeye yapacakları yatırım, kreditorluk ve alışverişin yönünü ve mahiyetini belirlemek içindir.

Modigliani ve Miller yaptıkları çalışmada, sermaye piyasalarının tam rekabet kurallarının işlerliğini ön plana çıkarmışlardır. Bu varsayım ile piyasadaki tüm yatırımcı, alıcı ve satıcıların piyasa hakkında tam ve eksiksiz bilgiye sahip oldukları düşünülmektedir. Ancak fiili yaşamda bahsedilen tarafların eşit bilgiye sahip olmadıkları ve piyasaların asimetrik bilgi ile karşı karşıya kaldığı bir gerçektir.

Bilgi asimetrisi teorisine göre bilginin eksikliği, sermaye yapısını etkilemektedir. Dolayısıyla işletmenin piyasada işlem gören hisselerinin yanlış bir şekilde fiyatlandırılmasına sebebiyet vermektedir (Myers ve Majluf, 1984:187-221). Sermaye piyasalarının gelişmediği etkinliğinin az olması halinde asimetrik bilgi söz konusu olmaktadır. Tam etkin olmayan piyasalarda yatırımcılar farklı düzeyde bilgiye sahiptirler. Dolayısıyla yatırımcılar işletmenin borçlanma ve hisse senedi ihraç kararlarından çıkarımda bulunarak işletme yönetimi ile kendileri arasındaki bilgi farkını en aza indirme çalışmaktadırlar. İşletmelerin yeni hisse ihracı, işletme yöneticileri ile potansiyel yatırımcılar arasında bilgi asimetrisi nedeniyle, işletmelerin hisse senetleri gerçek değerinin altında bir değerle satmak zorunda kalabildiğini ortaya

koyan Myers ve Majluf (1984) aynı zamanda potansiyel yatırımcıların işletmenin gerçek değerinin bilinmemesinden veya eksik bilgi sahibi olmasından dolayı işletme yöneticilerinin düşündükleri değerden daha düşük bir değerle hisseleri almak için düşük fiyat vermek isterler. Bunun en bilinen nedeni, potansiyel yatırımcıların bilgi eksikliklerini karşılayabilecek şekilde hisse senetlerine verdikleri fiyatı en düşük düzeyde tutarak kendilerince kaliteli olmayan bir firmayı fonlamaktan ortaya çıkabilecek zararlarını en aza indirmek istemeleridir. Halka arz edilen hisse fiyatlarında arzu edilen fiyata ulaşamaması durumunda işletmeler ya iç fonlara yönelmekte ya da dış kaynaklı borçlanmaya yönelebilmektedir. Bu kapsamda işletmenin tahvil ihracı veya doğrudan borçlanması kararları olumlu algılanmakta ve işletmenin yeni bir projeye başlaması olarak yorumlanabilmektedir (Seyhun, 1986:189-212; Noe, 1988:331-355; Harris ve Raviv, 1990:55). Ancak potansiyel yatırımcılar ile yöneticiler arasındaki bilgi asimetrisi, net bugünkü değeri pozitif olan ve firma tarafından hisse ihracı yoluyla fonlanmak istenen bir projenin ya çok düşük bir fiyatla fiyatlandırılması ya da piyasada rağbet görmemesi nedeniyle tamamen vaz geçilmesi, yani projenin gerçekleştirilmemesi yoluna başvurulabileceğini göstermektedir (Myers ve Majluf, 1984: 191).

Bilgi asimetrisi, finansal piyasalarda özellikle kredi sağlayan kuruluşların kullanacakları kredileri nerede ve nasıl kullanacakları hakkında yeterince bilgi sahibi olmamasından kaynaklanmaktadır. Kredi sağlayan kurumların bu bilgi eksikliğinin sorununa karşılık kredi tayinlaması yoluna gitmektedirler. Kredi tayinlaması, kredinin faiz oranının, kredi arz ve talebini denkleştirememekten dolayı ortaya çıkmaktadır. Bu durumda kredi kurumları, kredi faiz oranını yükseltmek yoluyla tüm talebi karşılamak istemedikleri için kredi arzını azaltarak kredi tayinlaması yapmaktadırlar. Kredi tayinlamasının esas sebebi, kredi kurumlarının, kredi sağladıkları firmalar hakkında eksik bilgiye sahip olması ve dolayısıyla ortaya çıkan asimetrik bilginin varlığıdır (Jaffe ve Russell, 1976: 657; Stiglitz ve Weiss, 1981:348)). Bu durumda ortaya çıkan bilgi asimetrisinin bir taraftan kredi kurumlarının kredi sağladıkları işletmeleri yeterince izleyememesi, diğer taraftan kredi kullanan işletmelerin kredi sağlayan kurumların kredi değerliliğini bilmemesi kredi piyasasında bilgi asimetrisinin oluşmasına sebep olmaktadır. Bu durum tüm piyasa katılımcılarını etkilemekte ve kredi piyasasında bir dengesizliğe yol açarken ekonomik ve finansal kırılganlıkların

artmasına da neden olmaktadır. Bilgi asimetrisinin yol açtığı ahlaki çöküntü ve ters seçim gibi problemlerin büyümesi kredi piyasasına fon sağlayıcıları olumsuz etkilerken, yatırımların finansmanı açısından problemlerin oluşmasına ve finansal krizlerin, ekonomik dalgalanmaların oluşmasına sebebiyet vermektedir (Aras ve Müslümov, 2004: 56).

2.2.2.3.Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Pecking Order Theory)

Firma kaldırıcını dengeleme modelinin, sermaye yapısı belirleyicileri arasında en belirleyici olarak algılandığı dönemlerde, bu modelin izah edemediği bazı firma davranışlarının olduğu ortaya çıkmıştır. Haugen ve Senbet (1978), DeAngelo ve Masulis (1980), Stiglitz (1988) çalışmalarında Modigliani-Miller (1977)'in borçların marjinal vergi dezavantajının firmaların arz yönlü düzeltmeleri ile birleştiğini; borcun vergi avantajı üzerinden fazla yük getirerek piyasa fiyatlarında kaldıraç etkisi oluşturarak belli bir artışa yönlendireceği tezine karşılık yaptıkları eleştirileri ile işletmelerin borçlanma avantajlarının belli bir seviyeye kadar olabileceğini, bu seviyeden sonra işletmeleri iflasa sürükleyecek finansal sıkıntılara sebebiyet vereceği fikrini savunmuşlardır. Risk seviyeleri yüksek borç veren firmalar için kurumlar vergisi borcunun tekrar temerrüde düşmesi firmalar için olumsuz yansıyacaktır (DeAngelo ve Masulis, 1980:453). Stiglitz (1988) çalışmasında ise özellikle Modigliani-Miller'in finansal yapıyı gereksiz görmesi ve finansal yapı değişkenlerini çalışmasında hariç tutmasını eleştirerek, sermaye yapısının firmanın piyasada değerinden bağımsız olduğunu ve finansal yapı ile dört değişkeninin önemine vurgu yapmıştır. Bu değişkenlerin ilki firmaları iflas açısından risk sınıflandırması yapması, ikincisi firmadan firmaya değişen kredi alabilmeye göre farklılaşan kaldıraç farklılıkları, üçüncüsü olarak tam bilginin eşit yayılmadığı, asimetric bilginin olduğu ve bu durumun getiriye etkileme durumları ve son olarak vergi farklılıkları açısından farklı değerlendirilmesi gerektiğini savunmuştur (Stiglitz, 1988:122). Myers ve Majluf (1984) yılında yaptıkları çalışmada firmaların bir hedef sermaye yapısı belirleyip, bu belirlenen hedefe doğru ilerlemesinin gerektiğini ifade eden dengeleme teorisine, 1961 yılında Donaldson'ın çalışmasında rastlanılmaktadır. Donaldson, firmaların uzun dönem finansman stratejileri için ilk olarak finansal hiyerarşi fikrinden esinlenerek, Finansal Hiyerarşi Teoremini (Pecking Order Theory) sistematik olarak ortaya koymuştur. Aynı zamanda firmaların bu davranışlarını açıklamada yöneticiler

ile yatırımcılar arasındaki asimetrik bilginin rolünün öneminden söz etmiştir. Myers (1984) çalışmasında finansal hiyerarşi yaklaşımını, ödünleşme yaklaşımına alternatif bir model olarak geliştirmiş ve mevcut hissedarların çıkarları için çalıştığı varsayılan yöneticiler ile potansiyel borç ve öz sermaye sağlayıcıları olan yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi üzerine kurmuştur. Yatırımcılar, yöneticiler ile aralarındaki asimetrik bilgi probleminin farkına vardıklarında, yeni ihraçlar için işletmenin mevcut hisse senetlerini düşük fiyatta tutarak ihraç etmek isterler. Yöneticiler bu mevcut hisse senetlerinin düşük fiyatla ihracını istememekte, aynı zamanda riskli borçlanma ve düşük menkul kıymet fiyatlamasıyla elde edilecek fonlarla karlı bir yatırım yapılmak istense bile bu yatırımı yapmaktan çekinirler. Bu da göstermektedir ki yöneticiler daha çok yatırımların finansmanında asimetrik bilgi içermeyen dağıtılmamış karlar ve düşük riskli borçları kullanmayı tercih ederler (Fama vd. 2000:). Myers (1984) işletme yatırımlarının finansmanında, asimetrik bilgiyi minimize etmek için öncelikle iç kaynaklara yöneleceğini vurgulamakta ve firmaların hissedarlarını gözetmek zorunda olduğunu ancak kar dağıtım politikalarını muhtemel yatırımların finansmanını düşünerek belirleyeceğini söylemektedir.

Finansal sıkıntı maliyetleri, genel olarak işletmenin sahip olduğu varlıkların değerinde ortaya çıkan kayıplar, iflas maliyetleri gibi borçlanma maliyetlerini arttırıcı faktörler olarak adlandırılır. Bundan dolayı işletmeler rezervlerinde fazla nakit bulundurma ihtiyacı hissederler. Nakit fazlası bulunduran işletmelerin borç ve faiz ödemelerinde finansal sıkıntıya düşme olasılığını azaltmaktadır (Faulkender, 2002:22). Finansal sıkıntı maliyetlerinin dolaylı veya dolaysız oluşması mümkündür. Dolaysız maliyetlerin daha çok iflas durumunda ortaya çıkacak mahkeme, avukat, bağımsız denetim gibi maliyetlerden oluşur. Dolaylı maliyetler ise, iflasa sürüklenirken işletmenin katlanacağı üretim aksaklıkları, satıcı ve müşteri gözünde kredi değersizliği, tedarikçiler nezdinde itibarsızlık ve esnekliğin kaybedilmesi şeklinde ortaya çıkan maliyetlerdir (Aydın vd. 2014:233). Ticari hayatta her kurulan işletmenin iflas riski vardır. Dolayısıyla getirileri normalden daha fazla olan işletmelerin iflas riski sabit getirileri olan işletmelere göre daha yüksek olduğundan daha az borçlanmaya gitmeleri ve dengeleme teorisinin önerdiği borç ile özkaynak arasında optimal bir oranı dikkate almaları gerekmektedir (Ata ve Ağ, 2010:47). Bu nedenle yüksek faaliyet kaldırıcına ve yüksek faaliyet riskine sahip işletmelerin,

finansal kaldıraç kullanım oranlarına belirli bir sınırlama getirmeleri buna bağlı olarak çok fazla borçlanma yoluna başvurup finansal sıkıntıya düşmemeleri yararlı olacaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2008:258)

Finansman hiyerarşisi teorisinin en belirgin özelliği, işletmelerin yeni yatırımlara yöneleceği zaman ilk önce oto finansman kaynaklarına yönelmesidir. Oto finansman kaynağı yeterli olmayan işletmeler borçlanmaya ve hisse senedi ihracına yönelmektedirler. Bu teorisinin temel varsayımı işletmelerin kaynak ihtiyacını gidermek için borçlanma yoluna gitmeden ve birincil kaynak olarak borçlanmayı seçmeden kendi kaynaklarına yönelmesini önermektedir (Brealey vd. 1977:371-387).

Finansman hiyerarşisi teorisi, işletmelerin kendilerince belirledikleri herhangi bir optimal, borç/öz kaynak oranının olmadığını ileri sürmektedir (Ata ve Ağ, 2010:48). İşletmelerin borçluluk oranı, işletmenin kendi kaynaklarına, yatırım fırsatı ve yatırım harcamalarına göre değişiklik göstermektedir. Dolayısıyla işletmelerin borçlanmadan kaynaklı vergi tasarrufu ve finansal kriz riskleri borç oranının belirlenmesinde ikincil derece öneme sahiptir (Çağır, 2001:42-44).

Finansman hiyerarşisi teorisi, işletmelerin borç kullanmasını ve borç oranını işletmenin karlılığına bağlı olduğunu açıklamaya çalışmaktadır. Karlı işletmelerin daha az borç kullandıklarını ve bunun nedeni karlı işletmelerin dış kaynak ihtiyacının olmaması veya daha az dış kaynağa ihtiyaç duyduklarını belirtir. Buna karşılık daha az karlı işletmelerin yeterince kaynak sahibi olmamalarından dolayı daha çok dış kaynağa ihtiyaçları vardır. Kar maksimizasyonu için işletmelerin yatırım yapmaları kaçınılmazdır. Ancak karı az olan işletmelerin yeterli oto finansmana sahip olmamaları nedeniyle öncelikle borçlanma yolunu seçmelidirler. Hisse ihracı seçeneğini borçlanmadan sonraya bırakmalıdırlar (Brealey vd. 1977:371-387).

Myers (1984:9-10)'e göre finansal hiyerarşi yaklaşımı şu şekilde açıklanabilir:

- Firmalar iç finansmanı tercih ederler.
- Firmalar genellikle temettü ödemelerini sabit ve hedef temettü ödeme oranlarını sadece değerli yatırım fırsatlarının büyüklüğüne göre dereceli olarak belirliyor olsalar da, hedef temettü ödeme oranlarını yatırım fırsatlarına göre bir ayarlamaya gitmektedirler.

- Firmaların sabit temettü ödeme politikaları ile karlılık ve yatırım fırsatlarındaki beklenmedik dalgalanmalar, faaliyetlerin doğurduğu nakit akışlarının yatırım harcamaları için gereken fonlardan az veya çok olabileceği anlamına gelmektedir. Şayet nakit akışı yatırım harcamaları ihtiyacından az ise firma nakit bakiyesini veya portföyündeki spekülatif amaçlı menkul kıymetlerini kullanmaktadır.
- Şayet firmalar dış fon kullanma gereği duyarlarsa, öncelikle en güvendikleri menkul kıymetleri ihraç ederek borçlanmaya giderler. Akabinde hisseye dönüştürülebilir bonolar gibi karma menkul kıymetler (hybrid securities) ihraç ederler ve en son da hisse senedi ihracına yönelirler.
- Finansal hiyerarşi yaklaşımında en iyi tarif edilmiş hedef borç-hisse oranı yoktur, iç fonlar finansal hiyerarşinin en üstünde ve hisseler de en altında olmak üzere iki tür öz kaynak vardır. Her bir firmanın gözlemlenen borç oranı dış fon için toplam ihtiyacı yansıtır.

Finansal hiyerarşi teoremi çoğu zaman, yüksek karlılığı olan işletmelerin daha az borç kullanarak, düşük karlılıkları olan işletmelerin daha çok borç kullanarak finanslama yoluna başvurdıklarını açıklamaya yönelik bir teoremdir. Bu teoreme göre yüksek karlılığı olan işletmelerin dış borç gerektirecek fonlara ihtiyaç duymadıklarını, buna karşılık düşük karlılığı olan işletmelerin ise yeterli düzeyde iç fon yaratamadıkları ve bu nedenle dış fonlara başvurdıklarını ortaya atmaktadır. Düşük karlılıklarda bulunan işletmelerin hisse senedi ihracından ziyade daha düşük ihraç etme ve bilgilendirme maliyetlerine sahip olması nedeniyle dış borcu daha çok tercih etmektedirler (Drobtz ve Fix, 2003:7).

2.2.2.4.İşaret (Açıklama-Sinyal) Teorisi (Signaling Theory)

Sinyal teorisine göre, işletme yöneticilerinin işletme dışı üçüncü kişilere işletme hakkında çeşitli bilgilerin sinyallerini vererek işletmenin piyasa değerini yükseltmek ve bundan işletme sahiplerinin menfaatlerini arttırmaktır (Durukan, 1997:35). Dolayısıyla işletme yöneticileri tarafından işletme dışı üçüncü şahıslara işletmenin yapısı, yatırımları ve geleceği ile ilgili mesajlar göndermesi (Gürsoy, 2007:594) finans literatüründe sinyal teorisi olarak adlandırılmaktadır. Sinyal teorisinin bir nebze asimetrik bilgi sorununa dayandığını söylemek mümkündür. Teorinin temelinde işletme yöneticilerinin işletmeye borç verenlere kıyasla işletme

hakkında daha çok bilgi sahibi olduklarını, bu bağlamda teminat, işleyiş, iş ahlakı, çalışkanlık ve kaynak ihtiyacının olduğu konularda içsel bilgilere hakım olduklarını ifade eder (Brealey vd., 1997:371). Buna dayanarak işletme yöneticileri sürekli işletme hakkında potansiyel yatırımcılara sinyaller gönderme düşüncesinde olurlar. Yöneticiler işletmenin borçlanma yoluyla finansman sağlamasını işletme için piyasa tarafından pozitif bir sinyal olarak algılandığını ve bunun işletmenin hisse senetlerinin değerini yükselttiğine inanmaktadırlar.

İşletme dışından kişi ve kurumların işletme içi bilgilerden yeterince haberdar olmamaları yatırım yaparken ihraç edilen hisse senetlerinin gerçek değerini tespit etmeyi zorlaştırmaktadır. İşletmenin hisse ihracı yatırımcılar tarafından genel olarak negatif bir sinyal olarak algılanmaktadır. Yeni hisse senedinin ihracı işletmenin piyasadaki hisselerinin gerçek değerinin üzerinde bir fiyatla değerlendirildiğini düşündürdüğünden olumsuz algılanmakta ve işletmenin piyasa değerini düşürmektedir.

Genellikle yatırımcılar yatırım kararlarını verirken, işletmenin sermaye yapısı, kar payı dağıtımı, yatırım politikaları ve yatırım kararları gibi bilgileri kamuya açık bilgilerden yararlanarak vermektedirler. İşletme yöneticileri işletme hisselerinin piyasa değeri altında kaldığında olumlu bilgilere sahip oldukları takdirde, bu bilgilerini bir taraftan piyasa ile diğer taraftan potansiyel yatırımcılar ile paylaşmak isterler (Megginson, 1997:342). İşletme yöneticileri işletmenin projeleri ve bu projelerin kalitesi hakkında gerekli sinyalleri piyasaya gönderdiklerinde borç verenler projeleri daha gerçekçi değerlendireceklerdir. Yöneticiler sermaye yapılarında yapacakları değişiklikler ile piyasaya ve yatırımcılara sinyal göndermeleri mümkün olmaktadır.

2.2.2.5.Piyasa Zamanlaması Teorisi (Market Timing Theory)

Piyasa zamanlaması teorisine göre, piyasada işlem gören hisselerin değerlerinde meydana gelen dalgalanmaların işletme değerini etkilemektedir (Hassan, 2015:21). Teorinin temeli işletme yönetiminin eski ortakların çıkarlarını yeni yatırımcılara kıyasla daha çok kolladığını, bundan dolayı işletme yönetiminin rasyonel beklentiler dengesini bozduğu ve sınırlandırmadığı varsayımına dayanmaktadır (Baker ve Wugler, 2002:4).

Piyasa zamanlaması teorisinde, işletmelerin sermaye yapısı dağılımını nasıl yaptıklarına dayalı olarak, bunun ne kadarının borç veya öz kaynakla finanse edileceğini ve bu finansmana yönelik ne zaman faaliyete geçileceğini içermektedir (Doğan, 2015:41). Bu teoriye göre işletmelerin optimal bir sermaye yapısı bulunmadığı gibi, piyasa zamanlaması kararlarının etkisi uzun vadeli olmaktadır (Huang ve Ritter, 2005:2).

2.2.2.6. Vekâlet (Temsilcilik) Teorisi (Agency Theory)

Temsilci maliyetleri kuramı olarak bilinen vekâlet teorisi, temsil edilen ile temsilci arasındaki ilişkiyi ve bunun işletme değeri üzerindeki etkiyi ifade etmektedir. Temsil maliyetleri temsil sorunu sonucu ortaya çıkar. Temsil sorununu ortaya çıkaran temel neden, finansman ve yönetimin ayrılığı, yani sahiplik ve kontrolün ayrılığıdır (Kargın, 2006:13). Vekâlet teorisi temel olarak, işletme ortakları ile işletme yöneticileri ve işletmeye kredi sağlayanlar arasındaki çıkar çatışmalarını açıklamaya çalışmaktadır. Bu teoriye göre ortaklar ile yöneticiler, ortaklar ile kredi sağlayanlar ve ortaklar ile potansiyel yatırımcılar arasında çıkar çatışması bulunmaktadır (Kula, 2000:75-76). Temsil problemi, işletme yöneticilerinin riskten kaçınmak için, finansal kaldıracı yeterli derecede kullanmayabilir veya şahsına sağlanan prim, ek ödeme, araç vs. gibi imkânları suiistimal etmek suretiyle fazla harcama yapabilecekleri üzerine bina edilmektedir. İşletme yöneticilerinin bu davranışı yöneticiler ve ortaklar arasında bir temsil problemini ortaya çıkarmaktadır. Aynı zamanda işletmeden alacaklıların hissedarlar arasında bir çıkar çatışmasının olabileceği varsayılmaktadır. Hissedarların kar payı dağıtımında kendi lehlerine olacak şekilde düzenlemeye gitmeleri sonucu, alacaklıların alacaklarını zamanında ve yeterli düzeyde alamamaları düşüncesi çıkar çatışmasının başlamasına ve borç verenlerin daha pahalı borç verme gayretlerini tetiklemektedir. Ayrıca hissedarların işletme ve dolayısıyla kendi gelirlerini arttıracak yüksek getiri sağlayan, ancak aynı zamanda riskli projeleri tercih etmeleri halinde yeni bir çıkar çatışmasına yol açabilmektedir. Borç verenler işletmenin riskli projelerden kaçınmalarını isterler, bu riskten kaçınılmadığı durumlarda borç verenler faiz oranlarını arttırmaya gidebilirler. Bu durumda işletme ortakları aleyhine bir temsil problemi ortaya çıkabilmektedir (Durukan, 1997: 75-91).

Literatürde temsil teorisi hakkında bugünkü tartışmaları açan, dış finansmanın avantajlarını araştıran Jensen ve Meckling (1976), yaptıkları çalışmada temsil

ilişkisini, “bir veya daha fazla kişinin belirli hizmetleri kendi adına yerine getirmesi için, karar otoritesini başka bir kişiye devrettiği bir sözleşme” olarak tanımlamışlardır. Bu sözleşmeye dayanan ilişki çerçevesinde, temsilci (yönetici) temsil edilenden (yatırımcıdan) fon sağlamak ve bu fonları yatırımcının çıkarları doğrultusunda kullanılacağı varsayımına dayanmaktadır. Bundan dolayıdır ki temsil teorisi işletmeyi fon sağlayanlar ile fon kullanıcılar arasında bir sözleşmeler yumağı olarak görür ve finansal kararlarda her iki tarafında rasyonel davranacağını varsayar. Bu durumda yeni bir firmanın bütünüyle firma sahiplerinin koyduğu öz sermaye ve risksiz borçla finanse edilmesi durumunda firma, temsilci maliyeti ile karşılaşmayacaktır (Jensen ve Meckling, 1976: 305-360).

Halka açık işletmelerin ortakları, işletme yönetimini daha uzman kişilere bırakarak kendileri yerine temsilci atamış olmaktadır. İşletme yöneticileri temsil ettikleri işletme sahiplerinin çıkarlarını maksimize etmek için çalışmakta ve uğraş vermektedirler. İşletme yöneticileri yönetimde kalabilmek ve daha iyi maaş ve pozisyon alabilmek için çalışırken, ortaklar karlarının daha fazla olmasını arzulayan bir beklenti içinde bulunmaktadır. İşletme sahipleri yöneticilerin işletme kaynaklarının bir kısmını kendi menfaatleri için tüketme amacı güdebileceklerini düşünürken yöneticiler kendilerinin bilgi, beceri ve çalışmalarına dayanarak işletmeden daha fazla kendilerine kaynak aktarma gayreti içinde olmayı düşünmektedirler (Kohn, 1994:373). Temsil ilişkisinde tarafların çıkarlarını en üst düzeye çıkarma gayretleri, temsilcinin her zaman temsil edilenin faydasına çalışmayabileceğini ve böylece bir temsil maliyetinin ortaya çıkabileceği varsayılmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976:305-360). Yöneticiler ile hissedarlar arasında bu temsilcilikten kaynaklanan çıkar çatışması zaman zaman yöneticilerin işletme değerini artıracak sorumlulukların bir kısmının yerine getirilmesinden kaçınmaları ve risk almamaları şeklinde ortaya çıkabileceği gözlemlenmektedir (Jensen ve Clifford, 1985:1-45). İşletmede yöneticiler ortakların aleyhine, ancak kendileri lehine olacak şekilde hareket ettiklerinde, temsil maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Sahiplik ve kontrol birbirinden ayrıldığı zaman, yöneticiler ve ortaklar arasındaki çıkar çatışmaları, temsil maliyetlerinin kaynağını oluşturmaktadır (Uğurlu, 2000: 566-599).

Ortaklara kar payı ödenmesini sağlayabilecek nakit akışlarının mevcut olması durumunda, işletmenin finansman ihtiyacını oto finansman yoluyla sağlamak, böylece daha az borçlanarak borç verenlerin denetiminden kurtulmak amacıyla kar payı ödemesi yapmaktan kaçınabilmektedirler (Gürsoy, 2008:592). Yöneticilerin bu tür davranışları işletmenin piyasa değerini olumsuz etkilemektedir. Bu tür yönetici eğilimleri oluşmasın diye alınan tedbirler ile işletme değerindeki düşüşlerin oluşturduğu maliyet öz sermayenin temsilcilik maliyeti olarak ifade edilebilir. Temsilci maliyetlerinin düşürülmesi için işletmenin daha fazla borçlanması ile gerçekleşecek borç verenlerin denetiminin artması ile mümkün olabilmektedir. Ancak işletmelerin borçlanma yoluna giderek hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasını azaltmaya çalışırken, aynı zamanda borç verenler ile hissedarlar arasında bir çıkar çatışması ortaya çıkmakta ve bu işletmeye yeni bir temsilcilik maliyeti ortaya çıkarmaktadır.

Hissedarlar işletmenin piyasa değerini maksimize etmek ve kendi menfaatlerini yükseltmek için daha fazla yatırım yapmak ve daha fazla borçlanmak şeklinde bir arzu içinde olurlar. Ancak bu durumdan borç verenler tedirgin olacaklardır. Çünkü borç verenler işletmeye verdikleri borçtan kendilerine ödenmekte olan sabit ödemelerin daha fazla borçlanma ile tehlikeye gireceğini düşünmektedirler. Dolayısıyla işletmenin borçlanmadan kaynaklanacak bu riski işletmeye borç verirken yapacakları sözleşme ile işlemin finansal yapısını bozabilecek finansal risk ve faaliyet riskini kısıtlayıcı önlemler alabilmektedirler. Bu sözleşmelerden kaynaklanan maliyetler de temsilcilik maliyetleri olarak belirtilebilmektedir. Bu nedendir ki işletme ne kadar çok borçlanmaya giderse temsilcilik maliyeti de paralel bir şekilde artmaktadır. Dolayısıyla işletmeler öz sermayenin temsilcilik maliyetlerini azaltmak için borç oranını yükseltmek, borçlanmanın temsilcilik maliyetlerini azaltmak için ise borç oranını azaltması gerekmektedir.

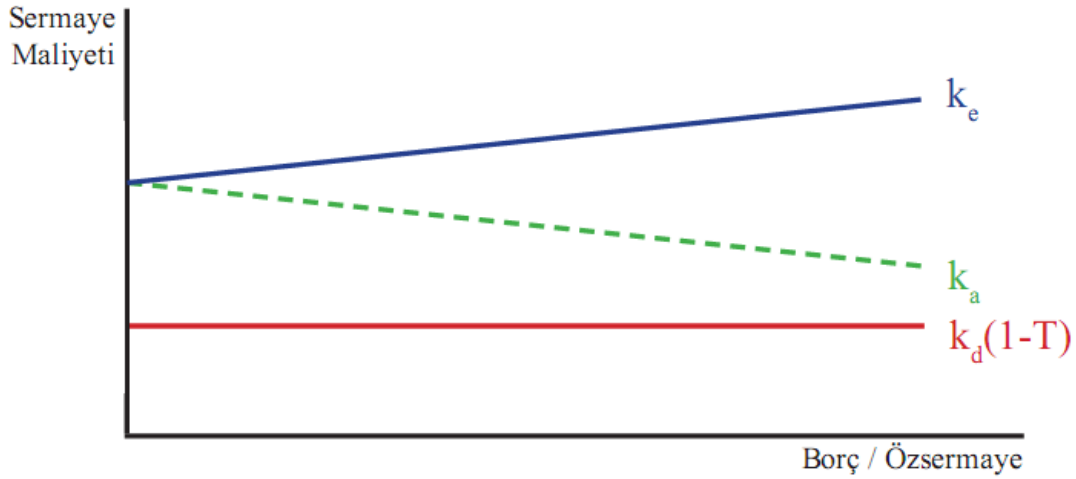
Jensen ve Mecling (1976), Fama (1980), Harris ve Raviv (1991) yaptıkları çalışmalarda, Modigliani-Miller teorisinin varsayımında var olan borç tutarı, iflas yapısı, vergi sübvansiyonları sermaye yapısını belirleyen en önemli belirleyici olmadığını ileri sürmüşlerdir. Bu çalışmalarında, esasen sermaye yapısını etkileyen faktörün firmanın elde ettiği gelirlerinin olduğunu vurgulayarak firma değerini etkileyen faktör olarak da firma ortaklarının, yöneticilerin ve paydaşların değişen

finansal koşullara göre farklı davranışlarda bulunarak sebep oldukları çatışmalardan kaynaklandığını savunmuşlardır.

Etkin piyasalarda kreditorler, ortakların kendi çıkarları doğrultusunda gerçekleştirebilecekleri davranışlardan korunmaktadırlar. Bundan dolayı etkin piyasa şartlarının uygulandığı piyasalarda temsil maliyeti yoktur veya yok denecek kadar azdır. Ancak etkin piyasa şartlarının gelişmediğı piyasalarda temsil maliyeti bulunmaktadır (Damodaran, 2001:16).

2.2.2.7. Vergi Faktörü Teorisi

Vergi faktörü teorisine göre, işletmelerin borçlanma yoluna başvurduklarında, bu borçlanma için yaptıkları sözleşme gereğı ödedikleri faizleri gider olarak kaydettikleri için vergiden düşülebilmeleri söz konusu iken böyle bir avantajın kar payı ödemelerinde söz konusu olmadığından işletmeler borçlanmayı tercih etmektedirler. Faiz yoluyla vergiden sağlanan tasarruf finans literatüründe vergi kalkanı olarak adlandırılmaktadır.

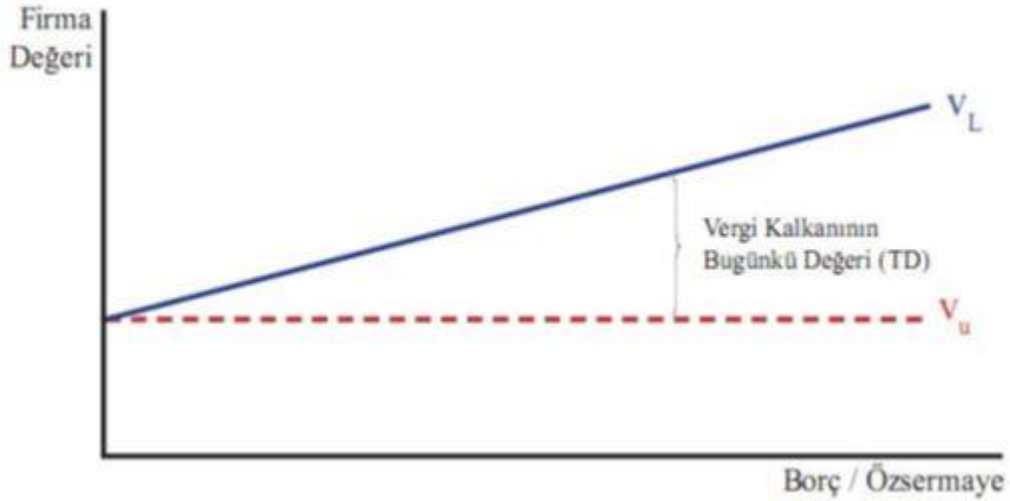


Şekil 2.9. Kurumlar vergisinin dâhil edildiğı M&M yaklaşımına göre borç, özsermaye ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerinin davranışları

Kaynak: Richard A., Brealey, Stewart C., Myers, Alan J., Marcus, (2009), Fundamentals of Corporate Finance, Sixth Edition, New York, McGraw Hill/Irwin, s. 452.

Şekil 2.9’da görüldüğü gibi borçlanma oranlarında meydana gelen artış, iflas riskini arttırdığı için öz sermaye maliyeti artmaktadır. Ancak Modigliani-Miller

yaklaşımından farklı olarak, sisteme vergi dâhil edildiğinde, artan borçlanma ile devreye giren vergi kalkanı etkisi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmektedir. Dolayısıyla, MM yaklaşımına göre borçlanma oranından bağımsız olan işletmenin piyasa değeri (V_U), Şekil 2.10’da görüleceği gibi, faizin vergi kalkanı etkisinin bugünkü değeri kadar artarak (TD), V_L halini almaktadır (Rihard vd., 2009:451-452).



Şekil 2.10. Kurumlar vergisinin dâhil edildiği mm yaklaşımına göre firma değeri

Kaynak: Richard A., Brealey, Stewart C., Myers, Alan J., Marcus, (2009), Fundamentals of Corporate Finance, Sixth Edition, New York, McGraw Hill/Irwin, s. 451

Farrar ve Selwyn (1967), Myers (1977) ve Miller (1977) borç için ödenen faizin kurumlar vergisinden düşülmesi nedeniyle oluşan vergi avantajının, yatırımcılara ödenen faiz ve kar paylarından alınan kişisel vergilerle ortadan kalktığını ileri sürmüşlerdir. Araştırmacıların ileri sürdükleri düşünceye göre, kurumlar vergisinin sağlamış olduğu vergi indirimi avantajı sermaye yapısı kararlarında dikkat edilen tek parametre olsaydı, bu durumda firmaların sermaye yapılarının tamamını borçla yapılandırmaları gerekirdi. Oysa firmaların bu şekilde davranmadıkları ortadadır. Yatırımcıların faiz ve kar paylarından elde ettikleri gelirlerine ait vergi ödemeleri yükseldikçe, firmanın sermaye yapısını borçla finanse etmesinden elde ettiği fayda düşecektir. Bundan dolayı, yatırımcıların faiz gelirleri için ödedikleri vergi ile firmanın kaldıraç seviyesi arasında negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmektedir. Bu yaklaşım firmanın piyasa değerinin firmanın borçsuz hali ile borcunun piyasa

değerine eşit olduğunu savunur. Firmanın yalnızca kurumlar vergisine tabi olduğu düşünüldüğünde, kaldıraçtan elde edilen kazanç en üst seviyede olacaktır. Ancak, bu kazancın bir kısmı (oranlara bağlı olarak) veya tamamı hisse senedi sahiplerine ödenen kar payı ve tahvil sahiplerine ödenen faiz karşılığında yatırımcıların ödediği bireysel vergilerle ortadan kalkmaktadır.

2.2.2.8. Miller Modeli

Modigliani-Miller 1958 yılında yayınladıkları makalelerindeki sermaye yapısını 1963 yılında yenilediği ve modele kurumlar vergisini eklemelerine rağmen sermaye kazançları üzerinden alınan stopajı eklememişlerdir. Merton Miller 1977 yılında yayınlanan makalesinde sermaye kazancı üzerinden alınan ve bireysel gelir vergisi olarak ta bilinen stopajı da hesaplayarak kaldırıcın bir işletmenin değerini nasıl etkilediğini modelleme gereği duymuştur.

Miller (1977) geliştirdiği yeni modelde, işletmenin sermaye yapısının belirlenmesinde kurumlar vergisi ile birlikte ortakların sermaye kazançları üzerinden ödedikleri gelir vergisinin de önemli olduğunu belirtmiştir. Miller'e göre faiz gelirleri hem firmalar hem de bireyler açısından en az bir defalık verginin konusu olmaktadır. Aynı zamanda işletmenin geliri kurum kazancı olarak vergilendirilirken sermaye kazançları gelir vergisi üzerinden kişisel olarak vergilendirilmektedir. Bundan dolayı hissedarlar vergi sonrasında edindikleri faiz getirisi, hisse sahiplerinin ellerinde bulundurdukları hisse senedinin sağladığı vergi sonrası kazançtan büyükse, bu durum işletmenin yabancı kaynakla finansman sağlama düzeyini artıracaktır. Yani hissedarların vergi sonrası net faiz gelirlerinde meydana gelen azalmayı telafi etmek için gelirlerini arttırmayı isteyeceklerdir.

M&M modelindeki varsayımlara ek olarak, kaldıraçsız bir işletmenin değeri sermaye kazancı üzerinden ödenen stopaj ile birlikte aşağıdaki gibi gösterilebilmektedir.

$$Değer_u = \frac{FVÖK \times (1-KV) \times (1-Ts)}{R_{eU}}$$

Değer_u kaldıraçsız işletmenin değeri, KV kurumlar vergisi oranı, Ts hisse senedi sahiplerinin sermaye kazançları üzerinden ödenen bireysel gelir vergisi oranı ve R_{eU} faiz kazançları nedeniyle ödenen bireysel gelir vergisi oranı olarak tanımlanmıştır. Formülde görülen pay, kaldıraçsız firmanın kurumlar vergisi ve hisse

senedi sahiplerinin sermaye kazançlarından meydana gelen vergilerin ödendikten sonraki net işletme faaliyet gelirini göstermektedir. Buna göre, sermaye geliri üzerinden ödenen stopajın kaldırışı işletmenin değerini düşürdüğü sonucuna ulaşılmaktadır. Miller modeli kaldırıcı bir firmanın değerini araştırırken, kurumsal ve bireysel vergilerin ödendiği durumları göz önünde bulundurmaktadır.

Ortakların hisse kazançları üzerinden ödedikleri stopaj, faiz kazançları üzerinden ödedikleri stopajdan az olduğu durumlarda kaldırıcı sağlanan kazanç daha düşük olacaktır. Bu durum, işletme hisselerine yatırım yapanların menkul kıymetleri değerlendirken net değerleri üzerinden hesaplama yapmalarından dolayı ortaya çıkmaktadır. Bireysel yatırımcıların faiz kazançları üzerinden elde ettikleri gelirlerine, hisse senedi sermaye kazançları üzerinden ödeyecekleri vergiden daha yüksek tutarda vergi ödedikleri durumda, bu tutar kadar faiz talebinde bulunacaklardır. İşletme $(1-V_s) = (1-KV) \times (1-V_s)$ halinde kazançtan faydalanma anlamında bir kazanç elde edemeyeceklerdir.

İşletmelerin yabancı kaynak kullanımında, yabancı kaynağın vergi avantajı devam ettiği sürece yabancı kaynak ile finansman sağlamayı tercih edeceklerdir. Bu durumda firmaların, iflas maliyetlerinin bulunmadığı etkin bir sermaye piyasasında kaynaklarının tamamını yabancı kaynaklardan oluşturmalarına yol açacaktır. Ancak bu işletme pratiği bakımından uygun değildir. M&M'ye göre her işletmenin tek ve sabit bir optimal sermaye yapısı vardır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM)'nin belirli bir noktaya kadar azalma devam etmekte ancak bu noktadan sonra işletmenin finansal riski artacağından ek yabancı kaynak finansmanının faydası azalmakta ve AOSM'nin artmasına sebebiyet vermektedir. Bu durumda işletmeler optimal kaldırıcı oranını belirlerken, faiz ve vergi kalkanının bugünkü değeri ile iflas maliyetlerinin bugünkü değerinin dengelendiği optimal kaldırıcı oranını belirlemelidirler. Şayet işletmenin kaldırıcı oranı optimal kaldırıcı sağlayamıyorsa, işletme bu oranı optimale geri döndürecek finansal önlemi almak zorundadır.

Miller'in (1977) yaptığı çalışmada yer alan marjinal vergi oranlarının bütün işletmeler için aynı olduğu varsayımı; yatırım indirimleri, finansal kiralamar, amortismanlar vb. araçlar bir çok işletmenin düşük marjinal vergi oranlarına sahip olmasını sağlamakta olduğundan literatürde çeşitli eleştirilere maruz kalmıştır (Myers, 1984:579).

Modigliani (1988) makalesinde işletmenin pay sahiplerinin sermaye gelirleri üzerinden ödenen bireysel gelir vergisi oranının kişisel gelir vergisi oranından az olması halinde, kaldıracın işletme değerine olan katkısı Kurumlar Vergisi'nden düşük ve pozitif bir oranla iskonto edilmek suretiyle sonuçlanacağı belirtilmiştir.

2.2.2.9. Borcun Vergi Kalkanı Önermesi

Modigliani ve Miller'in (1958) İlgisizlik Yaklaşımı, firmaların borç ve öz sermaye oranları ne olursa olsun sermaye maliyetinin değişmeyeceğini ileri sürmektedir. Bu yaklaşıma göre, piyasaların mükemmeli işlediği düşünülmektedir. Bu düşüncenin eleştirilere maruz kaldığı ve hiçbir piyasanın mükemmel olmadığı gerekçesi ile Modigliani ve Miller (1963) bu varsayımlarını revize edecek bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmada, borç faizinin muhasebe kurallarına göre gider yazılacağını ve kurumlar vergisinden düşüleceğini göz önünde bulundurarak, sermaye yapısı kararlarında borç lehine bir avantaj sağladığını kabul etmişlerdir. Borç faizinin vergiden düşülmesi sonucunda meydana gelen avantaja finans literatüründe borcun vergi kalkanı önermesi adı verilmektedir. Önermenin gereği, finansal sıkıntı maliyetleri ile kişisel vergilerin olmadığı ve sabit kurumlar vergisinin olduğu durumlarda;

Her risk kategorisindeki firmanın değeri beklenen net hissedar geliri ile borçlarının karşılığında ödediği faizin toplamına eşittir; borcun vergi avantajı firma değerini artırırken borcun sermaye maliyetini azaltır (Modigliani ve Miller, 1963:436).

Miller ve Modigliani'nin 1966 yılında 63 elektrik firması üzerinde yaptıkları çalışma bu alandaki ilk çalışmalardan biridir. Bu çalışmada iki aşamalı enstrümantal değişken kullanılmış ve regresyon analizi sonucunda kaldıracın firma değeri üzerinde yaklaşık olarak %13 kadar bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Bu oranın geleneksel finans literatüründe (Geleneksel Yaklaşım) iddia edildiği gibi büyük bir etki olmadığını iddiasında bulunarak İlgisizlik Yaklaşımı'nı doğruladığını savunmuşlardır. Ancak, Miller ve Modigliani'nin (1966) iddia ettikleri gibi borcun firma değerini etkilemediğini savunmuş olsalar da, De Angelo ve Masulis (1980) yaptıkları çalışmada bulunan korelasyon katsayısının (0,13) iddia edildiği gibi küçük bir değer olmadığını ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu, dolayısıyla bu çalışmada borcun vergi kalkanının firma değeri üzerindeki etkisini ispat ettiğini savunmuşlardır.

2.3. Sermaye Yapısının Belirleyicileri

Sermaye yapısı çeşitli miktarlarda borç ve öz kaynak kullanımı ile oluşturulmaktadır. Sermaye yapısının oluşmasında kullanılacak öz kaynak ve borçların işletmeye fayda sağlayabileceği gibi bazı maliyetlere katlanmayı da gerekli hale getirmektedir. Firma sermaye yapısının belirlenmesinde belli amaçların olması ve bu amaçlara ulaşmada katlanılacak risklerin tespiti önemlidir. Firmalar sermaye yapılarını belirleyici kararlar alırken, firmaların içinde bulundukları koşulları iyi değerlendirmelidirler. Özellikle kullanabilecekleri fon kaynaklarının avantaj ve dezavantajlarını iyi analiz etmelidirler. Firmaların sermaye yapısı, işletmeye özgü faktörlerden, faaliyet gösterdiği sektörden ve ülkenin ekonomik şartlarından etkilenmektedir (Çağıl, 2001:61; Albayrak ve Akbulut, 2008:425). Ayrıca, firmaların uluslararası faaliyette bulunması halinde, uluslararası sermaye piyasalarında meydana gelen gelişmeler ile küresel ekonomik gelişmelerden de etkilenmektedir. Sermaye yapısını etkileyebilecek makroekonomik faktörler, gayrisafi yurt içi hasıyla, enflasyon oranı, döviz kuru ve uygulanan vergi oranları sayılabilir (Frank ve Goyal, 2009:3; Doğan, 2015:47). Firmaların ürettiği mal ve hizmetlere olan talebin artması, hedef pazarlar ve bu pazarlardan alınan payın büyümesine bağlı olarak gayrisafi yurtiçi hasılanın artmasında önemliyken, enflasyon ve faiz oranları maliyetlerinin belirlenmesinde, fiyat tespitinde, stratejik planların yapılmasında, faaliyetlerin finansmanı ve karar verme sürecinde önemli rol oynamaktadır. Ayrıca dış ticarete döviz kurları ve vergi oranları, borçlanma ve özkaynak maliyetleri, vergi sınırlamaları ve teşvikler işletmenin yatırım kararlarını, finansman uygulamalarını ve sermaye yapısının belirlenmesinde etkili olmaktadır.

Firmaların sermaye yapısı, ülkelerin sermaye piyasaları, bankacılık sektörü, hukuksal ve kurumsal altyapısının gelişmişlik düzeyi gibi faktörlerden de etkilenmektedir (Sayılğan vd., 2006:128; Sayman, 2012:62). Ayrıca, işletmenin yönetim tarzının ve sahiplik yapısının da sermaye yapısını etkileyebilmektedir (Correa vd., 2007). Finansal yöneticinin elinde optimal sermaye yapısını oluşturacak net bir formül olmadığından, finansal yöneticinin bilgi, beceri, tecrübe ve risk alabilme kabiliyetleri işletmenin sermaye yapısını oluşturmaya katkıda bulunabilmektedir. İşletmelerin sermaye yapısı kararlarında, firmaya özgü farklılıkların dikkate alınması

optimal sermaye yapısını oluşturmada önemlidir. İşletmelerin optimal sermaye yapısına ulaşmak için borçlanabileceği, optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra borç-özkaynak marjinal maliyeti eşit olacağından bu yapının bozulmamasına dikkat etmelidir (Ceylan ve Korkmaz, 2008:263). Son olarak firma büyüklüğü, yaşı, büyüme fırsatları, karlılığı, likiditesi ve kar payı dağıtım politikaları sermaye yapısını etkileyen faktörler olarak sayılabilir (Demirhan, 2009:68; Alkhatip vd., 2017:17-19; Ullah vd., 2017:32)

Sermaye yapısı belirleyicileri hakkında ülkemizde ve dünyada yapılan birçok çalışma mevcuttur. Bu çalışmaların bazılarını özet olarak sunmadan önce, sermaye yapısı belirleyicilerini kısaca izah etmek faydalı olacaktır.

2.3.1. Firmaların Varlık Yapısı

İşletmelerin varlık yapıları işletmeye kredi sağlayacak kreditorler açısından önemli bir ölçüt olarak değerlendirilir. İlk kuruluşlarında işletmelerin elinde bulundurduğu varlıklar açısından borç bulabilmelerini kolaylaştıran bir unsur olmaktadır (Yukeri, 2009:20). Bu durum işletmenin varlıklarının çoğunu sabit varlıklardan oluşturması iflas veya finansal sorun olması durumunda işletmenin paraya çevrilebilir varlıkları işletme için bir güvence oluştururken kreditorler açısından bir teminat oluşturmakta ve kredi sağlamada daha gönüllü olmaktadır (Akgüç, 2010: 510; Terim, 2009:79). Kredi sağlayanların özellikle kriz dönemlerinde işletme sahiplerinin vereceği kefaleti ve işletme alacaklarını teminat olarak kabul etmek istememeleri, bunun yerine genellikle işletmenin sabit varlıklarını ipotek etmeyi seçtikleri gözlemlenmektedir. Böylece özellikle yeni kurulan işletmeler için dengeleme teorisini ifade eden, işletmelerin kaldıraç oranının, sabit varlıklarındaki artışa paralel doğru orantılı olarak artacağı fikri geçerlilik kazanmaktadır. Ayrıca, finansal hiyerarşisi teorisi yönüyle bakıldığında, işletmelerde dönen varlıklara göre duran varlıkların yüksek olması finansal riskleri azaltmakta ve daha güvenilir işletmeler haline getirmektedir. Bu tür işletmelerin daha az borçlanacağı, dolayısıyla aktif oranı ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişkinin olması beklenen bir durumdur (Scott, 1976; Fama ve French, 2002; Frank ve Goyal, 2003). Ancak, literatürde ileri sürülen görüşlerin çoğunluğu, sabit varlıkların işletmenin borcu karşısında teminat olarak gösterilebileceğinden kaldıraç oranı ile arasında pozitif bir ilişkinin olduğudur

(Harris ve Raviv, 1991:334). Marsh (1982) İngiltere’de yaptığı çalışmada işletmelerin öz sermaye ve uzun vadeli borç arasındaki tercihleri ile bu seçimde faaliyet riski, firmanın büyüklüğü ve varlık yapısı gibi firmaya özgü faktörlerin etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın daha az duran varlık bulunduran küçük ölçekli firmaların ihtiyaç duydukları finansmanı hisse ihracı ile karşıladıklarını tespit etmiştir. Bu sonuç ters yönlü olarak duran varlıkları yüksek olan işletmelerin duran varlık ile borçlanma arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu kanıtlar niteliktedir. Benzer bir bulgu Frank ve Goyal (2003)’in ABD genelinde yaptıkları araştırmada, duran varlıkları yüksek olan firmaların duran varlıkları daha az olan firmalara göre daha fazla borçlandıkları sonucuna ulaşmışlardır. İşletmelerin sabit varlık/toplam varlık oranının yüksek olmasını, işletmenin sabit varlıklarını teminata kullanabileceğini ve bu durumda borçların temsil maliyetini düşürebileceği ileri sürülmüştür (Jensen ve Meckling, 1976). Buna benzer bir çalışmada Scott (1972), güvenli borç hipotezini diğer tüm değişkenlerin sabit olduğu durumda, borçlarını duran değerler ile güvence altına alan firmaların daha düşük faiz oranları ile borçlanabildiklerini söylemektedir. Böylece bu tür işletmelerin daha yüksek miktarlarda borç kullanabileceği eğilimindedirler (Otluoğlu, 2015:44).

Ülkemizde yapılan çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmesine rağmen, gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi işletmelerin bir taraftan dengeleme diğer taraftan finansman hiyerarşisi perspektifi doğrultusunda hareket ettiğini göstermektedir. Doğanlı ve Acaravcı (2004) çalışmalarında işletmelerin sermaye yapısı oranları ile varlık yapısı arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğunu tespit etmişlerdir. Dinçergök ve Yalçiner (2011) çalışmalarında arasında ülkemizin de olduğu gelişmekte olan 5 ülkenin verilerini incelemiş ve ülkemizdeki firmaların sermaye yapıları ile varlık yapıları arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir. Demirhan (2009) hizmet sektöründe yaptığı araştırmada, işletmelerin varlık yapısı ile borçlanma oranları arasındaki ilişkinin negatif olduğunu bulmuştur. Booth vd. (2001) gelişmekte olan ülkeler üzerinde yaptıkları geniş çaplı araştırmada, sabit varlıkların oranı ile toplam borçlanma oranları arasında negatif bir ilişkinin, duran varlıkların oranı ile uzun vadeli borçlanma arasında ise pozitif bir ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir.

2.3.2. Firma Büyüklüğü

Dengeleme teorisinin ileri sürdüğü varsayıma göre, firma büyüklüğü ile iflas riski arasında ters bir ilişkinin olduğunu ileri sürerken, firma büyüklüğünün kaldıraç ile arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir (Drobetz ve Fix, 2003:15; Deesomsak vd. 2004:394). İflas riski maliyetlerinin küçük firmalarda büyük firmalara göre firma değerinin büyük bir kısmını oluştururken küçük firmalar iflas sözkonusu olduğunda büyük firmalara nazaran daha yüksek değer kaybına uğrar. Tilman ve Wessel (1988) yaptıkları çalışmada, büyük firmaların daha çok çeşitlendirilebilecek sermaye yapısına sahip olduklarından dolayı borcunu ödiyememe riskini azaltabildiklerini, dolayısıyla finansal olarak başarısız olma olasılıklarını en aza indirebileceklerini ileri sürmüşlerdir. Buna göre sermaye yapılarını daha az çeşitlendirebilen küçük işletmelerin hedef kaldıraç oranlarını daha düşük düzeyde tutmaları beklenir (Fama ve French, 2002:6). Küçük firmaların borç kullanımında genellikle öz sermaye kaynaklarını kullanmakta ve ancak öz sermayenin yetersiz kalması durumunda kısa vadeli borç bulma yoluna başvurmaktadırlar. Büyük ölçekli firmaların borç bulmada daha fazla çeşitlendirebilecekleri finansman kaynağı bulmaları mümkün olmaktadır. Bu kaynaklar tahvil, bono, kısa, orta ve uzun vadeli borç ve banka kredilerinden oluşabilmektedir.

Dengeleme teorisi ile uyumlu bir şekilde, kaldıraç ile firma büyüklüğü arasındaki ilişki pozitif yönlü ve anlamlı olarak bulan birçok çalışmaya rastlamak mümkündür (Friend ve Lang, 1988; Crutchly ve Hensen, 1989; Chowdhury vd. 1994; Shenoy ve Koch 1996; Wiwattanakantang, 1999; Hirota, 1999; Colombo, 2001; Booth vd. 2001; Bevan ve Danbolt, 2001; Fama ve French, 2002; Deesomsak vd. 2004; Feidakis ve Rovolis, 2007; Sarioğlu vd. 2013).

Firma büyüklüğü finansal hiyerarşi teorisine göre yorumlanabilmesi teorisinin varsayımları arasında bulunan bilgi çarpıklığı ve işlem maliyetlerini gözden geçirmek gerekir. Genel olarak büyük ölçekli firmaların bilgilerine ulaşmanın yatırımcılar için daha kolay olduğu bilinmektedir. Bu nedenle firma ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisi ortadan kalkmakta veya en aza inmektedir (Padron vd. 2005:61). Dolayısıyla firmaların borç kullanmaktan ziyade finansman hiyerarşisinde açıklandığı gibi öz sermaye kullanımını tercih ettikleri ortaya çıkmaktadır. Bundan dolayı

borçlanma ile işletme büyüklüğü arasında negatif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmaktadır (Tilman ve Wessel, 1988; Wald, 1999; Okuyan ve Taşçı, 2010; Said ve Kouki, 2012; Esen vd. 2014). Ancak küçük ölçekli firmaların hisse senedi ihraçlarının maliyeti yüksek olduğundan dolayı dış kaynak bulmaya yönelirler (Paramasivan ve Subramanian, 2009:50; Tilman ve Wessel, 1988:6).

2.3.3. Büyüme Olanakları

Büyüme olanakları, firmaların yatırım projelerinin ve bu projelerin yatırımcısına kazandırma potansiyeline sahip olmaları açısından kullanılan bir tabirdir. Statik dengeleme teorisine göre, kaldıraç ile büyüme olanakları arasında negatif bir ilişkinin olduğu varsayılmaktadır. Statik dengeleme teorisi, büyüme dönemlerinde işletmelerin finansal sıkıntılara karşı hassasiyetleri artmakta ve sıkıntı dönemlerinde işletme değerinde kayıpların olabileceğini öngörmektedir. Firmalarda büyümenin kaldıraç oranlarını nasıl etkilediği konusunda literatürde farklı görüşler ortaya atılmıştır. Bunlardan bir kısmı büyümekte olan firmaların temsil maliyetlerini düşürmek amacıyla daha az borçlanmaya gidip borçlanma maliyetlerini düşürmesini öngörürken, diğer bir kısım görüşlerde firmaların büyümesi ile birlikte daha güvenli bir hale geleceğinden borçlanma kabiliyeti artacaktır. Böylece firmalar bu borçlanma yeteneğini kullanabilmektedir şeklinde savunulmaktadır.

Galai ve Masulis (1976), Jensen ve Meckling (1976) Basu, (1977) ve Myers (1977), büyüme oranı yüksek olan işletmelerin temsil maliyetlerini daha düşük bir düzeyde tutmak için daha az borç kullanmayı tercih edeceklerini çalışmalarında savunmuşlardır. Titman ve Wessels (1988) yaptıkları çalışmada işletmelerin, kazançlı yatırımlardan çok ortakların faydalanabilmesi için sıkça gereksiz projelere yatırım yapmaya meyilli olduklarını açıklamışlardır. Büyüme oranı yüksek olan işletmelerde buna benzer temsil sorunları çok fazla olduğundan temsil maliyetlerinden kaçınmak amacıyla daha az borçlanmayı tercih ederler. Bu doğrultuda yüksek büyümenin yüksek iflas riski yaratacağı savunulmaktadır (Baskın, 1989). Kredi kuruluşları bu tür yüksek hızla büyüyen ve riski yüksek olan işletmelere kredi vermekten kaçınacaklarından dolayı bu işletmelerin borçlanma oranları daha düşük olacaktır (Cortez ve Susanto, 2012). Bu durum dengeleme teorisinin kabulleriyle tutarlıdır.

Dengeleme teorisini destekler nitelikteki çalışmalara (Gaud vd., 2005; Shah ve Khan,2007; Akinlo, 2011; Gülşen ve Ülkütaş, 2012) bakıldığında büyüme oranı ve kaldıraç arasındaki ilişkinin negatif olduğunu savunmaktadır. Buna karşılık, finansman hiyerarşisi teorisini destekler nitelikteki çalışmalara (Manos ve Ahnen, 2003; Voulgaris vd. 2004; Sayılğan, 2006; Yakar, 2011; Shah ve Kausar, 2012; Abdioğlu ve Deniz, 2015) bakıldığında büyüme oranı ile kaldıraç arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu savunmaktadırlar. Aynı zamanda Gupta (1969), işletmelerin büyümesi ile doğru orantılı olarak gelecekteki borçlanma yeteneklerinin artacağını böylece işletmenin varlıklarını finanse edebilmek için borçlanmaya yöneleceklerini savunmuştur. Hızlı büyüyen işletmelerin yavaş büyüyen işletmelere nazaran daha fazla yatırım fırsatına sahip olacaklarından (Myers, 1977:148) karlarında tutarlılık sağlayabilecekler ve böylece daha rahat borçlanabileceklerdir.

2.3.4. Karlılık

Karlılık bütün teorilere göre önemli bir unsur olarak işletmelerin önem verdiği sonuç odaklı bir olgudur. Bu nedenle birçok çalışmada inceleme konusu olmuş ve işletmeler açısından sürdürülebilirliği sağlayan en önemli etken olarak algılanmaktadır. Sermaye yapısıyla ilgili, literatürde karlılık ile finansal kaldıraç arasındaki ilişki üzerinde farklı görüşler ileri sürülmüştür. Dengeleme teorisi, temsil maliyetleri teorisi ve sinyal teorisi açısından karlılık ile kaldıraç arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğu ileri sürülürken, finansal hiyerarşisi teorisi bakımından karlılık ile kaldıraç arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğu ileri sürülmüştür. .

Dengeleme teorisine göre; temsil maliyeti, vergi ve iflas maliyeti faktörleri, daha karlı işletmelerde daha yüksek kaldıraç kullanmaya yönlendirmektedir. Dengeleme teorisi, işletme karı azaldıkça iflas maliyetlerinin yükseleceğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla düşük kar elde eden firmaların daha düşük seviyede bir hedef kaldıraç oranına sahip olmaktadır. Firmaların karı arttıkça, firmanın iflas maliyeti düşmekte ve vergiye tabi gelirleri artmaktadır. Böylece karlı işletmelerin borçlanma yoluyla finansman sağlaması teşvik edilmiş olacaktır. Bu durumda kar yükseldikçe borçlanmada yükselecek ve böylece kar ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkacaktır. Temsil maliyetleri açısından bakıldığında borcun, yönetimi yersiz ve kontrolsüz harcama yapmalarını sağlamış olur (Güner, 2016:29; Yılmaz, 2015:63).

Bu varsayımla, Jensen ve Meckling (1976), Easterbrook (1984) ve Jensen (1986)'nin yaptıkları çalışmalarda belirttikleri gibi işletme sahipleri işletme üzerindeki kontrollerini arttırmak için daha fazla borçlanma yoluyla yöneticileri elde ettikleri kar ile borç faizi ödemeye zorlayabilmektedirler (Fama ve French, 2002:7). Bundan dolayı temsilci maliyetleri açısından dengeleme teorisine benzer bir şekilde pozitif bir ilişkinin olduğu varsayılmaktadır.

Finansman hiyerarşisi teorisi, dengeleme teorisinin tam tersi bir varsayımla, işletmelerin yatırımlarını öncelikle iç kaynaklardan finanse ettiklerini, dolayısıyla karlı işletmelerin daha az borçlandığını ileri sürmektedir (Fama ve French, 2002; Frank ve Goyal, 2009). Bu durumda karlı işletmelerin yaptıkları yatırımların maliyetleri karlarını aşması durumunda dış borç kullanma yoluna gittikleri (Myers, 1984) böylece finansman hiyerarşisi teorisinde, kaldıraç ve karlılığın negatif bir ilişki içinde olması gerektiği ifade edilmiştir.

Dengeleme teorisini destekler nitelikte, karlılık ve kaldıraç arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğunu ifade eden çalışmaların (Uysal, 2010; Okuyan ve Taşçı, 2010; Sayılğan ve Uysal, 2011; Moyo vd, 2013; Zerriaa ve Noubbigh, 2015) literatürde azımsanmayacak kadar çok olduğu gözlemlenmektedir. Aynı zamanda bu görüşün tersini ifade eden, karlılık ile kaldıraç arasında negatif bir ilişkinin olduğunu ortaya koyan çeşitli çalışmalarda mevcuttur (Chiarella vd, 1992; Özkan, 2001; Pandey, 2001; Huang, 2006; Booth vd, 2001; Chen ve Strange, 2005; Büyüktortop, 2007; Shah ve Khan, 2007; Şen ve Oruç, 2008; Teker vd, 2009; Terim ve Kayalı, 2009; Yıldız vd, 2009; Akinlo, 2011; Yakar, 2011; Ansarı ve Bideskan, 2012; Thippayana, 2014; Vegas vd, 2015).

Yapılan literatür çalışmalarında, karlılık ile kaldıraç arasındaki ilişkide finansal hiyerarşi teorisini destekler nitelikteki çalışmalara çokça rastlanılmaktadır. Bununla birlikte Sayılğan ve Uysal (2011)'in çalışmalarında finansal hiyerarşi teorisinin tersine pozitif yönlü bir sonuca ulaşmalarını, inceleme yaptıkları dönemlerdeki Türkiye'nin karakteristik özelliklerine bağlanması gerektiğini ifade etmişlerdir.

2.3.5. Likidite

Sermaye yapısı ile ilgili çalışmalarda genel olarak likidite oranı ile borç kullanımı arasında negatif bir ilişkinin olduğu üzerinde genel bir kabul vardır. İşletmelerin finansman sağlamada öncelikli olarak iç kaynaklarını tercih etmeleri finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Dolayısıyla likit kaynakları fazla olan işletmeler dış kaynaklara ihtiyaç duymazlar (Kaur ve Roa, 2009:102). Bir başka anlatımla likidite gücü yüksek işletmelerin yatırımlarını ve faaliyet giderlerini kendi kaynaklarından sağladıkları fonlarla karşılayabildiklerinden dolayı dış borca daha az ihtiyaç duyarlar.

Likidite oranı ile kaldıraç oranı arasındaki ilişkiyi finansal hiyerarşi teorisine uyumlu olarak negatif yönlü olduğunu destekler nitelikte birçok çalışma (Özkan, 2001; Mallikarjunappa ve Goveas, 2007; Şen ve Oruç, 2008; Ata ve Ağ, 2010; Sheikh ve Wang, 2011; Ansari ve Bideskan, 2012; Abdioğlu ve Deniz, 2015; Kara ve Erdur, 2015) vardır.

Likidite oranı yüksek olan işletmelerin gerekli gördüklerinde, kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmekte sorun yaşamadıklarından daha yüksek borçlanma yoluna gittikleri ve dengeleme teorisine uyumlu bir şekilde davrandıkları ileri sürülmektedir (Güner, 2016:31). Awan ve Amin'in (2014) yaptıkları çalışma bu görüşü destekler niteliktedir ve işletmelerin likidite oranı ile kaldıraç oranının aynı yönlü olduğunu ileri sürmektedir.

2.3.6. Vergi Oranı

İşletmelerin borçlanma karşılığında ödeyecekleri faiz giderlerini vergi matrahından düşmeleri yoluyla oluşturacakları vergi kalkanı, borçlanmanın sermaye üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu göstermektedir (Harris ve Raviv, 1990: 321-349). Bu durumda vergi oranları yüksek işletmelerin vergi kalkanından daha fazla faydalanmaktadır. Böylece vergi oranı ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu ileri sürülebilir.

İşletmeler finansman ihtiyaçlarını öz kaynaklardan veya yabancı kaynaklardan sağlamaktadırlar. Bu kaynağın seçiminden önemli etken kaynağın işletmeye olan maliyetidir. Modigliani ve Miller 1958 yılında yaptıkları çalışmaya kurumlar vergisini

ilave ederek 1963 yılında çalışmalarını revize etmişlerdir. Çalışmalarına vergi unsurunu dâhil ederek işletmelerin borçlanma yoluyla elde edecekleri vergi avantajını gündeme getirmişlerdir. Daha sonraki çalışmalar (Miller, 1977; Taggart, 1980; Pozdena, 1987; Titman ve Wessels, 1988) borçlanmanın vergi avantajı sağladığını ileri sürerken, kar payı ödemelerinin bu tür bir avantaja sahip olmadığını ortaya koymuştur. Ayrıca, Huang ve Song (2004) ve Tortop (2007) da vergi oranının kaldırıcı pozitif yönlü etkilediğini ileri sürmüşlerdedir. Ancak, Yakar (2011) ve Akman (2012) yaptıkları çalışmada vergi oranı ile kaldıraç arasında anlamlı bir ilişki tespit edemediklerini ileri sürmüşlerdir.

2.3.7. Borç Dışı Vergi Kalkanı

İşletmelerin çeşitli yollarla sağladıkları yatırım kredileri, yatırım teşvik indirimleri ve amortisman gibi vergi tasarrufu sağlayan kalemler borç dışı vergi kalkanı olarak tanımlanabilir. Dolayısıyla borçla finansman elde etmenin sağladığı vergi avantajının ikamesi olarak kullanılabilir (Wiwattanakantang, 1999:385). De Angelo ve Masulis (1980) yaptıkları çalışmada işletmelerin borç dışı vergi kalkanına sahip olan firmaların daha az oranda dış borç kullanmayı tercih ettiklerini ileri sürmüşlerdir. Aynı zamanda borç dışı vergi kalkanı düzeyi yüksek olan işletmelerde borcun muhtemel vergi avantajını azaltıcı etkisi nedeniyle kaldıraç oranı ile borçlanma arasında negatif yönlü bir ilişkiye sebep olduğu düşünülmektedir (Deesomsak vd., 2004:394). Bu negatif ilişkiyi hem dengeleme teorisi hem de finansal hiyerarşi teorisi destekler niteliktedir (Cevlani ve Öz, 2014:101).

Borç dışı vergi kalkanı düzeyi ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişkinin olduğunu ileri süren görüşler (Upneja ve Dalbor, 2001; Özkan, 2001; Fama ve French, 2002; Bauer, 2004; Huang, 2006; Büyüktortop, 2007; Teker vd., 2009; Terim ve Kayalı 2009; Uysal, 2010; Sayılğan ve Uysal, 2011) olduğu gibi, bu ilişkinin pozitif yönlü olduğunu ileri süren görüşlerde (Titman ve Wessel, 1988; Mallikarjunappa ve Goveas, 2007; Tortop, 2007; Awanh ve Amin, 2014; Abdioğlu ve Deniz, 2015) literatürde mevcuttur.

İşletmelerin yatırım indirimlerinden yararlanıyor olması ve amortisman giderlerinin fazla olması o işletmede teminat gösterebileceği maddi duran varlıklarının fazla olduğunu gösterir. Bundan dolayı işletmeler kaldıraç kullanmaya daha meyilli

olurlar (Bradley vd., 1984: 874). Bu durum temsilcilik teorisine göre yatırım indiriminden fazla faydalanma ile borçlanma arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğunu göstermektedir.

2.3.8. Gayri Safi Milli Hasıla Büyüme Oranı

İşletmelerin büyüme fırsatları yakalamaları, ülkenin gayri safi milli hasılasında meydana gelen artışla orantılıdır. Yüksek büyüme hızına sahip ekonomik ortamlarda işletmelerin sermaye yapısı farklılıklar göstermektedir. Gayri safi milli hasılanın büyümesi işletmelerin sermaye yapısını, yatırım alternatiflerinin artması, yatırım fırsatlarının çoğalması ve çeşitlenmesiyle etkilemektedir. Dolayısıyla işletmelerin bu tür ekonomik ortamlarda daha fazla yatırım yapabilecekleri imkânlarla sahip olmaları anlamına gelmektedir (Smith ve Wats, 1992:263-292). İşletmelerin büyüme fırsatlarını yakalamaları durumunda, finansman hiyerarşisi teorisine göre işletmelerin iç kaynaklardan finansman gereksinimlerini karşılayamadıklarında dış kaynaklı finansmana yönelebilmektedirler (Frank ve Goyal, 1992: 8). Bu nedenle finansman hiyerarşi teorisi, kaldıraç ile GSMH arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğuna işaret etmektedir.

Bir ülkenin ekonomisinde meydana gelen büyüme eğilimi, işletmelerin yatırımlarını finanse etmek için ihtiyaç duydukları sermaye miktarının artmasını sağlamaktadır. Böylece işletmeler daha fazla yatırım yapabilme imkânı bularak karlılıklarını artırabilirler. Ekonominin genişlediği ve refahın arttığı durumlarda işletmelerin kolaylıkla dış finansman bulabilmelerini sağlamaktadır. Ancak ekonomik daralmanın olduğu dönemlerde işletmelerin daha çok kendi iç kaynaklarından finansman ihtiyaçlarını karşıladıkları ve ancak büyük ve kendini kanıtlamış firmaların dış kaynaklı finansman bulma yeteneğine sahip oldukları gözlemlenmektedir (Ferri ve Jones, 1979: 640).

Kaldıraç ile GSMH arasındaki ilişkinin bazı çalışmalarda (Dizdarlar vd.,2013; Yıldırım ve Eceyurt, 2004; Mahmud vd., 2009; Müslümov ve Kayacan, 2002) pozitif yönlü olduğunu tespit etmişlerdir. Bunun yanında kaldıraç ile GSMH arasındaki ilişkinin dengeleme teorisini destekler nitelikte negatif yönlü olduğunu savunan çalışmalar (Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç, 1996; Korajczk ve Levy, 2003; Dinçergök, 2010) da mevcuttur.

2.3.9. Endüstri Ortalama Borç Oranı

Endüstri ortalama borç oranı yüksek olduğunda, dengeleme teorisine göre firmalar daha fazla borçlanırlar. Dolayısıyla işletmeler borçlarını endüstri ortalamalarına göre ayarlamaktadırlar. Frank ve Goyal (2003) çalışmasında finansal hiyerarşi teorisine göre, endüstri ortalama borç oranı işletmelerin sermaye yapılarındaki farklılıklardan çok finansman açığındaki farklılıkları açıklayan bir değişkendir.

Bradley, Jarrell ve Kim (1984) yaptıkları çalışmada, ABD’de 25 farklı endüstriden 851 işletmenin verilerini incelemişlerdir. İnceleme sonucunda, kaldırma oranlarındaki değişimin yaklaşık %54 ‘nün işletmelerin faaliyet gösterdiği endüstri faktörü tarafından açıklandığını tespit etmişlerdir. Bu sonuç statik dengeleme teorisine uyumludur. Çalışmada, kar oranı ve fiyatlandırma gibi bazı faaliyetlerin devlet tarafından düzenlendiği endüstrilerde işletmelerin borçlanma oranlarının çok yüksek olduğunu bulmuşlardır.

De Angelo ve Masulis (1980), daha önce yapılan bazı çalışmalara dayanarak değişik endüstri kollarında faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısı oranlarındaki farklılıkların, amortisman ve yatırım kredisi gibi borç dışı vergi kalkanı oranlarındaki farklılıktan kaynaklandığını ileri sürmüşlerdir. Titman’a (1984) göre, özel servis gerektiren ürünler ve yedek parça üreten işletmelerin likidasyon maliyetlerinin yüksek olması, firmaların daha az borçlanmalarına neden olmaktadır.

2.3.10. Firma Riski

Firmanın kazancındaki belirsizlik hali olarak ifade edilen firma riski, işletmenin borçlanma ihtiyaçlarında başvuracakları kreditorlerin dikkat ettiği ve faiz oranlarını belirledikleri bir faktördür. Yüksek belirsizlik durumlarında kreditorler daha yüksek faizle borç verirler. Bu durumda, borcun işletmeye maliyeti artarken işletme değerini düşürecektir. Dengeleme teorisinin varsayımına göre, riski yüksek olan işletmelerin daha düşük riskli olan işletmelere göre düşük borç oranına sahip olurlar. Bu varsayımın dayandığı temel, borcun işletmenin iflas maliyetini yükseltici bir etkiye sahip olması ve işletmenin kazancındaki yüksek belirsizlik iflas olasılığını arttırmamasından kaynaklanmaktadır (Myers, 1984; Fama ve French, 2002).

2.4. Sermaye Yapısı İle İlgili Literatür Çalışmaları

Çalışmanın bu bölümünde sermaye yapısı üzerine yapılan çalışmalardan bazıları özetlenmiştir. Literatür çalışmaları sermaye yapısının belirleyicileri ve firma performansı ile ilişkisi olmak üzere iki başlıkta incelenmiştir. Ülkemizde ve dünyada yapılmış olan çalışmalardan bazıları özet olarak ele alınmıştır.

2.4.1. Sermaye Yapısı Belirleyicilerine İlişkin Yapılmış Çalışmalar

Allen (1991) Avusturalya firmaları üzerine yaptığı ve anket yöntemini kullandığı çalışması sonucunda hiyerarşi teorisini destekler biçimde borçlanma ve karlılık arasında negatif bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir.

Rajan ve Zingales (1995), yaptıkları çalışmada birçok ülkenin verilerinden faydalanmışlardır. ABD ve İngiltere'nin de içinde bulunduğu yedi ülkedeki kamuya ait firmaların 1987-1991 yıllarını kapsayan finansal tablo verilerinden yararlanarak sermaye yapısını etkileyen faktörler ve bunların ABD firmaları ile olan benzerlikleri gösteren kısımları incelemişlerdir. Yapılan analizlerin ortaya koyduğu sonuçlara göre, her yedi ülkenin sabit varlıkları ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bu karşın PD/DD oranı ile kaldıraç arasındaki ilişkinin negatif olduğu sonucunu bulmuşlardır. Yapılan analizin Almanya dışındaki altı ülkede firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilirken, yine Almanya dışındaki altı ülkede karlılık ile kaldıraç arasında negatif, Fransa'da ise anlamsız olduğunu sonucuna varılmıştır.

Durukan (1997), Türkiye'de 68 firma üzerinde EKK yöntemi ile bir analiz çalışması yapmıştır. 1990-1995 yılları arasını kapsayan bu çalışmada, sermaye yapısının işletme büyüklüğü ile pozitif bir ilişkiye sahip olduğunu tespit etmiştir. Aynı zamanda vergi oranları ile büyüme oranları arasında da benzer şekilde pozitif bir ilişki bulunmuştur. Buna karşılık işletme riski, karlılık ve borç dışı vergi kalkanı dikkate alındığında negatif bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir. Çalışmanın önemli bulgularından biri de karlılık ile borç dışı vergi kalkanının sermaye yapısını etkileyen en önemli faktör olduğunu iddia etmiştir.

Chen, Lensink ve Steken (1998), yaptıkları çalışmada, Hollanda borsasına kayıtlı 51 firmanın 1984-1995 yılları arasındaki verileri incelenerek sermaye yapılarını

etkileyen faktörleri tespit etmek için bir araştırma yapmışlardır. Yapılan analizlerde, Hollanda firmalarının finansal hiyerarşi teorisi ve asimetrik bilgiye dayalı teorileri tercih ettikleri ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla, Hollanda da faaliyet gösteren firmaların kaldıraç ile sabit varlıkları ve işletme büyüklüğü arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu ileri sürmüşlerdir. Buna karşın kazanç değişkenliği ve karlılık ile kaldıraç arasında ise negatif bir ilişkinin olduğunu gösteren sonuçlara ulaşılmıştır.

Kula (2000), Afyon Organize Sanayi Bölgesi'nde ve Ankara yolu üzerinde faaliyet gösteren 80 küçük ve orta ölçekli işletme ile yüz yüze görüşme ve anket yöntemi uygulayarak 1999 yılında bir çalışma yapmıştır. Yapılan bu çalışmanın sonucunda, işletmelerin piyasada var olan ekonomik istikrarsızlıktan etkilendiği bu nedenle yabancı kaynak sağlamadan çekindikleri gözleminde bulunmuşlardır. Bunun nedeninin yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranlarından dolayı işletmelerin borçlanma eğiliminin azaldığı düşüncesinde olduklarını ifade etmişlerdir. Bu sonuca göre, işletmeler finansal ihtiyaçlarını iç kaynaklardan karşıladıkları ortaya çıkmıştır. Böylece işletmelerin sermaye yapısını oluştururken finansal hiyerarşi teorisine uygun bir eğilim gösterdikleri ortaya çıkmıştır.

DeMiguel ve Pindado (2001), İspanya'da faaliyet gösteren ve hisseleri borsada işlem gören 133 finansal olmayan firmanın 1990-1997 yılları arasındaki verilerinden hareketle bir çalışma yapmışlardır. Çalışmanın sonuçlarına bakıldığında borç ile borç dışı vergi kalkını arasında negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte borçlanmanın finansal sıkıntı maliyetleri ile negatif bir ilişkiye sahipken, borçlanmanın yatırım ile arasında pozitif bir ilişkinin olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. İspanya firmaları için finansal hiyerarşi teorisine uygun davrandıklarını söylemenin mümkün olduğunu belirtmişlerdir.

Graham ve Harvey (2001) firmaların sermaye maliyeti, sermaye bütçesi ve sermaye yapısını araştırmak üzere 392 firmanın katılımıyla bir anket araştırması yapmışlardır. Ankete katılımını özellikle üst düzey finansal yöneticilerden seçmişlerdir. Anket sonuçlarına göre, işletme satışları ile nakit akışlarındaki düzensizliğin borçlanma düzeyini etkilediğini, özellikle küçük firmaların yeterli düzeyde finansman kaynağına sahip olmadıklarından dış borçlanma yoluna gidildiği ve piyasa zamanlaması bakımından büyük firmalara nazaran daha çok dikkat edildiği

görülmüştür. Aynı zamanda firmaların borç senedi ihracında finansal esnekliğe ve kredi derecelendirmeye önem verdikleri, fakat hisse senedi ihracında hisse başına kara ve hisse senedi fiyat artışlarına dikkat etmedikleri ortaya çıkmıştır. Çalışmaya konu olan firmaların finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerini destekler şekilde davrandıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Pandey (2001) Malezya şirketlerinin sermaye yapısının belirleyicilerini incelemek için 1984-1999 yıllarını kapsayan verilerden hareketle havuzlanmış OLS regresyon analizi yapmıştır. Malezya sermaye piyasasına kayıtlı 318 firmanın dönemlik verileri kullanılmıştır. Bu analiz sonuçlarına göre; karlılık, büyüklük, büyüme, risk ve somut değişkenlerin tüm borç türleri üzerinde önemli etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir. Risk değişkeninin önemini kaybetmesi dışında, normal olarak sabit etkilerin tahminlerle tutarlı olduğu gözlemlenmiştir. Malezya gelişmekte olan bir piyasa olduğundan, gelişmiş piyasaların aksine yatırım fırsatının (piyasa-defter değeri oranı) borç politikası üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı vurgulanmaktadır. Sonuçların zaman periyotları bakımından sağlam olmasına rağmen, bazı değişkenlerin öneminin zamanla değişebileceği vurgulanmaktadır. Karlılık, tüm dönemlerde ve tüm tahmin yöntemlerinde her tür borç oranı ile kalıcı ve tutarlı bir negatif etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca yükselen bir sermaye piyasasında hiyerarşik düzen teorisinin sermaye yapısı tahminini doğrular niteliktedir.

Yener (2002) İMKB’de hisse senetleri işlem görmekte olan 71 büyük firmanın 1992-1999 yılları arasındaki mali tablo verilerini kullanarak, sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Çalışmaya göre, kaldıraç ile enflasyon ve büyüme arasındaki ilişkinin negatif olduğu, buna karşın işletme büyüklüğü ile pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Frank ve Goyal (2003) ABD’de faaliyet gösteren 157 işletmenin 1971-1998 yıllarını kapsayan finansal verileri üzerinden finansman hiyerarşisi teorisini test etmişlerdir. Elde edilen sonuçlar, yatırım harcamaları açısından finansal hiyerarşi teorisinin aksine önceliğin dış borçlanmaya verildiği ve iç kaynakların daha az kullanıldığı tespit edilmiştir.

Sogorb-Mira ve Lopez-Fracia (2003) İspanya’da faaliyet gösteren 6482 küçük ve orta ölçekli firmaların 1994-1998 yıllarının verilerini incelemişlerdir. Bu çalışmada,

firmaların finansal politikalarını belirlerken dengeleme teorisi ile finansal hiyerarşi teorisi arasında nasıl bir tercih yaptıklarını incelemişlerdir. Araştırmada statik ve dinamik panel veri analizi yöntemi ve genelleştirilmiş momentum metodu (GMM) kullanılarak bir sonuca ulaşmayı hedeflemişlerdir. Çalışmanın istatistiki sonuçlarına göre analize tabi tutulan işletmelerin genel olarak dengeleme teorisini destekler nitelikte oldukları ortaya çıkmıştır.

Acaravcı (2004) İMKB’de hisse senetleri işlem gören 66 imalat sektörü üretim işletmesinin 1992-2002 yıllarını kapsayan verilerden hareketle sermaye yapısını etkilemekte olan faktörleri incelemişlerdir. Yapılan çalışmada, firmaya özgü faktörler ile birlikte finansal piyasalara has faktörler ve makroekonomik değişkenlerin sermaye yapısı üzerinde etki ettiği vurgulanmıştır. Çalışmanın sonucunda firma büyüme fırsatları, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon oranları ve vergi oranları ile kamu iç borç stoku/nominal gayri safi yurt içi hasıla oranlarının işletmelerin sermaye yapısı üzerinde pozitif yönlü bir etki yaparken, karlılık değişkeni negatif yönlü bir etkide bulunduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca imalat sektöründeki firmaların borçlanma kararlarında finansal hiyerarşi teorisini destekler nitelikte bulgulara ulaşılmıştır.

Bancel ve Mitto (2004), çalışmalarında 16 Avrupa ülkesini içine alan kapsamlı bir araştırma yapmışlardır. Bu araştırma ile farklı ülkelerden 710 firmanın üst düzey yöneticilerine yapılan anket uygulaması yardımıyla, işletme sermaye yapısı belirleyicilerinin neler olduğunu tespit etmeye çalışmışlardır. Anketlerin analizinden çıkan sonuca göre, işletmelerin borç politikalarını etkileyen önemli faktörlerin başında finansal esneklik, kredi derecelendirmesi ve borçlanma yoluyla sağlanan vergi avantajı gelmektedir. Ayrıca, işletmelerin öz sermaye ile finansmanda en önemli değişkenin hisse başına kazanç olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Chen (2004), Çin borsasına kayıtlı 77 işletmenin 1995-2000 yıllarını kapsayan verilerden faydalanarak sermaye yapısını belirleyen unsurları incelemişlerdir. Yapılan çalışmada, söz konusu bu firmaların finansal hiyerarşi teorisi ile dengeleme teorisini geçerli kılacak bulgulara rastlanmamıştır. Ancak, Çin’de faaliyet gösteren çalışmaya konu olan firmaların, finansman ihtiyaçlarını karşılamada yeni bir hiyerarşi oluşturduklarını iddia etmişlerdir. Bu iddialarını destekleyecek bulgular ise finansal

ihtiyaçların tercihlerinde öncelikle işletmenin dağıtılmamış karlarını, bunu hisse ihracı takip ettiğini ve sonradan uzun vadeli yabancı kaynaklara başvurduklarını göstermektedirler. Çalışmanın sonucunda, uzun vadeli yabancı kaynaklar ile firma karlılığı ve firma büyüklüğü arasında negatif bir ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir. Bununla birlikte büyüme firsatı ve duran varlıklar arasında pozitif bir ilişkinin varlığını bulmuşlardır.

Doğukanlı ve Acaravcı (2004) İMKB’de faaliyet gösteren imalat firmaları üzerinde yaptıkları çalışmada sermaye yapısını etkileyen unsurları incelemişlerdir. Yaptıkları çalışmanın sonucunda firmaya özgü değişkenlerin sermaye yapısını pozitif yönde etkilerken, karlılık değişkeninin negatif yönlü bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Fıratoğlu (2005), İMKB’ye kote edilmiş 196 finansal olmayan işletmenin 1992-2000 yılları arasındaki verilerinden faydalanarak analiz yapmıştır. Yaptıkları analiz ile piyasa aksaklıklarının oluştuğu durumlarda firmanın finansal yapısını etkileyen unsurları ve bu unsurların kriz dönemlerinde ne tür bir değişiklik gösterdiğini incelemektir. Yapılan analiz sonucunda, işletmelerin piyasa aksaklıklarının ve kriz dönemlerinde finansmanda i kaynakları tercih ettiklerini tespit etmiştir. Finansal hiyerarşi teorisini destekler nitelikte, 1995-1998 yılları arasındaki kriz döneminde finansman tercihlerini öncelikle iç kaynaklardan sağlamaya yöneldiklerini göstermektedir.

Beattie, Goodacre ve Thomson (2006) İngiltere borsasında faaliyet gösteren 831 firmanın 2000 yılı mart ayı verilerini esas alarak, söz konusu firmaların sermaye yapısı ile ilgili kararlarını etkileyen unsurları bulmaya çalışmışlardır. Çalışmada finansal yöneticilere uygulanan anket yöntemi ile sermaye yapısı davranışlarını izah etmede finansman hiyerarşisi ve dengeleme teorileri test edilmiştir. Ankete geri dönüş yapan 198 firmanın çoğunluğu borç kullanma düzeyinin sınırlandırılması gerektiği yönünde görüş bildirmişlerdir. Analiz sonucunda, firmalara uygun borç düzeyinin tespitinde  faktörün olduğunu vurgulamışlardır. Bu faktörler; sürdürülebilirliği uzun vadeye yaymak, varlıklardan tahmini nakit akımlarının ve kazanç miktarını tahmin etmek ve kazanç miktarındaki dalgalanmaların nasıl olacağını öngörmektir.

Çağlayan (2006) İMKB’de faaliyette bulunan ve sanayi sektöründe bulunan firmaların, sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğini analiz etmek için kantil regresyon ile firmaların kantillerdeki ilişkileri açıklanmaya çalışmıştır. Bu çalışmada özellikle daha önceki çalışmalarda gözlenen uç değerlerin göz ardı edilmesi veya çalışma dışı bırakılmasının bazı veri kayıplarına neden olduğu bu yüzden uç değerlerin dikkate alındığı robust tahminciler veren kantil regresyon ile firmalar arasındaki ilişkinin açıklanması istenmiştir. Firmaların sermaye yapıları incelenirken genel olarak borç/öz sermaye oranı bu çalışmada toplam borç, kısa ve uzun vadeli borçlar şeklinde ele alınmıştır. Sermaye yapısı bileşenleri olarak belirlenen büyüklük, karlılık, maddilik ve büyüme değişkenleri ile kısa ve uzun vadeli borçların ilişkisi incelenmiştir. Analiz sonucunda, toplam borç ve kısa vadeli borç ile hesaplanan borç/öz sermaye oranının değişkenlerle ilişkisinin yüksek kantillerde daha anlamlı olduğunu tespit etmiştir. Aynı zamanda katsayı işaretlerinin incelenmesi durumunda, Hiyerarşik sıra teorisinin beklentilerine benzer bir yapının sergilendiğini ortaya koymuştur.

Sayılgan vd. (2006), yaptıkları çalışmada İMKB’de kayıtlı 123 üretim firmasının 1993-2002 yıllarını kapsayan bilanço verilerinden yararlanarak işletmelerin sermaye yapısı üzerinde etkisi bulunan işletmeye özgü faktörleri analiz ederek incelemiştir. Yapılan analizlerde, işletmenin kaldıraç düzeyi ile büyüklük ve büyüme fırsatları arasında pozitif, kaldıraç düzeyi ile borç dışı vergi kalkını ve sabit varlıklar arasında ise negatif bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir.

Grundströmer ve Gustafsson (2007), İsveç borsasına işlem gören 83 işletmenin üst kademe yöneticilerine gönderilen ve geri dönüşü 32 yöneticiden sağlanan bilgilere göre işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen durumları tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre, söz konusu işletmelerin yöneticileri sermaye yapısı kararlarında etkin olan faktörlerin, finansal esnekliğin, uzun vadeli kapasitenin ve hedeflenen kredi puanlamasının olduğunu bildirmişlerdir.

Korkmaz vd. (2007). KOBİ niteliğine sahip ve İMKB’de faaliyet gösteren üretim işletmelerinin sermaye yapısı ile sermaye yapısını etkileyen faktörler üzerinde 1997-2004 yıllarını kapsayan 37 firmanın verilerden hareketle bir çalışma yapmışlardır. Asıl amacın sermaye yapısı politikalarını oluşturmada KOBİ’ler için sermaye yapısının önemli faktörlerini belirlemektir. Çalışmanın analizinde

işletmelerin sermaye yapıları ve sermaye yapılarını etkileyen faktörlerden, firma büyüklüğü, karlılık, büyüme işletme riski, borç dışı vergi kalkanı ve vergi ektisi arasındaki ilişki adımsal regresyon (stepwise) analiz yöntemiyle araştırılmıştır. Analiz sonucunda, elde edilen ampirik bulgulardan İMKB’de işlem gören imalat sektöründe bulunan KOBİ’lerin sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörler, karlılık, işletme riski, ve borç dışı vergi kalkanı göstergelerin sırasıyla etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Mazur (2007) Varşova borsasına kote olan 238 finansal olmayan işletmenin 2000-2004 yılları arsındaki finansal verilerini kullanarak bir inceleme yapmıştır. Polonya işletmelerini kapsayan bu çalışmada işletmenin sermaye yapısı kararları ve bunun işletme değerine etkisi araştırılmıştır. Çalışmada korelasyon ve çoklu regresyon analizi yapılmıştır. Yapılan analizlerde likidite oranları, karlılık, işletme büyüklüğü ve varlık yapısı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Shah ve Khan (2007) 1994-2002 yılları arasındaki dönemlik verileri kullanarak Pakistan The Karachi Stock Exchange (KSE)’de faaliyet gösteren finansal olmayan firmaların sermaye yapısı belirleyicilerini tespit etmede panel veri analizinin iki çeşidini kullanarak inceleme yapmışlardır. Yaptıkları çalışmada havuzlanmış regresyon analizini zaman ve endüstri etkisinin olmadığı varsayımıyla uygulamışlardır. Yapılan analiz sonucuna göre, kaldıraç oranı üzerindeki etkisini ölçmek için altı değişken kullanılmış, bunların üçü kaldıraç oranıyla anlamlı düzeyde ilişkiliyken, diğer üç değişken borç oranı ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Bu sonuçlara göre maddi varlık değişkeninin takas teorisini desteklerken, kazanç farklılığı ve amortisman değişkenlerinin takas teorisini desteklemediği görölmüştür. Büyüme değişkeni vekâlet teorisini desteklerken, karlılık hiyerarşik düzen teorisini desteklemektedir. Büyüklük değişkeni ne takas teorisini ne de bilgi asimetrisi teorisini desteklemediği sonucuna varılmıştır.

Yılgör ve Yücel (2007) Mersin Ticaret ve Sanayi Odasına ve Adana Ticaret ve Sanayi Odasına kayıtlı 1870 ana kütleyi oluşturan örneklem büyüklüğü 319 firmayı kapsayan yüz yüze anket uygulamasıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışmada sermaye yapısı karlarının, firmaların sermaye bileşimlerini değiştirilerek sermaye maliyeti ve

firma değerini etkileyip etkilemediği ölçölmüştür. Firmaların sermaye yapılarını etkileyen kararları almada etkili olan faktörlerin tespit edilmesi ve modern yaklaşımlardan finansal hiyerarşı teorisi ve dengeleme teorisine uyumu araştırılmıştır. Araştırmanın sonucunda, firmaların hedef borçlanma oranına sahip olmadıkları, fon kaynağı olarak iç fonlardan faydalandıkları belirtilmiştir. Borçlanma politikalarında, iç kaynakların yetersizliği, finansal esnekliğin sağlanması, firmanın itibarının korunması, piyasa faiz oranlarının düşük olmasının büyük önem arz ettiğini, borçlanmada genellikle kısa vadeli borç kullanıldığı, orta ve uzun vadeli borçlanmaya daha az başvurulduğu tespitinde bulunmuşlardır. Ayrıca, firmaların bulundukları endüstri ortalamasına göre farklı borçlandıkları ve borçlanma maliyetinin düşmesi halinde bile firmaların borçlanma isteğinin olmadığı, bu durumun firmaların borçlanmanın yararlarından haberdar olmadıklarının anlaşıldığını vurgulamışlardır. Çalışmada önemli bulgulardan biri de nispeten küçük ölçekli firmaların iç kaynak tercihlerinin yanında büyük ölçekli firmaların sermaye piyasasından faydalanabilme imkânlarının olmasına rağmen hisse senediyle finansman yoluna gittikleri gözlemlenmiştir. Mersin ve Adana bölgesinde faaliyette bulunan imalat sanayi firmalarının finansal hiyerarşı teorisine uyumlu oldukları ancak piyasa faiz oranlarının uygun olmasına rağmen borçlanma politikaları üzerindeki etkisinden başka dengeleme teorisine uyum sağlanmadığı tespitinde bulunmuşlardır.

Başaran (2008) otomotiv sektörü üzerinde bir araştırma yapmıştır. İMKB’de kayıtlı olan 16 otomotiv ve otomotiv yan sanayi firmasının 1994-2006 yıllarını kapsayan veriler üzerinden bu firmaların sermaye yapısı kararlarına etki eden firmaya özgü faktörleri belirlemek için analize tabi tutmuştur. Yapılan analiz sonucunda, çalışmaya konu olan firmaların en çok borç dışı vergi kalkanı ve öz sermaye karlılığı değişkenlerinden etkilendiğini tespit etmişlerdir. Bu firmaların finansman hiyerarşı teorisine uygun olarak, işletmelerin karlılıklarının artması işletmeleri daha çok iç kaynaklardan finansal ihtiyaçlarını karşıladıklarını destekler niteliktedir.

Demirhan (2009), hisseleri İMKB’de işlem gören ulusal hizmet sektörüne ait 20 firmanın 2003-2006 yıllarını kapsayan veriler üzerinden analiz yapmıştır. Yapılan çalışmada firmaların sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin belirlenmesi amaçlanmıştır. Analizlerin sonucunda, kaldırıcın karlılık, likidite ve varlık yapısı

arasındaki ilişkinin negatif olduğu tespit edilmiştir. Aynı zamanda kaldıraç ile karlılık, işletme büyüklüğü ile pozitif bir ilişkinin olduğunu bulmuşlardır.

Heyman vd. (2008) Belçika’da 1132 küçük ölçekli ve şahıs işletmesi niteliklerine sahip işletmelerin 1996-2000 yılları arasındaki verilerinden faydalanarak yaptıkları analiz ile işletmelerin borçlanma miktarını ve vadesini etkileyen faktörleri bulmaya çalışmışlardır. Çalışmanın sonuçları ortaya koymuştur ki Belçika’daki küçük ölçekli işletmeler ile şahıs işletmeleri sermaye yapısını oluşturmada asimetrik bilgi ve borcun temsilcilik maliyeti teorilerini destekler nitelikte davranmaktadırlar. Bu anlamda bakıldığında işletmede az miktarda sabit varlık bulunduran, hızlı bir büyüme yakalayan ve karlılığını artıran işletmelerin kaldıraç oranından minimum düzeyde faydalanmaktadırlar.

Terim (2009) yaptığı çalışmada İMKB’ye kayıtlı, imalat sanayi sektörü içinde faaliyet göstermekte olan ve finansal tablo verilerine eksiksiz olarak ulaşılabilen 134 firmanın 2000-2007 yılları arasındaki verileri üzerinden analiz yapmıştır. Bu analiz ile firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin tespiti amaçlanmıştır. Sonuç olarak, analize tabi tutulan altı kaldıraç değişkeni ile net maddi duran varlıklar, karlılık ve büyüme fırsatları bağımsız değişkenleri arasında anlamlı ve güçlü ilişkinin olduğunu bulmuştur. Aynı zamanda işletme büyüklüğü ile borç dışı vergi kalkanı değişkenleri arasındaki güçlü ilişkinin olmasına rağmen yalnızca iktisadi açıdan anlamlı tutarlılıkların olduğunu bulmuştur. Net sabit varlıkların kaldıraç oranlarının çoğu ile negatif bir ilişki içinde olduğu ve bunun istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bu durum göstermektedir ki ülkemizdeki imalat sanayi sektöründe faaliyette bulunan firmaların finansal hiyerarşi teorisini destekler nitelikte davranmaktadır

Terim ve Kayalı (2009) 2000-2007 yıllarını kapsayan çalışmalarında İMKB’ye kayıtlı imalat işletmelerinin 134 tanesinin verilerinden faydalanarak sermaye yapısı belirleyici etmenleri ve sermaye yapılarına ilişkin kararları almalarındaki davranışlarını incelemişlerdir. Yaptıkları çalışmanın analiz sonuçlarına bakıldığında, imalat işletmelerinin sermaye yapılarını etkileyen unsurlardan, net duran varlıklar, karlılık ve büyüme fırsatı ile sermaye yapıları arasındaki ilişkinin güçlü ve anlamlı

olduğu, aynı zamanda işletme büyüklüğü ile borç dışı vergi kalkanı güçlü bir ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Ata ve Ağ (2010) yaptıkları çalışmada, Metal Ana Sanayi ve Metal Eşya, Makine, Gereç Yapımı Sektörleri kapsamında İMKB’de kayıtlı bulunan 42 firmanın 2003-2007 yılları arasındaki verileri kullanarak panel veri analizi yöntemiyle firma karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisi ampirik olarak test etmişlerdir. Firma karakteristiğini temsil eden sermaye yapısı belirleyicileri olarak, borçlanma oranı, likidite oranı, faiz karşılama oranı, firma büyüklüğü ve büyüme oranları kullanılan çalışmanın analiz sonucunda, firma büyüklüğü dışındaki diğer tüm değişkenlerin sermaye yapısı üzerinde negatif etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Okuyan ve Taşçı (2010) çalışmalarında Türkiye’deki sanayi işletmelerinde sermaye yapısının belirleyicileri ve işletmelerin borçlanma davranışlarının açıklanmasında finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerinden hangisinin daha etkin olduğunu ölçmek için en büyük 1000 sanayi işletmesinde bir uygulama yapmışlardır. Sanayi işletmelerini İstanbul Sanayi Odası tarafından belirlenen birinci en büyük 500 ve ikinci en büyük 500 firmayı veri seti olarak almışlardır. İşletmelerin 1993-2007 yılları arasındaki verilerini panel veri analiz yöntemiyle analiz etmişler ve sonuç olarak, borç kullanan işletmelerin daha fazla katma değer yaratmasına rağmen işletmelerin kaynak ihtiyaçlarını öncelikle iç fonlardan karşıladıkları ancak fonların yeterli gelmemesi durumunda borçlanmaya yöneldiklerini ortaya koymuşlardır. Aynı zamanda Türkiye’de sanayi işletmelerinin borçlanma davranışlarının açıklanmasında finansal hiyerarşi kuramının daha başarılı olduğunu tespit etmişlerdir.

Sayılğan ve Uysal (2011). 1996-2008 yılları arasını kapsayan ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası sektörel bilançoları kullanılarak sermaye yapısını belirleyen faktörler üzerinde bir araştırma yapmışlardır. Panel veri analizi kullanılan bu çalışmada elde edilen bulguların Ödünleşme Kuramı ya da Finansal Hiyerarşi Kuramına uygun olduğunu test etmişlerdir. Sermaye yapısını temsil etmek için nihai bağımlı değişken olarak; durağanlaştırılmış toplam borçların toplam varlıklara oranı kullanılmış, bağımsız değişken olarak ise; büyüklük, varlık yapısı, karlılık, büyüme fırsatları, borç dışı vergi kalkanı ve iflas riski gibi işletmeye özgü faktörler kullanılmıştır. Yapılan analizden çıkan sonuçlar değerlendirildiğinde, sermaye yapısı

ile borç dışı vergi kalkanı arasında negatif, buna karşılık sermaye yapısı ile büyüme fırsatları, varlık yapısı, karlılık ve büyüklük ile pozitif bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır. Sermaye yapısı üzerine yapılan ilk araştırmalardan biri olan bu çalışmada elde edilen bu bulgulara göre, sermaye yapısının oluşturulmasında büyük oranda Ödünleşme Teorisi'ne uyumlu olduğu gözlemlenmiştir.

Akman (2012) yılında sermaye yapısını belirleyen firmaya özgü faktörleri araştırdığı çalışmasında, İMKB'de kote edilen 79 sanayi şirketi rastgele seçilerek panel veri regresyon analizi yapmıştır. Analiz çalışmasında bağımsız değişkenler, ödünleşme teorisi, hiyerarşik düzen teorisi ve diğer yerleşik sermaye yapısı modelleri esas alınarak seçilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, ülkemizde imalat firmalarının sermaye yapılarının karlılık, varlık yapısı, likidite ve varlık kullanım oranı ile negatif, büyüme oranı ve piyasa zamanlaması ile pozitif bir ilişki olduğu tespitinde bulunmuştur. Ayrıca firma büyüklüğü, vergi düzeyi, borç dışı vergi kalkanı ve işletme riski değişkenlerinin sermaye yapısı kararları üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı ortaya çıkmıştır. İşletmelerin değişen ekonomik koşullara rağmen faaliyetlerini artan yabancı kaynak oranları ile devam ettiklerini, kısa vadeli borçların ağırlıkta olduğu bu sermaye yapısını dengeleme, finansman hiyerarşisi ve diğer teoriler yeterince açıklayamadığı, bunun nedeninin gelişmiş ülkeler için öngörülen varsayımların gelişmekte olan ülkeler için geçerli olmadığı sonucuna varmıştır.

Cortez ve Susanti (2012), Japonya'da faaliyet gösteren ve Tokyo Borsasına kayıtlı imalat sektöründeki 21 işletmenin 2001-2010 yıllarının verilerinden faydalanılarak işletmelerin finansal kararlarını etkileyen faktörler incelenmiştir. Yapılan çalışmanın analizleri incelendiğinde, kaldıraç ile borç dışı vergi kalkanı arasındaki ilişkinin pozitif, kaldıraç ile borç dışı vergi kalkanı ve karlılık arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Gülşen ve Ülkütaş (2012) İMKB'ye kote olmuş 143 sanayi işletmesinin 1990-2005 yılları arasındaki mali tablolardan yararlanarak analiz yapmışlardır. Yapılan çalışmada Model 1 ve Model 2 olmak üzere 2 model üzerinden finansman hiyerarşisi teorisi ile ödünleşme teorisi üzerinden sanayi firmalarının sermaye yapılarını incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre, her iki modelde de kaldıraç ile karlılık ve kaldıraç ile firma büyüklüğü arasında önemli derecede negatif bir korelasyon

olduğunu tespit etmişlerdir. Model 2 ile yapılan analizde kaldıraç ve önceki yıllarda yapılan temettü ödemeleri arasında anlamlı bir ilişki kurulamamıştır. Sanayi işletmelerinin sermaye yapılarını belirlemede geleneksel modelleri tercih ettikleri ve ödünleşme teorisinden çok finansal hiyerarşi teorisini destekler sonuçlara varmışlardır.

Kısakürek ve Aydın (2013) 1992-2011 yılları arasında BIST'te faaliyet gösteren 104 firma verilerini incelemişlerdir. Bu çalışmada, işletmelerin sermaye yapısı ile karlılığının arasında nasıl bir ilişkinin olduğunu bulmaya çalışmışlardır. Bu çalışma finansal kriz odaklı bir araştırma özelliğini taşımakta ve yaşanan krizlerin işletme sermaye yapısı üzerinde etkili olduğu sonucuna varmışlardır. Genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemiyle yapılan analiz sonuçlarına göre, kriz yıllarında sermaye yapılarını öz kaynak odaklı tercih ettikleri tespitinde bulunmuşlardır. İşletmelerin sermaye yapısı ile satış karlılığı, aktif karlılığının doğru orantılı ve öz kaynak karlılığı arasında ters orantılı bir ilişki olduğu, analiz sonuçların bulguları finansal hiyerarşi teorisine uygun olduğu tespit edilmiştir.

Sarioğlu vd. (2013) yaptıkları çalışmada, İMKB'de işlem gören çimento, otomotiv ve bilgi teknolojileri firmalarının sermaye yapılarını etkileyen faktörleri belirlemek için 2007-2011 dönemleri verilerini incelemişlerdir. Bu çalışmada endüstriyel farklılıkları ölçmek için panel veri analizi yöntemiyle işletmelerin mali tablolarından hesaplanan mali oranları kullanmışlardır. Araştırmanın modellerinde işletmelerin kaldıraç oranları bağımlı değişken olarak seçilmiştir. Bağımsız değişkenler olarak, karlılık, likidite oranları ve firma büyüklüğü, varlık maddiliği, büyüme oranı ve borç dışı vergi kalkanı kullanılmıştır. Analiz sonucuna göre, ampirik bulgulardan çimento ve otomotiv sektörlerinde uzun vadeli borç oranları ile herhangi bir bağımsız değişken arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Aynı zamanda bilgi teknolojisi firmalarının uzun vadeli borç yapısını açıklamada firma büyüklüğü ve varlık maddiliği önemli bulunmuştur. Borç oranı hem çimento hem de bilgi teknolojisi sektörlerinde firma büyüklüğü ile pozitif ilişkinin olduğu tespitinde bulunulmuştur. Bu durum ödünleşme teorisini destekler mahiyettedir. Ayrıca sermaye yapısı teorisine göre borç oranı hem bilgi teknolojisi hem de otomotiv sektöründe büyüme oranı ile pozitif ilişkilidir. Bu bulgular doğrultusunda, Türk firmalarının açıklayıcı değişkenlere karşı borç oranı duyarlılıklarının incelenen üç sektör arasında önemli ölçüde farklılık gösterdiği tespitinde bulunmuşlardır.

Xu ve Lie (2014), Çin’de faaliyet gösteren ve finansal olmayan 89 firmanın 2003-2005 yılları verilerinden yararlanarak sermaye yapısı kararlarını incelemişlerdir. Yapılan analizler söz konusu firmaların uzun vadeli borç oranının firma büyüklüğü, varlık yapısı ve büyüme fırsatları arasındaki ilişkinin pozitif olduğu buna karşın, karlılık ve borç dışı vergi kalkanı ile negatif bir ilişkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Correia (2015), Fransa’da faaliyette bulunan ve Paris Borsasına kayıtlı 436 firmanın 2007-2013 yıllarına ait verilerden faydalanarak finansal olmayan işletmelerin sermaye yapısı kararlarını incelemiştir. Bu araştırma sonuçlarına göre, kaldıraç ile işletme büyüklüğü, varlık yapısı ve borç dışı vergi kalkanı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu, bunun yanında karlılık ile negatif bir ilişkinin olduğunu saptanmıştır.

Kozmierska-Jozwiak vd. (2015) yaptıkları çalışmada, Warsaw borsasında işlem gören ve finansal olmayan 111 işletmenin 2002-2012 yıllarını kapsayan verilerinden faydalanarak panel veri analizi yöntemiyle işletmelerin sermaye yapısı belirleyicilerini incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda, borç kullanımı ile büyüme beklentisi arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir. Firma büyüklüğü, karlılık, varlık yapısı ve büyüme oranı arasında ise negatif bir ilişkinin olduğunu saptamışlardır.

Burucu ve Öndeş (2016) Borsa İstanbul’da işlem gören imalat sektöründe 50 adet firmanın verileri üzerinden Dinamik Panel Veri Analizi yapmışlardır. Bu çalışmada imalat sanayi firmalarının sermaye yapısı kararlarını etkileyen firma düzeyinde faktörler finansal hiyerarşi ve dengeleme teorisi kapsamında inceleme yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, bağımsız değişkenlerden firma büyüklüğü, varlık yapısı, karlılık ve cari oranın borçlanma üzerinde negatif bir etkisinin olduğu, büyüme oranı ve büyüme fırsatlarının pozitif etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Firma riski değişkeninin tüm modeller için istatistiki olarak anlamsız çıkmıştır. Bu çalışmanın tespitine göre Türk imalat sanayi firmalarının borçlanma davranışlarının kısa ve uzun vadede ağırlıklı olarak Finansal Hiyerarşi Teorisine uyumlu olduğu söylenebilir.

Güner (2016) yaptığı çalışmada, ülkemizin 500 büyük sanayi işletmesinin İSO-500 veri setinden faydalanarak sermaye yapısının oluşumunda, sektör türü yabancı sermaye, halka açıklık oranı ve işletmenin piyasa değeri grafik analizi ile ele

alınmıştır. Çalışmanın önemli bir özelliği, ülkemizin firmaları yanı sıra Yunanistan, Fransa, İngiltere ve Çin’de faaliyet gösteren işletmelerin verileri Reuters Eikon veri tabanına kayıtlı halka açık işletmelerin finansal verileri kullanılarak sermaye yapısının oluşumu ve bu analizin grafik yöntemiyle incelenmesidir. Yapılan analizler sonucunda, Türkiye’deki işletmelerin sermaye yapıları, bir taraftan finansal hiyerarşi teorisine uyumlu iken, diğer taraftan dengeleme teorisine uygun olduğu tespitinde bulunulmuştur. Çalışmada sermaye yapısı belirleyicilerinin ülkeden ülkeye farklılıklar arz ettiği gözlenmiştir. Grafiksel analizler göstermektedir ki Türkiye’deki firmaların sermaye yapıları sektörlere göre farklılıklar arz ettiğini, sermaye yapısı yerli olan işletmelerin diğer yabancı sermaye sahipliği bulunan işletmelere göre farklılık gösterdiğinin tespitinde bulunmuşlardır.

Singh (2016) Omman borsasına kayıtlı 61 işletmenin 2011-2015 yıllarına ait verilerinden faydalanarak işletmelerin sermaye yapısı bileşenlerini incelemiştir. Analizlerden elde ettiği sonuçlara göre, kaldıraç ile karlılık, varlık yapısı ve likidite arasında negatif bir ilişkinin olduğu buna karşın büyüklük ve büyüme oranı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlara göre Omman’da faaliyet gösteren işletmeler için, kaldıracın büyüklük oranları ile pozitif, varlık yapısı ile negatif olması temsil maliyeti teorisi ile dengeleme teorisini reddetmeden finansal hiyerarşi teorisini destekler nitelikte olduğu söylenebilir.

Onatça (2017) yaptığı çalışmada Borsa İstanbul’da hisseleri işlem görmekte olan 186 imalat sanayi işletmesinin 2009-2016 yıllarını kapsayan verilerden faydalanarak sermaye yapısını incelemiştir. Yaptığı analizlerin sonuçlarına bakıldığında Türkiye’de imalat sanayi belirlenmiş bir hedef sermayeye sahip olmadıkları ve borçlanmada finansal hiyerarşi teorisini destekler şekilde davrandıkları ortaya çıkmaktadır.

Yılmaz ve Aslan (2020) yaptıkları araştırmada TCMB sektörel bilanço verilerinden yararlanarak 2005-2016 yıllarını kapsayan imalat olmayan 9 sektörün kaldıraç oranları ile aynı döneme ait temel makroekonomik göstergeler üzerinden bir çalışma yapmışlardır. Yapılan analizde işletmelerin sermaye yapıları incelenmeye çalışılmıştır. Analizin bağımlı değişkeni kaldıraç oranı, bağımsız değişkeni ise temel makroekonomik göstergeler kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, analize tabi

tutulan sektörlerin çoğunda GSYH'daki değişimler ile döviz kurundaki değişimlerin sektörlerin sermaye yapıları üzerinde pozitif yönü anlamlı bir etkisinin olduğunu, diğer bazı sektörlerde ise faiz oranındaki değişimlerin sermaye yapıları üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Aynı zamanda analize tabi tutulan sektörlerin hiç birinde TÜFE'nin sermaye yapısı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı sonucuna varmışlardır.

2.4.2. Sermaye Yapısı ve Firma Performansı

Sermaye yapısı ile firma performansı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen yaklaşımları iki grupta ele almak mümkündür. Klasik yaklaşımlar ve Modern yaklaşımlar. Aslında bu ayırım tarihsel bir ayrımı göstermektedir. Klasik yaklaşımlar modern yaklaşımların temelini oluşturan teorik yaklaşımlara ele alınmaktadır. Özellikle Modigliani-Millerin (1958) yılında modern yaklaşımların temelini atan ve bu konuda bir çığır açan çalışmasından sonra bir dizi modern yaklaşımlar ortaya atılmıştır. Bu yaklaşımların birçoğunda birbirini tetikleyen ve sonrasında bir yaklaşım olarak ortaya atılan düşüncelerden oluşmaktadır. Günümüze kadar gelişen süreçte işletmelerde sermaye yapısı, firma değeri ve Firma performansı konusunda birçok teori ve önerme ortaya atan çalışmalar yapılmıştır.

Klasik ve modern yaklaşım ayırımına ek olarak ortaya atılan ve işletme değerini sermaye yapısından bağımsız olarak ele alan, Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (FVFM) ile Fama ve French'in Üç Faktörlü Model'i gibi farklı yaklaşımlarda literatürde yer almaktadır. FVFM firmaların hisse senetlerinden piyasada ne kadar gelir edileceğini tahmin etmek için geliştirilmiş bir yaklaşımdır. Model çeşitli yazarlar tarafından geliştirilmiştir. Shape (1964), Linter (1965) ve Black (1972) modeli geliştiren yazarlardır. Söz konusu yazarlara göre, işletmelere ait menkul kıymetlerin beklenen getirileri ile menkul kıymetlere ait sistematik riskler arasında pozitif bir ilişki vardır. FVFM'ne göre, işletme değerini gösteren menkul kıymet getirisindeki risk oranı yükseldikçe menkul kıymetlerden edinilen kazançta paralel olarak yükselir.

Sürekli gelişen, değişen ve yenilenen piyasa şartlarında FVFM'nin farklı versiyonlarının ortaya çıktığı görülmüştür. Bu değişik versiyonlardan birini geliştiren Fama ve French (1993) Üç Faktör Model'ini ortaya atmışlardır. Üç faktör modelinde

beta katsayısına ilave olarak defter değeri / piyasa değeri oranı (DD/PD) ile işletme büyüklüğü de bulunmaktadır. Ancak geliştirilen bu modelde de FVFM'de olduğu gibi her hangi bir sermaye yapısı faktörü yer almamaktadır. Bhandari (1988) yaptığı çalışmada, FVFM'ne sermaye yapısı faktörünü ekleyerek test eden ilk kişi olmuştur. Bu çalışmadan sonra hem ülkemizde hem de dünyada bu minvalde birçok çalışma yapıldığı gözlemlenmiştir.

Mukherji, Dhatt ve Kim (1977), Kore borsasına kayıtlı firmaların 1982-1993 yılları arasındaki verilerden hareketle, pay senedi getirileri ile bazı değişkenler arasındaki ilişkiler analiz edilerek, firma performansı ile sermaye yapısı arasında ne tür bir ilişki olduğunu ölçmeye çalışmışlardır. Çalışmada, pay senedi getirisi ile borç/öz sermaye oranı arasında negatif bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır. Bu çalışmanın sonucuna göre, işletmelerin borç oranı arttıkça bir taraftan hisse senedi getirileri azalırken diğer taraftan işletme performansı azalma göstermektedir.

Masulis (1983) çalışmasında NYSE ve AMEX endeksine dâhil firmaların önceden belirlenmiş kriterlere sahip 133 firma üzerinde, 1963-1978 yılları arasındaki verileri kullanarak sermaye yapısında ortaya çıkan değişimlerin hisse senetlerinin piyasa değerlerinde meydana getireceği değişim incelenmeye tabi tutmuştur. Yapılan çalışmada beş ayrı tespitte bulunmuştur. Bunlar; 1) dolaşımdaki adi hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişim kaldıraç oranında meydana gelen değişimden pozitif etkilenmektedir. 2) İmtiyazlı hisselerin dolaşıma çıkarılmaması durumunda fiyatındaki değişimin negatif yönlü etkilenmektedir. 3) Hisse senetlerinin dolaşıma çıkarılanlar ile dolaşıma çıkarılmayanlarının eşit veya dolaşımda olmayanların daha fazla olması durumunda negatif yönlü etkinin daha fazla olmaktadır. 4) Borç seviyesi ile firma değeri arasındaki değişim pozitif yönlü bir ilişkiye sahiptir. 5) Yabancı kaynakta 1 dolarlık değişimin işletme değerinde 0,23 ile 0,45 arasında bir değişime sebep olduğu ve bunun istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Bradley vd. (1984) 1962-1981 yıllarını kapsayan ve 25 sektörden 821 işletmenin verilerinden faydalanarak optimum sermaye yapısının belirleyicilerinden borç dışı vergi kalkını seviyesi, finansal sıkıntı maliyetlerini ve firma değerindeki değişimi regresyon analiziyle incelemişlerdir. Yapılan analizde AFVÖK/toplam varlık oranının riski arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Çıkan bu

sonuca bakıldığında Scott'un (1977) borcun maddi varlıklarla teminatlandırılması durumunda daha düşük faiz oranlarının oluşacağını anlatan “*teminatlı borç*” hipoteziyle açıklayarak, yabancı kaynak artarken sermaye maliyeti riskinin düşmesi, artırılan yabancı kaynağın daha düşük maliyetli olabileceğini göstermektedir.

Bhandari (1988) 1948-1981 yıllarını kapsayan dönemde yaptığı çalışmada, parametrelerde ortaya çıkabilecek değişiklik ihtimallerini en aza indirmek ve bir risk değişkeni olarak betanın (β) hisse senedi getirilerinin tahmin edilmesinde yetersiz kaldığı düşünülerek beta borç/öz sermaye oranı kullanılmıştır. ABD’de yapılan bu çalışma, NYSE’de işlem gören bir grup işletmenin verilerinden yararlanarak 331-1241 arasında değişen hisselerin borç/öz sermaye oranının işletme değeri üzerindeki etkilerini incelemektedir. Regresyon analizi yönteminin kullanıldığı çalışmada, beta ile işletme büyüklüğü kontrol değişkeni şeklinde kullanılmış, risk değişkeni beta ve firma büyüklüğü kontrol edildiğinde işletmelerin borç/öz sermaye oranları ile pay senetleri getirisi arasında pozitif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Barbee vd. (1996) 1979-1991 yıllarını kapsayan ve NYSE ve AMEX endekslerinde yer almayan firmaların verileri üzerinden hisse senetlerinin değerini açıklayabilecek değişkenleri incelemişlerdir. Farklı modellemelerle regresyon analizi yapılan bu çalışmada, hisse değeri ile kaldıraç oranının %5 düzeyinde pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ancak bağımsız değişkenlerin farklılaştırılmasında önceden anlamlı bulunan tek değişkende anlamlılığını kaybetmektedir.

Chen, vd. (1998), Hollanda firmalarının sermaye yapısını 1984-1995 yılları arasında incelemişlerdir. Hollanda firmaları üzerinde yaptıkları bu çalışmalarda panel veri ve OLS tahmin yöntemi kullanılarak analiz yönteminden faydalanmışlardır. Çalışma sonucunda Hollanda firmalarının sermaye yapısı kararlarında finansal hiyerarşi teorisini kullandıkları ve iç finansmanı dış finansmana tercih ettiklerini tespit etmişlerdir.

Hull (1999) çalışmasında, firmanın içinde bulunduğu sektör kaldıraç oranıyla birlikte firmaların kaldıraç oranı değerlendirilerek firma değeri üzerindeki etki analiz edilmiştir. Çalışmanın kriterlerini sağlayan 338 firmanın 1970-1988 yılları arasındaki

veriler kullanılarak yapılan regresyon analizine göre, firma kaldıraç oranı ile sektör kaldıraç oranlarının ikisi de anlamlı sonuç vermiştir. Aynı zamanda kaldıraç oranı sektör ortalamasından uzakta olan işletmelerin, kaldıraç oranı sektör ortalamasına yakın olan işletmelere göre daha yüksek negatif etkiye sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Demir (2001) İMKB’de kayıtlı finansal sektörde faaliyet gösteren 16 firmanın 1991-2000 yıllarını içeren verileri kullanmıştır. Çalışma hisse senedinin fiyatını etkileyen firma düzeyindeki faktörler incelenmiştir. Hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde işletme faktörlerinin etkisinin analizleri sonucunda, 4 firma için kaldıraç oranının hisse fiyatlarını etkilemesi anlamlı bulunmuştur. Bu firmaların üçü için negatif, biri için ise pozitif yönlü olduğu tespit edilmiştir.

Baker ve Wurgler (2002) panel veri analizi yaparak 1968-1999 yılları arasında S&P Compustat’ta yer alan ve halka arz edilen firmalar üzerinde bir çalışma yapmışlardır. Yaptıkları çalışmada, düşük kaldıraçlı firmaların, piyasa değeri yüksek olduğunda fon toplama eğiliminde olduklarını buna karşılık yüksek kaldıraçlı firmaların değer düşüklüğü olduğunda fon toplama eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca firmanın hisselerinin Piyasa Değeri (PD) / Defter Değeri (DD) oranlamasında yapılan değerlemedeki dalgalanmaların sermaye yapısı üzerinde on yılı geçen bir sürede etkisinin olduğunu ve optimal sermaye yapısının olmadığını belirtmişlerdir. Çalışmada piyasa zamanlaması finansmanı kararları ile zamanla sermaye yapısının oluştuğunu savunmuşlardır.

Bhaduri (2002), Hindistan imalat sanayinde 1989-1995 yılları arasında işlem gören firmaların optimal sermaye yapısını belirleyen etmenlerin bir faktörlü analitik model ile incelemiştir. Yaptığı bu çalışmada, Hindistan firmalarının sermaye yapısı kararlarının büyüme, işletme büyüklüğü, ürünlerin farklılığı ve endüstri özellikleri gibi faktörler tarafından etkilendiği sonucuna ulaşmıştır.

Drobetz ve Fix (2003), 1997-2001 yılları arasını kapsayan 124 İsviçre firması üzerinde bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmada regresyon ve dinamik panel veri yöntemi kullanılarak analiz yapmışlardır. Çalışmanın sonucunda, üzerinde çalışma yapılan İsviçre firmalarında dengeleme teorisini aynı zamanda finansal hiyerarşi teorisinin karmaşık versiyonunu destekler mahiyette bulgular elde etmişlerdir.

Panno (2003), 1992-1996 yılları arasında İngiltere ve İtalya firmaları üzerinde sermaye yapısı ile ilgili yaptığı çalışmada büyüklük ve karlılık ile sermaye yapısı arasındaki ilişkinin pozitif, likidite ve iflas riskinin sermaye yapısı ile ilişkisinin ise negatif olduğu sonucuna varmıştır. Bu çalışmada logit ve probit modelleri ile yapılan analiz sonuçlarına göre, finansal sistemi oldukça gelişmiş olan İngiltere'deki firmaların uzun vadeli kaldıraç oranlarına sahip olduğu, İngiltere'ye göre daha az etkin piyasaya sahip olan İtalya'daki firmalarda ise optimal borç seviyesinin önemli bir sorun oluşturduğu tespit etmiştir. Ayrıca bu çalışma göstermiştir ki her iki piyasada da borç finansmanının ve vergi avantajının sermaye yapısı kararlarında önemli bir rolü söz konusudur.

Zeitun ve Tian (2007) Ürdün borsasına kayıtlı 167 işletmenin 1989-2003 yılları verilerinden faydalananarak, sermaye yapısının firma performansına etkisini incelemişlerdir. Regresyon analizi yönteminin kullanıldığı bu çalışma sonucunda ortaya çıkan analizlere göre toplam borç oranları ile aktif karlılık ve Tobin Q değeri arasında negatif ve anlamlı bir sonuç bulunurken, toplam borç ile piyasa değerinin defter değerine oranı arasında pozitif ancak anlamsız bir ilişki tespit edilmiştir.

Baldemir ve Süslü (2008) Türk Sermaye Piyasası üzerine yaptıkları ve borçlanma oranı ile getiri arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmaları sonucunda anlamlı bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir. Bu sonuca göre Modigliani-Miller teoreminin ülkemiz ekonomisi ve işletmeleri açısından geçerli olmadığı sonucuna varmışlardır.

Burca (2008) İMKB'e işlem gören 74, Bovespa'da işlem gören 43, NYSE 100'de işlem gören 65 ve FTSE 100'de işlem gören farklı borsalardaki işletmelerin 1996 yılı Temmuz ayından 2006 yılı Haziran ayına kadarki zaman diliminde aylık verilerini kullanarak bir çalışma yapmıştır. Yaptığı çalışmada, sermaye yapısının hisse senedi değeri ile aralarında bir ilişkinin olup olmadığını incelemiştir. Analiz sonucunda, sermaye yapısı ile hisse senedi getirileri arasında söz konusu dört borsada da işlem gören işletmeler için pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğunu bulmuşlardır.

Ege ve Bayraktaroğlu (2008) yılında yaptıkları çalışmanın sigorta şirketleri esas alınarak bu şirketlerin sermaye yapısı ile piyasa değeri arasındaki ilişki

araştırılmıştır. İMKB’de kayıtlı 6 sigorta şirketinin Mart 2000-2004 yılları arasındaki verilerden faydalanan çalışmada bu ilişkinin varlığı çoklu regresyon analizi kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, çeşitli dönemler için değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş olmasına rağmen, işletmelerin sermaye yapıları piyasada değerinde meydana gelen değişimi izah edemedikleri sonucuna varmışlardır.

Birgili ve Düzer (2010) yılında yaptıkları çalışmada, finansal oranlar yardımıyla İMKB-100 endeksinde bulunan 56 firmanın 2001-2006 yılları arasındaki verilerinden faydalanarak finansal oranlar ile işletme değeri arasında bir ilişkinin olup olmadığını tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmanın analizleri sonucunda kullanılan, likidite, mali yapı, etkinlik, karlılık ve borsa performansı oranlarının ortaya koyduğu duruma göre, toplam borç / toplam aktif, kısa vadeli borç / toplam borç oranlarının firmaların piyasa değeri ile ilişkisinin anlamlı ve negatif yönlü olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca, toplam borç / öz kaynak ve uzun vadeli borç / toplam borç oranı ile bağımlı değişken (firma değeri) arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespitinde bulunmuşlardır.

Altan ve Arkan (2011), yaptıkları çalışmada Sınai Endeksi içinde yer alan İMKB’ de kayıtlı 127 işletmenin 2004-2007 yıllarını kapsayan çeyrek dönemlik verilerini incelemişlerdir. Yapılan analizlerde finansal yapının işletme değeri üzerindeki etkisi ölçülmeye çalışılmıştır. Analizlerin ortaya koyduğu sonuca göre bağımsız değişken olarak kullanılan kısa ve uzun vadeli borçlar ile öz sermayenin işletme değeri üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğunu bulmuşlardır.

Karadeniz ve İskenderoğlu (2011) İMKB’de faaliyet gösteren turizm işletmelerden 8 tanesini ele alarak 2002-2009 yıllarındaki verilerden hareketle aktif karlılığı etkileyen değişkenleri analiz etmişlerdir. Çeyrek dönem verilerinden faydalanan çalışmanın sonucunda toplam kaldıraç oranının aktif karlılık üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisi olduğu tespitinde bulunmuşlardır.

Pratheepkantlı (2011) sermaye yapıları ile firma performansları arasındaki ilişkiyi incelemek üzere, Sri Lanka’da Colombo borsasına kayıtlı bir grup firmanın 2005-2009 yıllarını içeren verileri kullanmıştır. Yapılan analizin ortaya koyduğu

sonuçlara göre borç öz sermaye oranı ile brüt kar oranı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki varken, net kar, aktif karlılığı ve yatırım getirisi arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Şahin (2011a) yaptığı çalışmada, KOBİ’lerde finansal performansı belirleyen faktörleri ele almıştır. Bu çalışmada 12 işletmenin 2006-2010 arasındaki verilerini kullanarak analiz yapmıştır. Analizin ortaya koyduğu sonuçlara göre firma değerleri ile borcun öz sermayeye oranı arasında negatif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Uzun vadeli borçlar ile firma değeri arasındaki ilişkinin anlamlılığı açıklanmamıştır.

Şahin (2011b) BİST’e kayıtlı 140 işletmenin 2005-2010 yılları arasındaki verilerden faydalananarak işletmelerin sermaye politikalarının işletme başarısını ölçmek için panel veri yöntemi kullanılarak analiz etmiştir. Analizler normal ve kriz dönemi olarak iki farklı dönemde tekrar edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda, normal ve kriz dönemlerinde koruyucu sermaye politikalarının işletme performansını arttırdığını ancak saldırgan sermaye politikalarının normal ve kriz dönemlerinde işletme performansını azalttığı ortaya çıkmıştır.

Tanrıöven ve Aksoy (2011) BİST’e kayıtlı işletmelerin 1997-2008 yılları arasındaki verilerden faydalananarak sektörel olarak yatırım araçlarının çeşitlendirilmesine yönelik yatırımcının sistematik riski (beta) etkileyen faktörleri incelemişlerdir. “ β , varlık piyasasındaki değer değişiklikleri karşısında, bir varlığın getirisindeki değişmeye ilişkin bir ölçüdür” (Şıklar, 2004:68) şeklinde tanımlanmaktadır. Bu nedenle β üzerinde etkili olan bir değişkenin firma değerini etkileyeceği sonucu çıkarılabilir. Analiz sonucuna göre, birinci analizde beta ile çeşitli borç oranları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu bulunmuş, ikinci analiz aşamasında sektör değişkeni kontrol edilerek yapılmış ve kaldıraç değişkenlerinin metal sektöründe betayı etkilediği tespit edilmiştir. Analizin üçüncü aşamasında hangi faktörlerin hangi sektörler için önemli olduğu incelenmiştir. Bu aşamadaki analiz sonucunda, kısa vadeyle borçların kâğıt, uzun vadeli borçların kâğıt-basım, toplam borçların ise teknoloji sektöründe beta üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.

Ahmad vd. (2012) Malezya borsasına kayıtlı 58 firmanın 2005-2010 yılları arasındaki verileri inceleyerek sermaye yapısının firma performansına etkisini analiz

etmişlerdir. Çalışmada bağımlı değişken olarak aktif ve öz sermaye karlılığı, bağımsız değişkenler ise kısa vadeli ve uzun vadeli borçlar ile işletme büyüklüğü, varlıktaki büyüme, satışlardaki büyüme ve satışların varlıklara oranı kullanılmıştır. Çalışmanın regresyon analizi sonucunda, öz sermaye karlılığı ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilirken, öz sermaye karlılığı ile uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu bulunmuştur. Ayrıca, aktif karlılığın kısa vadeli borçlanma ile uzun vadeli borçlanma arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

İskenderoğlu vd. (2012) yaptıkları çalışmada İMKB’de kote 13 bankanın 2004-2009 yılları arasındaki çeyrek dönemlik finansal verileri üzerinde Arellanı-Bover / Blundell-Bond sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) analizi yaparak, ticari bankalarda büyüklük, büyüme ve sermaye yapısı kararlarının karlılığa etkisini incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre banka karlılığının kalıcı olduğunu, sermaye yapısı kararlarına ilişkin oranların bankaların karlılığı üzerinde negatif etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca büyüklük ve büyümenin karlılık üzerinde olumlu etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Bununla birlikte kurumlar vergisi oranının karlılık üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir.

Yener ve Karakuş (2012) yaptıkları çalışmada, İMKB’100’de faaliyet gösteren 63 firma üzerinde panel veri analizi yapmışlardır. 2004-2009 yıllarını kapsayan bu analiz farklı aktif büyüklüklerde karşılaştırmalı bir şekilde sermaye yapısı ile işletme değeri arasında bir ilişkinin olup olmadığı incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre, bağımsız değişken olan sermaye yapısı oranlarının bağımlı değişken aylık getiriler üzerinde, aktif büyüklüğü 500 milyon TL’nin altındaki firmalar için negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, aktif büyüklüğü 500 milyonun üzerinde olan firmalar üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığı istatistiksel olarak açıklanamamıştır. Ancak tespit edilen bu sonuçlar, sermaye yapısının firma değerine herhangi bir etkisinin olmadığını savunan teoriler ile sonuçlar uyuşmamış, aynı zamanda borcun pasif içindeki payının artması durumunda ağırlıklı sermaye maliyetinin düşeceği, dolayısıyla firma değerinin bundan pozitif yönde etkileneceği teorisini destekler mahiyette bir sonuç bulunamamıştır.

Doğan (2013) yaptığı çalışmada, sigorta firmalarının sermaye yapısının karlılık üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, İMKB’de hisse senetleri işlem gören firmaların 2005-2011 yıllarını kapsayan verilerinden faydalanmıştır. Firmaların karlılık göstergesi olarak varlık karlılığı (ROA) ve bağımsız değişken olarak, aktif büyüklük, likidite, kaldıraç oranı, hasar primi oranı ve firma yaşı kullanılmıştır. Bu çalışmada ampirik analizlerde çoklu regresyon ve korelasyon yöntemlerinden faydalanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre sigorta şirketlerinin hasar prim oranı, kaldıraç oranı ve likit aktiflerinin artması karlılığını olumsuz yönde etkilerken, aktif büyüklüğünün artması karlılığını olumlu yönde etkilemektedir. Ayrıca önemli bir bulgu olarak, sigorta şirketlerinin yaşı ile karlılıkları arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç tespit edilmiştir.

Ayrıçay ve Türk (2014) imalat sektöründe faaliyet gösteren BİST-100’de kayıtlı olan 56 işletmenin 2004-2011 yılları arasındaki verilerini inceleyerek, bu işletmelerin bazı mali oranları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Çalışma sonucuna göre, firma değeri ile kaldıraç arasındaki ilişkinin negatif, buna karşılık işletme değeri ile borçlanma arasında herhangi bir ilişkinin varlığı tespit edilememiştir.

Büyükmert (2015) Borsa İstanbul’da faaliyette bulunan 133 firma üzerinde 2010-2013 yılları arasındaki verileri esas alarak yaptığı çalışmada sahiplik yapısını incelemiştir. İşletmelerdeki sahiplik yapısının finansal boyutu ele alınırken özellikle işletmenin sahiplik yapısı çeşitli sahiplik türlerine göre sermaye yapısı ve karlılık üzerindeki etkileri finansal boyutu ile irdelemişlerdir. Çalışmada ANOVA ve Regresyon analizi yapılmış ve sonuç olarak, firmaların sahiplik yapısının sermaye yapısı üzerinde etkili olduğu, ancak karlılık üzerinde her hangi bir etkisinin olmadığı kanaatine varılmıştır.

Yılmaz (2015) çalışmasında BİST-100’de hisseleri işlem gören 60 firmanın 2000-2012 yılları arasındaki verilerini incelemiştir. Çalışmada özellikle sermaye yapısının firma değeri ve performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Araştırmaya firmaların sermaye yapılarının, sermaye yapılarına etki eden faktörlerle birlikte firmaya özgü makroekonomik faktörler de dâhil edilmiştir. Analizler, varlık değerleri dikkate alınarak küçük ve büyük firmalar şeklinde bir gruplamaya gidilerek yapılmıştır. Analiz sonucunda, küçük işletmeler için sermaye yapısında borçlanmanın

yüksek olması firma performansını düşürdüğü, buna karşılık büyük firmalarda dâhil olmak üzere tüm firmaların değerini minimum seviyede ve negatif olarak anlamlı bir şekilde etkilediğini tespit etmiştir. Sermaye yapısını etkileyen faktörlerden varlıkların yapısı, büyüme fırsatları, karlılık, firma riski ve borç dışı vergi kalkanı ele alınan çalışmada, bütün firmaların toplam ve uzun vadeli borçlanmalarında bu faktörler arasında dikkate değer farkların olduğunu ortaya koymuştur.

Karadeniz vd., (2016) Turizm şirketlerinin Borsa İstanbul'da kayıtlı 8 adet şirketin 2009-2015 tarihlerini içeren ve çeyrek dönemlere ait verilerini analize tabi tutmuşlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre turizm şirketleri için kısa vadeli kaldıraç ile toplam kaldıracın aktif kazanma gücünü ve aktif karlılığı olumsuz etkilerken, aynı zamanda net kar marjı üzerinde de negatif etkisin olduğunu tespit etmişlerdir. Bu çalışmada uzun vadeli kaldıracın tam karlılık göstergeleri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisinin olduğunu ortaya koymuşlardır.

Alsu (2017), yaptığı çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyette bulunan 100 işletmenin 2006-2015 dönemi bilanço verilerini esas alarak panel veri analizi yapmıştır. Bu çalışmada, sermaye yapısının karlılık üzerine etkisi incelenmiştir. Karlılık ve sermaye yapısının bileşenleri olarak, öz kaynak, kısa ve uzun vadeli krediler, oto finansman kaynakları ve stokları baz almıştır. Analiz sonuçlarına göre, öz sermaye seçiminin daha fazla olduğu işletmelerde karlılık arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğunu, uzun süreli yabancı sermaye seçimi ile karlılık arasındaki ilişkinin anlamlı olmadığını tespit etmiştir. Aynı zamanda, oto finansman kaynağı olarak yasal yedeklerin seçilmesi ile karlılık arasında pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki olduğu, uzun vadeyle yabancı sermaye seçimi ile karlılık arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

Dinçerkök (2017), BIST imalat sanayinde faaliyet gösteren firmalara 2000-2007 arasındaki verilerden faydalanarak bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada maddi duran varlıklar, karlılık, büyüme fırsatları, büyüklük, risk, borç dışı vergi kalkanı ve makroekonomik faktörlerle firma büyüklüklerine göre sermaye yapısı üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Yapılan çalışmanın analiz sonuçlarına göre, finansal hiyerarşi ve dengeleme teorisinin sadece büyük firmalarda etkili olduğunu, küçük firmalarda etkili olduğu düşünülen finansal hiyerarşi teorisinin büyük firmalara göre daha az etkili

olduğunu tespit edilmiştir. Ayrıca karlılık ve büyüme fırsatları değişkenleri firma büyüklüğüne göre oluşturulan bütün portföylerde kaldıraç oranları olumlu etkilenirken, büyüklük ve risk sadece büyük portföylerde anlamlı bir ilişkinin olduğunu göstermiştir. Makroekonomik etkilerin, oluşturulan portföylere göre etkisinin farklılık gösterdiği sonucuna varmıştır.

Turaboğlu vd. (2017) yaptıkları çalışmada BIST-100 Endeksindeki firmalar üzerinde finansal başarısızlık ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Finansal başarısızlık ölçümü için Altman'ın Z-skor ile Springate'nin S-skor yöntemi kullanılmıştır. Sermaye yapısı kararları için, toplam borç oranı, borçların vade yapısı ve dışsal öz sermaye oranı kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak firma büyüklüğü ve sabit varlık oranı çalışmaya dâhil edilerek analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, finansal başarısızlık skoru ile toplam borç oranı, kısa vadeli borç oranı ve dışsal öz sermaye oranı arasında negatif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca dışsal öz sermaye oranı ile finansal başarısızlık skoru arasındaki negatif yönlü ilişkinin Myers'in (1984) Finansal Hiyerarşi Teorisini desteklediğini belirtmişlerdir. Aynı zamanda kontrol değişkenlerinden duran varlık oranı ve büyüklük değişkeni ile finansal başarısızlık skoru arasında pozitif yönde ve anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Böylece çalışmada borçlanma oranının finansal başarısızlığı arttırdığı yönünde bulguların elde edildiği, bu durumun denge teorisini destekler nitelikte olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Güngör ve Dilmaç (2020) ülkemizde bankacılık sektöründe faaliyette bulunan 12 mevduat bankasının verileri üzerinden bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmada panel veri analizi kullanılmış ve 2002-2015 yılları arasını kapsayan çeyrek dönemlere ait verilerden faydalanılmıştır. Bu çalışmada kriz dönemlerinde ticari bankaların performansı ile sermaye yapıları arasındaki ilişkinin olup olmadığı araştırılmıştır. Yapılan araştırmanın analiz sonuçlarına göre, küresel finans krizlerinde bankalar finansal performans olarak pozitif etkilendiğini tespit etmişlerdir. Türkiye'deki bankaların performans arttırmada daha düşük öz kaynak ile daha fazla uzun vadeli yabancı kaynak ve mevduat dışı kaynak ile faaliyetlerinin daha faydalı olacağı sonucunu elde etmişlerdir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI ÜZERİNDE FİRMA YAŞAM DÖNGÜSÜNÜN ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR İNCELEME

GİRİŞ

Çalışmanın bu kısmında yapılan ampirik analiz, sonuçlar ve değerlendirmelere yer verilmiştir. Öncelikle sermaye yapısı ve firma yaşam döngüsü üzerine yapılan literatür çalışmaları özetlenmiştir. Daha sonra ampirik analiz ve sonuçlara değinilmiştir.

3.1. Sermaye Yapısı ve Firma Yaşam Döngüsü Üzerine Yapılan Çalışmalar

Vos ve Forlong (1996) Yeni Zelanda firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firmaların yaşam döngüsü üzerinde borcun vekâlet avantajını araştırmışlardır. 1988-1993 yıllarını kapsayan çalışma da, borçlanmanın vekâlet avantajının özellikle küçük firmalarda negatif buna karşın olgunluk aşamasında olan firmalar için pozitif ve anlamlı bir etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Frelinghaus ve diğerleri (2005:9-18) Güney Afrika’da faaliyette bulunan yedi farklı sektördeki hissedarlar üzerine yaptıkları anket çalışmalarında sermaye yapısı ve firma yaşam döngüsü arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmada Adizes tarafından geliştirilen modelden yararlandıkları ve anket yöntemi kullanmışlardır. Yapılan analiz sonuçları incelendiğinde finansman hiyerarşi teorisini destekler biçimde firma yaşam döngüsü ve sermaye yapısı katılımcıları arasında bir ilişkinin olduğu ve bunun istatistiki manada anlamlı olduğunu bulmuşlardır.

Rocca ve diğerleri (2009: 107-130) İtalya’da küçük ve orta ölçekli firmalar üzerinde bir araştırma yapmışlardır. Yapılan bu ampirik çalışmada finansman seçenekleri bakımından küçük ve orta ölçekli firmaların daha savunmasız olduğunu vurgulayarak yaşam döngülerinin belirli aşamalarında farklı kararlar alma eğiliminde olduklarını ve finansal karar vermenin ilk tercihleri arasında yer aldığını tespit

etmişlerdir. Firmaların giriş aşamasında geleneksel bilgelige dayalı borçlanmaya başvurdukları gözlemlenmiştir. Özellikle finansal karar almada borçlanma vadesinin sermaye yapısını dengelediğini ve borcun kademeli olarak değiştirildiği, işlerini konsolide eden firmaların sermaye yapısı teorilerinden finansal hiyerarşi teorisini tercih ettiklerini tespit etmişlerdir. Bu tercihin finansal yaşam döngüsü modeli olarak farklı endüstriler için homojen ve tutarlı olduğunu vurgulamışlardır.

La Rocca ve diğerleri (2011) İtalyan firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firmaların yaşam döngüsü süresince sermaye yapısı kararlarını incelemişlerdir. Çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak firma yaşı, sermaye yapısı göstergesi olarak da kaldıraç oranı kullanılmıştır. 1996-2005 yılları verilerini içeren ve toplam 69634 gözlemden faydalanan çalışma sonucunda genç firmaların olgun firmalara göre özellikle içsel fonların maliyetinin yüksek olması nedeniyle dışsal fonlara göre daha bağımlı olduğu tespit edilmiştir. Bu bağlamda geleneksel bakıştan farklı olarak borçlanmanın işletme faaliyetlerinin sürekliliği için özellikle başlangıç evresindeki firmalar için önemli bir fonlama kaynağı olduğu ifade edilmiştir.

Pinkova ve Kaminkova (2012) Çek firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firma yaşam döngüsü ve sermaye yapısı arasında bir ilişkinin olup olmadığını incelemişlerdir. 2002-2010 yıllarını içeren ve 50 işletme verisinden faydalanan çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) modelinden yararlanılmıştır. Yapılan çalışma sonucunda özellikle olgunluk aşamasında borç kullanma düzeyinin diğer yaşam döngüsü evrelerine göre daha düşük olduğu belirlenmiştir. Buna karşın uzun vadeli borçlanma oranının da olgunluk aşamasında yüksek olduğu diğer evrelerde kısa vadeli borçlanma oranının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Utami ve Inanga (2012) Endonezya’da faaliyet gösteren işletmelerin verileri esas alarak yaptıkları çalışmalarında, sermaye yapısı ve firma yaşam döngüsü arasında bir ilişkinin olup olmadığını incelemişlerdir. 1994-2007 yıllarını kapsayan çalışma da, 29 firma verisinden yararlanılmıştır. Çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Temettü ödemelerini esas alan Bulan ve Yan (2007) modelinden yararlanılmıştır. Yapılan çalışma sonucunda özellikle olgunluk ve büyüme evrelerinde olan firmaların dışsal finansal kaynaklardan yararlandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ivashkovskaya ve diğerleri (2013) Rusya’da 11 bin finansal olmayan firma üzerinde yaptıkları araştırmada, firmaların sermaye yapısı tercihlerinin nedenlerini incelemişlerdir. Yapılan inceleme özellikle çalkantılı ortamda farklı yaşam döngülerinde sermaye yapısı seçimini etkileyen unsurların neler olduğu üzerinde durmuşlardır. Buldukları sonuçlara bakıldığında, yaşam döngüsünün her aşamasında finansal hiyerarşi ve takas teorisinin geçerli olduğunu, bunun yanında büyüme dönemindeki firmalarda dengeleme teorisinin daha etkin olduğu tespit edilmiştir.

Castro ve diğerleri (2014) Birleşik Krallık, Almanya, Fransa ve İspanya firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firmaların sermaye yapısı üzerinde yaşam döngüsünün rolünü araştırmışlardır. 1980-2011 yıllarını kapsayan çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) modeli, sermaye yapısı göstergesi olarak da kaldıraç oranı kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda sermaye yapısı teorilerini destekler biçimde, sermaye yapısının yaşam döngüsü evrelerinde önemli olduğu sonucuna varılmıştır. Özellikle büyüme ve düşüş evrelerinde sermaye yapısı ile anlamlılık düzeyinin yüksek olduğu sonucuna varılmıştır.

Castro ve diğerleri (2015) Teknoloji firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firma yaşam döngüsü ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak firma yaşı ve Dickinson (2011) modeli, sermaye yapısı göstergesi olarak da kaldıraç oranı kullanılmıştır. Çalışmada Avusturya, Belçika, Birleşik Krallık, Fransa, Almanya, İtalya ve Hollanda firmaları üzerine yapılmıştır. 2000-2012 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda, sermaye yapısı ile firma yaşam döngüsü arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Zhang ve diğerleri (2015) Çin’de faaliyet gösteren imalat işletmeleri üzerinde yaptıkları araştırmada, imalat firmalarının firma (iş) yaşam döngüsü ve sermaye yapılarını incelemişlerdir. Bu araştırmada 1999-2011 yılları arasında borsada faaliyet gösteren 1485 imalat firmanın 11581 firma-yılı verisinden faydalanmışlardır. Çalışmada nakit akışı modeli kullanılarak panel veri analizi yapılmış ve iş yaşam döngüsü aşamalarının firma yaşından daha fazla sermaye yapısı üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğu tespit etmişlerdir. Aynı zamanda sermaye yapısının evrelerindeki geçişlerin hızının değişiklik gösterdiğini ve yaşam döngüsü boyunca ardışık olmayan

geçişlerin gerçekleştiğini, sermaye yapısının belirlenmesinde önemli bir rol oynadığını belirtmişlerdir.

Tian ve diğerleri (2015) Çin firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firma yaşam döngüsü ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak firma yaşı ve Dickinson (2011) modeli, sermaye yapısı göstergesi olarak da kaldıraç oranı kullanılmıştır. Çin borsasına kayıtlı 1485 firmanın 1999-2011 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda giriş ve azalma aşamasında borçlanma imkânına sahip olmanın firmanın varlığı açısından önemli olduğu sonucuna varılmıştır. Çalışmada elde edilen önemli bir sonuç da, sermaye yapısı firma döngüsü ilişkisini açıklamada nakit akımlarını esas alan Dickinson modelinin firma yaşı olarak kabul edilen modellere göre daha anlamlı sonuçlar verdiğidir.

Rehman ve diğerleri (2016) Çin firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firma yaşam döngüsü ve finansal kaldıraç arasında bir ilişkinin olup olmadığını incelemişlerdir. 1996-2014 yıllarını içeren ve 867 işletmenin verisinden faydalanılan çalışma sonucunda firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Anthony ve Ramesh (1992) modelinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda büyüme ve düşme aşamalarında kaldıraç oranının düşük buna karşın olgunluk aşamasında yüksek olduğu sonucu elde edilmiştir.

Ahsan ve diğerleri (2016) Pakistan’da faaliyette bulunan işletmelerin üzerinde yaptıkları çalışmalarında sermaye yapısı kararları ve firma yaşam döngüsü arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 1972-2010 yıllarını kapsayan çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Anthony ve Ramesh (2012) modeli, sermaye yapısı göstergesi olarak da kaldıraç oranı kullanılmıştır. Yapılan çalışma da firmaların yaşam döngüsü boyunca kaldıraç oranındaki düzeltmeler incelemişlerdir. Çalışma sonucunda özellikle büyüme evrelerinde olan firmaların daha yüksek kaldıraç düzeltme oranına sahip oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Zafar ve diğerleri (2016) Pakistan Borsasında kayıtlı işletmelerin veriler esas alınarak yaptıkları çalışmalarında sermaye yapısı kararları ve firma yaşam döngüsü arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak firma yaşı, sermaye yapısı göstergesi olarak da kaldıraç oranı kullanılmıştır. Pakistan borsasına kayıtlı finansal olmayan 107 firmanın 2013-2014 yıllarını kapsayan

alışmaları sonucunda kaldıraçın firma yaşı ile negatif bir ilişkisinin olduğu gör÷lmüştür. Bu negatif ilişkinin özellikle daha deneyimli firmalarda önemli olduğu sonucuna varılmıştır. Buna karşın kaldıraç ile firma yaşı arasındaki ilişki daha genç olan firmalarda pozitif ancak istatistiki manada anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Nidar ve Utomo (2017) Endonezya firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firma yaşam döngüsü ve sermaye yapısı ilişkisini tespit etmeye çalışmışlardır. 2012-2013 yılları verilerini içeren ve 26 firma verisinden faydalanılan çalışma da firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) modelinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda firma yaşam döngüsünün sermaye yapısı kararlarını etkileyen önemli bir faktör olduğu sonucuna varılmıştır. Özellikle giriş aşamasında borçlanma oranının diğer aşamalara göre daha yüksek olduğu olgunluk aşamasında ise bu oran en düşük seviyede olduğu gör÷lmüştür.

Suyono ve diğerleri (2017) Endonezya işletmeleri verileri üzerinde bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmada sermaye yapısı, işletme performansı ve yaşam döngüsü arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2010-2015 yıllarını kapsayan 942 gözlemden yararlanılan çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak satışlardaki büyüme oranı kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda sermaye yapısı göstergesi olarak kullanılan borçlanma oranı ile büyüme ve olgunluk yaşam döngüleri arasındaki ilişkinin negatif bununla birlikte düşme yaşam döngüsü arasındaki ilişkinin ise pozitif ve istatistiki manada anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Valente (2017) İberya (Portekiz ve İspanya) borsasına kayıtlı finansal olmayan 117 firmanın 2001-2016 yılları arasındaki verilerinden faydalanarak, sermaye yapısı ve firma yaşam döngüsü üzerinde bir inceleme yapmıştır. Bu çalışmada kısa süreli, uzun süreli ve toplam kaldıraç oranları hesaplanarak firmaların yaşam döngüsü evrelerini bulmaya çalışmıştır. Verilerden elde edilen sonuçlara göre büyüyen firmalarda kısa süreli kaldıraç oranı %74, uzun süreli kaldıraç oranı %72 ve toplam kaldıraç oranı %30 olarak bulunmuştur. Olgun firmalar için bu oranlar kısa süreli kaldıraç %54, uzun süreli kaldıraç %52 ve toplam kaldıraç oranı için %30 olduğunu tespit etmiştir. Düşüş evresindeki firmalarda kısa ve uzun vadeli kaldıraç oranlarında hedef kaldıraç oranlarından uzaklaştıklarını ancak toplam kaldıraç oranında %72 ile hedefte birleştiklerinin tespitinde bulunmuştur. Bu bulguların literatürde elde edilen

verilerle karşılaştırıldığında toplam kaldıraçta uyumlu olduğunu ancak kısa ve uzun vadeli kaldıraç oranlarında literatürle uyumlu olmadığını vurgulamıştır. Modellemeye göre kısa vadeli kaldıraçta düşük-yüksek-düşük gerçekleşirken, uzun ve toplam kaldıraçta model yüksek –düşük – düşük olarak gerçekleşmiştir.

Bayat ve Noshahr (2018) İran firmalarının verilerini esas alarak yaptıkları çalışmalarında firma politikaları üzerinde firma yaşam döngüsünün etkisini incelemiştir. 2012-2016 arasındaki verileri içeren ve 130 firmanın verilerinin kullanıldığı çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak firma yaşı (firma büyüklüğü) kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda yaşam döngüsü göstergesi olarak kullanılan firma büyüklüğünün sermaye harcamaları üzerinde pozitif bir etkisi vardır. Bu etkinin anlamlı olduğu buna karşın borçlanma ve borcun vade yapısı arasında herhangi anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Larijani ve Esnaashari (2018) İran borsasına kayıtlı işletmelerin sermaye yapısı ve firmaların yaşam döngüsü arasında bir ilişkinin olup olmadığını tespit etmek için bir çalışma yapmışlardır. 2008-2015 yılları arasındaki verilerin incelendiği çalışmada, firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) modeli, sermaye yapısı göstergesi olarak da kaldıraç oranı kullanılmıştır. 149 firma verisinin kullanıldığı çalışma sonucunda özellikle olgunluk aşamasında olan firmalarda sermaye yapısı düzeltmelerinin giriş ve büyüme aşamasında olan firmalara göre daha hızlı yapıldığı sonucu elde edilmiştir.

Hasan ve diğerleri (2018) ABD firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firma yaşam döngüsü ve kredi sözleşmelerinin vadeleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1994-2015 yıllarını kapsayan ve 13065 gözleminden yararlanılan çalışmada firma yaşam döngüsü olarak Dickinson (2011) modelinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda firma borçlanma maliyetlerinin giriş aşamasından büyüme aşamasına kadar azaldığı, olgunluk aşamasında ise en üst noktaya ulaştığı tespit edilmiştir.

Cillero ve diğerleri (2019) 15 Avrupa ülkesi üzerine yaptıkları çalışmalarında firma yaşam döngülerinde küçük ve orta ölçekli işletmelerin sermaye yapısının belirleyicilerini incelemiştir. 2005-2010 arasındaki verileri içeren çalışmanın

sonucunda firma yaşam döngüsü göstergesi olarak kullanılan firma yaşı ile sermaye yapısı arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığı belirlenmiştir.

Al-Lateif ve Al-Debi'e (2019) Ürdün firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firma sermaye yapısı üzerinde yaşam döngüsünün etkisini incelemişlerdir. 2015-2016 yıllarının verileri ve 56 firmayı kapsayan çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) modelinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda sermaye yapısı göstergesi olarak kullanılan borçlanma oranları ile yaşam döngüsü arasında negatif bir ilişkinin olduğu bunun yanı sıra borçlanma oranının özellikle giriş ve büyüme aşamalarında en yüksek düzeyde olduğu sonucuna varmışlardır.

Cempakasari ve diğerleri (2019) Endonezya'da faaliyet gösteren firmaların, firma yaşam döngüsü ile sermaye yapısı arasında nasıl bir ilişkinin olduğunu çalışma konusu yapmışlardır. 2011-2016 yılları arasındaki verileri inceleyen ve 121 firma verisinden faydalanan çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Anthony ve Ramesh (1992) modelinden faydalanmışlardır. Yapılan analizlerden ortaya çıkan sonuca göre sermaye yapısı göstergelerinden borçlanma oranı ile firma yaşam döngüleri arasında pozitif bir ilişki vardır. Bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Bu ilişki düşüş aşamasında daha yüksek bulunmuştur.

Fuady ve diğerleri (2019) Endonezya firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firmaların özellikle olgunluk aşamasında sermaye yapısı seçimlerini incelemişlerdir. 2004-2013 yıllarını kapsayan ve 126 firma verisinden yararlanan çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) modelinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda firmaların olgunluk aşaması sermaye yapısı seçiminde sermaye maliyetinin minimum olmasını öncelikledikleri sonucuna varılmıştır.

Walid (2019) çalışmasında Tunus firmalarının sermaye yapısı ve firma yaşam döngüsü arasındaki ilişkisini incelemiştir. 2013-2016 tarihlerini kapsayan ve 70 firma verisinden yararlanan çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak firma yaşı kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda firmaların daha çok kısa vadeli borçlanma yolunu seçtiği ve olgunluk aşaması dışında borçlanmanın firma yaşam döngüsü aşamalarında önemli bir fon kaynağı olduğu sonucu elde edilmiştir.

Amin ve diğ erleri (2020) Asya  lkelerinin bazılarını kapsayan çalışmalarında sermaye yapısı ve firma yaşam döngüsü arasında bir ilişkinin olup olmadığını tespit etmeye çalışmışlardır. 2010-2018 yıllarını kapsayan çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) modeli, sermaye yapısı göstergesi olarak da kaldıraç oranı kullanılmıştır. 2835 gözlemden yararlanılan çalışmanın sonucu, sermaye yapısı göstergelerinden olan kaldıraç ile giriş ve büyüme yaşam döngüsü arasında pozitif ve anlamlı buna karşın düşüş yaşam döngüsü arasında negatif bir ilişki vardır ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer bir anlatımla firmaların yaşam döngülerinin erken evrelerinde daha fazla borçlanmaya başvurdıkları g r lm şt r.

Amin ve diğ erleri (2020) ABD firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firma yaşam döngüsü ile borcun maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) ve DeAngelo ve diğ erleri (2006) tarafından geliştirilen modeller kullanılmıştır. 5076 ABD firmasına ait 1988-2018 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda giriş ve düşüş dönemlerinde kredi ödemelerinin olgunluk dönemlerinde daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Mutura (2020) Kenya firmaları üzerine yaptığı çalışmasında firma yaşam döngüsü ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 2013-2018 yıllarını kapsayan ve 65 firma verisinden yararlanılan çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) modelinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda firma yaşam döngüsü evrelerinde borçlanma oranlarının farklı düzeylerde olduğu özellikle düşme aşamasında bu oranın diğer aşamalara göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Wasilewski ve Żurakowska-Sawa (2020) Polonya firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firma yaşam döngüsü ile sermaye yapısı rasyoları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1999-2012 yıllarını kapsayan çalışmada firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) modeli, sermaye yapısı göstergesi olarak da kaldıraç oranı kullanılmıştır. 310 gözlemden yararlanılan çalışma sonucunda olgunluk, durgunluk ve düşme aşamasındaki firmalar ile karşılaştırıldığında büyüme aşamasında bulunan firmalarda uzun vadeli borçların daha fazla olduğu sonucuna varılmıştır. Bunun yanı sıra giriş aşamasında bulunan firmaların ise daha kısa vadeli borçlarının olduğu tespit edilmiştir.

Zhanga ve Xu (2021) Çin firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında firma yaşam döngüsü ve borcun vade yapısı ile ilişkisini araştırmışlardır. 2009-2016 yılları arasındaki veriler ve 14834 gözlemden faydalanan çalışmada borcun vade yapısı göstergesi olarak kaldıraç oranları, firma yaşam döngüsü göstergesi olarak Dickinson (2011) modeli kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda özellikle giriş ve durgunluk aşamalarında kısa vadeli borçların, büyüme aşamasında ise uzun vadeli borçların daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Rehman ve diğerleri (2021) Çin’de faaliyet gösteren işletmelerin verilerini inceledikleri çalışmalarında firma nakit mevcudu ile firma yaşam döngüsü arasındaki ilişkiyi tespit etmeye çalışmışlardır. 2002-2018 yıllarını kapsayan ve 2994 firma verisinin kullanıldığı çalışmada firma yaşam döngüsü olarak Dickinson (2011) modelinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda büyüme aşamasındaki firmaların yüksek nakit düzeyine sahip olduğu, buna karşın düşme aşamasındaki firmaların nakit düzeyinin en düşük olduğu tespit edilmiştir.

3.2. Çalışmanın Amacı ve Örneklem

Bu çalışmanın temel amacı, sermaye yapısı üzerinde firma yaşam döngüsünün etkisini incelemektir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere Borsa İstanbul’a kayıtlı farklı sektörlerde yer alan 294 firma verisinden yararlanılmıştır. 2013-2020 yıllarını kapsayan çalışmada varlık yapılarının farklı olması nedeniyle Bankacılık sektöründe yer alan firmalar kapsam dışı bırakılmıştır. Çalışmada kullanılan tüm veriler Kamuoyu Aydınlatma Platformu’nun resmi web sayfasından (kap.gov.tr) elde edilmiştir.

3.3. Değişkenler ve Modeller

3.3.1. Bağımlı Değişkenler

Sermaye yapısı üzerinde firma yaşam döngüsünün etkisini inceleyen bu çalışmada bağımlı değişken olarak literatür çalışmaları ile tutarlı bir biçimde aşağıda hesaplanma şekilleri gösterilen üç değişken kullanılmıştır.

KISA VADELİ YABANCI KAYNAK (KVYK) = Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar

$UZUN\ VADELİ\ YABANCI\ KAYNAK\ (UVYK) = Uzun\ Vadeli\ Yabancı\ Kaynaklar / Toplam\ Varlıklar$

$ÖZ\ KAYNAKLAR = Öz\ Kaynaklar / Toplam\ Varlıklar$

3.3.2. Bağımsız Değişkenler

Çalışmada temel bağımsız değişken olarak firma yaşam döngüsü evreleri esas alınmıştır. Firma yaşam döngüsü evrelerinin belirlenmesinde birinci bölümde detaylı bir şekilde açıklanmış olan Dickinson (2011) Modeli kullanılmıştır. Nakit akımlarını esas alan Dickinson (2011) modeline göre Yaşam Döngüsü evreleri aşağıdaki tablo dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.1. Dickinson (2011) yaşam döngüsü evreleri

	Giriş	Büyüme	Olgunluk	Durgunluk	Düşüş
Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Girişleri	-	+	+	+/-	-/-
Yatırımlardan Sağlanan Nakit Girişleri	-	-	-	+/-	+/+
Finansmandan Sağlanan Nakit Girişleri	+	+	-	+/-	+/-

3.3.3. Kontrol Değişkenleri

Çalışmada yaşam döngüsüne bağlı olarak firma sermaye yapısı üzerinde etkili olduğu düşünülen dört kontrol değişkeninden yararlanılmıştır. Bunlar; Karlılık, Büyüklük, Satışlar ve Satılan Malın Maliyeti'dir.

$KARLILIK = Net\ Kar / Toplam\ Varlıklar$

$BÜYÜKLÜK = Toplam\ Varlıkların\ Doğal\ Logaritması$

$SATIŞLAR = Net\ Satışlar / Toplam\ Varlıklar$

$SATILAN\ MALIN\ MALİYETİ = Satılan\ Malın\ Maliyeti / Net\ Satışlar$

Sermaye yapısı üzerinde firma yaşam döngüsünün etkisini inceleyen bu çalışmada aşağıdaki modeller geliştirilmiştir:

$KVYK = SABİT + GİRİŞ + KARLILIK + BÜYÜKLÜK + SATIŞ + STMM$ (Model 1)

$KVYK = SABİT + BÜYÜME + KARLILIK + BÜYÜKLÜK + SATIŞ + STMM$ (Model 2)

KVYK = SABİT+ OLGUNLUK+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 3)

KVYK = SABİT+ DURGUNLUK+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 4)

KVYK = SABİT+ DÜŞME+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 5)

UVYK= SABİT+ GİRİŞ+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 6)

UVYK = SABİT+ BÜYÜME+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 7)

UVYK = SABİT+ OLGUNLUK+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 8)

UVYK = SABİT+ DURGUNLUK+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 9)

UVYK = SABİT+ DÜŞME+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 10)

ÖZKYN= SABİT+ GİRİŞ+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 11)

ÖZKYN = SABİT+ BÜYÜME+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 12)

ÖZKYN = SABİT+ OLGUNLUK+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 13)

ÖZKYN = SABİT+DURGUNLUK+KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 14)

ÖZKYN = SABİT+ DÜŞME+ KARLILIK+BÜYÜKLÜK+SATIŞ+STMM (Model 15)

3.4. Analiz Sonuçları

Çalışmanın bu kısmında yukarıda geliştirilen modelleri test etmek amacıyla yapılan ampirik analiz sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.2. Tanımlayıcı istatistik

	Tüm Örneklem Ortalama	Giriş Ortalama	Büyüme Ortalama	Olgunluk Ortalama	Durgunluk Ortalama	Düşüş Ortalama
KVYK	,3587	,4070	,3490	,3478	,3457	,3448
UVYK	,1615	,1696	,1733	,1536	,1512	,1598
OZKYN	,4798	,4235	,4777	,4987	,5030	,4954
KARLILIK	,0389	,0009	,0440	,0578	,0404	,0189
BUYUKLUK	19,7631	19,1890	19,8602	20,1974	19,6663	18,8113
SATIS	,8959	,8432	,7892	1,0393	,8896	,6079
STMM	,7747	,8211	,7472	,7632	,7428	,8440
GÖZLEM	2114	401	472	837	238	166

Tablo 3.2’de çalışmada kullanılan değişkenlere ait ortalama bilgileri yer almaktadır. Tablodan görüldüğü üzere çalışmada verilerinden yararlanılan firmaların sahiplik yapısı göstergeleri olarak kullanılan KVYK, UVYK ve ÖZKAYNAK

ortalamları sırasıyla % 36, % 16 ve % 48'dir. Yaşam döngüsü itibari ile bakıldığında KVKYK ortalamasının en yüksek olduğu dönem Giriş dönemidir. Bu dönemde % 40 olan oran diğer dönemlerde % 34 civarındadır. UVYK ortalamasının % 15 ile % 17 arasında olduğu görülmekte ve en yüksek oranın Büyüme döneminde olduğu daha sonra giriş döneminin geldiği tespit edilmiştir. ÖZKAYNAK ortalaması incelendiğinde en yüksek değerin Durgunluk döneminde olduğu görülmektedir. Karlılık verileri incelendiğinde en yüksek oranın olgunluk döneminde en düşük ise Giriş döneminde olduğu görülmektedir. Satışlara ait ortalama veriler incelendiğinde ise en yüksek oranın Olgunluk döneminde en düşük ortalamanın ise Düşüş döneminde olduğu görülmektedir.

Tablo 3.3. Faydalanılan firma verileri

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TÜM
GİRİŞ	71	49	51	42	52	46	44	48	403
BÜYÜME	70	69	57	56	61	58	46	55	472
OLGUNLUK	90	113	91	100	95	100	125	121	835
DURGUNLUK	32	36	26	29	24	27	33	31	238
DÜŞÜŞ	31	25	20	14	22	22	16	16	166
TOPLAM	294	292	245	241	254	253	264	271	2114

Tablo 3.3'de çalışmada verilerinden yararlanılan firma sayıları ve yıllar itibari ile firmaların yaşam döngüsünün hangi evresinde yer aldığına ilişkin veriler görülmektedir. Tablodan görüldüğü üzere yıllar itibari ile farklılık olmasına karşın toplam 2114 gözlemden yararlanılmıştır. Yaşam döngüsü dönemleri açısından bakıldığında en fazla Olgunluk aşamasının, daha sonra sırasıyla Büyüme, Giriş, Durgunluk ve Düşüş aşamalarının geldiği görülmektedir.

Tablo 3.4. Korelasyon analizi

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1.KVYK	1										
2.UVYK	-,066(**)	1									
3.OKY	-,786(**)	-,566(**)	1								
4.GIRIS	,118(**)	,026	-,113(**)	1							
5.BUYUME	-,026	,043	-,005	-,259(**)	1						
6.OLGUNLUK	-,045(*)	-,043(*)	,063(**)	-,391(**)	-,433(**)	1					
7.DURGUNLUK	-,023	-,024	,034	-,172(**)	-,191(**)	-,288(**)	1				
8.DUSUS	-,020	-,003	,019	-,141(**)	-,156(**)	-,236(**)	-,104(**)	1			
9.KARILIK	-,281(**)	-,279(**)	,405(**)	-,184(**)	,027	,153(**)	,005	-,059(**)	1		
10.BUYUKLUK	,069(**)	,288(**)	-,236(**)	-,145(**)	,027	,183(**)	-,018	-,145(**)	,053(*)	1	
11.SATIS	,407(**)	-,255(**)	-,179(**)	-,035	-,078(**)	,158(**)	-,003	-,115(**)	,143(**)	,064(**)	1
12.STMM	,199(**)	,039	-,189(**)	,116(**)	-,076(**)	-,048(*)	-,059(**)	,104(**)	-,300(**)	-,018	,198(**)

** ve * sırasıyla % 1 ve % 5 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.4’de çalışmada kullanılan değişkenlere ait Korelasyon Tablosu yer almaktadır. Tablo sonuçları incelendiğinde Sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan KVK ile firma yaşam döngüsü dönemleri arasında giriş dönemi dışındaki tüm dönemlerde negatif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Ancak bu negatif ilişki sadece Olgunluk döneminde anlamlı bulunmuştur. Giriş dönemi ile KVK arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki söz konusudur. UVK ile firma yaşam döngüsü dönemlerinden Giriş ve Büyüme arasında pozitif, buna karşın Olgunluk, Durgunluk ve Düşüş dönemleri arasında negatif bir ilişki vardır. Bu negatif ilişki sadece Olgunluk döneminde istatistiksel olarak anlamlıdır. Giriş ve Büyüme dönemi ile UVK arasında pozitif ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan ÖZKAYNAK ile yaşam döngüsü dönemleri arasındaki ilişki incelendiğinde Giriş ve Büyüme döneminde negatif, diğer dönemlerde ise pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Giriş dönemindeki negatif ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Aynı şekilde Olgunluk dönemi ile Öz kaynak arasındaki pozitif ilişki de istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Sahiplik yapısı göstergeleri olarak kullanılan KVK, UVK ve (TOPLAM YABANCI KAYNAK) ÖZKAYNAK ile kontrol değişkeni olarak kullanılan Karlılık arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu buna karşın Büyüme ile Öz Kaynak arasında ise pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir.

Firma karakteristiğine ilişkin sonuçlar incelendiğinde, Giriş aşamasında bulunan firmaların karlılık ve büyüklüğünün negatif olduğu ve bu negatif ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Buna karşın SMM pozitif ve anlamlıdır. Firmaların giriş dönemi için yaptıkları fizibilite, hazırlık, araştırma geliştirme (Yoo vd. 2019) ve pazarlama gibi yüksek harcamalardan dolayı maliyetlerinin yüksek olacağı kaçınılmaz bir sonuçtur. Buna karşılık giriş döneminin aynı zamanda rekabetin getirdiği dezavantajlardan kaynaklı maliyetlerin yüksek olması, satışların henüz başlaması ve yeterli düzeyde olmaması karlılığın bu aşamada ya olmaması ya da çok düşük olması (Black, 1988b; Canton vd. 2019) beklenen bir sonuçtur. Aynı zamanda firmanın varlık edinme eğiliminin en çok olduğu aşama olduğundan sermaye harcamaları en yüksek düzeydedir. Dolayısıyla büyüklüğün negatif olması bu dönemin öngörülebilir bir sonucudur. Firmaların en riskli dönemi olarak tanımlanan giriş aşaması firma varlığını sürdürebilme ve var olabilme

mücadelesinin en yüksek olduğu dönemdir. Bu dönemde bazı firmalar pazar bulamama, tutunamama ve varlığını devam ettirememe sonuçlarıyla karşı karşıya kalabilmektedir. Bu durumda firmanın yaşam döngüsü evrelerini atlayarak düşüş aşamasına hızlı geçmesi beklenebilir bir sonuçtur. Kimi firmaların devir, infisah ve iflasla karşı karşıya kalabildikleri en kritik dönemin giriş aşaması olduğu vurgulanmaktadır. Bu nedenle giriş aşaması firmanın varolabilme aşaması olarak adlandırılabilir.

Büyüme aşamasındaki firmaların karakteristiği incelendiğinde karlılık ve büyüklüğün pozitif olduğu ancak bu pozitif ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Buna karşın satışlar ve SMM negatif ve istatistiksel olarak da anlamlıdır. Giriş aşamasının tüm zorluklarını atlatmış firmaların artık piyasaya mal satabilme kabiliyetine sahip olmuş, müşteri odaklı (İrvine vd. 2016) pazarlama stratejileri geliştirmeye başlamış olması firmanın büyüme aşamasına girdiğinin göstergesidir. Giriş aşamasında var olan rekabetin daha da yükseldiği bu nedenle firmanın pazarlama stratejilerine daha çok para harcadığı büyüme döneminde pazar payını büyütme çabası satışlarının hala yeterli düzeyde olmadığını bu nedenle satışların negatif olduğunu ifade etmektedir. Firmanın sahip olduğu varlıkların üretime katkısından ve verimli kullanımından dolayı maliyetlerin düştüğü gözlemlenir. Bu nedenden dolayı firma karlılığında artış gösterebilmektedir. Bunun yanı sıra firma büyüklüğü istenilen düzeyde olmasa da nakit akışlarının düzene girdiği işletmenin sahip olduğu varlıkları verimli kullandığı, beklenen yatırım verimliliğinin gerçekleşmeye başladığı ve diğer göstergeler firmanın büyüklüğünün pozitif bir yapıya büründüğünü göstermektedir. Firma için belirsizlik ve risk faktörü azalsa da borçlanma maliyetleri hala yüksektir. Firmanın borçlanabilme kabiliyetinin yükselmeye başladığı büyüme aşamasında artık firmanın finansal açıdan nakit değerlerinin yükseldiğini (Drobetz vd. 2015) gözlemlemek mümkündür. Büyüme aşamasının en belirgin özelliklerinden biride firma performans göstergelerinden olan satışların büyümesi ve buna bağlı olarak firmanın karlılığının artmasıdır. Büyüme aşamasında firmaların yeterli düzeyde varlık elde etme, net bugünkü değeri yüksek projelere yönelme ve pazarda tutunma çabası içinde olması beklenen sonuçlardır.

Olgunluk aşamasındaki firmaların karakteristiği incelendiğinde Karlılık, büyüklük ve satışların pozitif buna karşın SMM ise negatif ve istatistiksel olarak

anlamalı olduğu gör÷lmektedir. Olgunluk döneminin özelliklerine bakıldığında, firmaların nakit akışlarının, satışların ve karlılığın en yüksek olduğu dönemdir. Satışların diğerevrelere göre en yüksek düzeyde olması beraberinde karıda en yükseğe çıkarmaktadır. Aynı zamanda maliyetlerin en düşük düzeyde olduğu evre olgunluk evresidir. Firmanın operasyonel bilgi ve gücünün yüksek olması firmanın faaliyetlerinden nakit akışlarından girişleri arttırmaktadır. Firmanın ihtiyaç duyduğu varlıkların, özelliklede yatırıma yönelik varlıklarının en yüksek düzeyde olması, bu varlıkların en verimli şekilde kullanması, firmanın olgunluk döneminde yüksek kar elde etmesi aynı zamanda kar dağıtımının en yüksek olduğu dönemdir. Varlıkların kullanım alanları genişlemesinden dolayı büyüme fırsatlarından daha çok faydalanması firma büyüklüğünü pozitif duruma getirmektedir. Ancak bu dönemde varlıklarda meydana gelen yıpranma yatırım ve finansman faaliyetlerinden nakit çıkışlarına maruz kalmaktadırlar (Javanovic, 1982). Olgunluk dönemlerinde firmalar yeni yatırımlar yerine pazar paylarını ve mevcut karlılıklarını korumaya odaklanması, artan rekabet koşullarına ayak uydurma çabası karlı yatırım projelerinin azalmasına sebebiyet verecektir. Bu nedenle firmalar iş stratejilerini geliştirmeye, üretim süreçlerini iyileştirmeye ve üretim maliyetlerini en aza indirmeye odaklanırlar (Spence, 1981; Wernerfelt, 1985). Dolayısıyla olgunluk döneminde SMM en düşük düzeyde gerçekleşmektedir. Firmanın büyüme evresinde satışlarını arttırması, varlık verimliliğinden en iyi şekilde faydalanmaya başlaması satışların maliyetini düşürmeye ve negatif bir ilişkiye sebebiyet vermektedir. Ancak olgunluk evresinde yüksek düzeydeki nakit girişleri kısa vadeli işletme varlıklarına yatırımı en aza indirmekte ve buna bağlı olarak düşük işletme sermayesi tahakkuklarının gerçekleşmesine sebep olmaktadır (Fairfield vd. 2003; Lui, 2006). Dolayısıyla SMM en düşük düzeyde gerçekleşmektedir. Bir başka ifade ile SMM olgunluk döneminde en düşük negatif ilişkiyi göstermektedir.

Durgunluk aşamasındaki firmaların karakteristiğı incelendiğinde karlılık ile pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan, buna karşın büyüklük, satışlar ve SMM ile negatif bir ilişkinin olduğu gör÷lmektedir. SMM ile negatif bulunan ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Durgunluk döneminde, firmalar olgunluk döneminde elde ettikleri yüksek karlılığın, büyümenin ve satışların rahatlığı/rehaveti yönetimde cesur yatırım kararlarının alınmamasına sebep olmaktadır. Özellikle yeni ve karlı

yatırımların olgunluk aşamasında durması ve ortakların elde ettiği karın olumsuz etkileri firmanın yeni ve harcama gerektiren maliyetli yatırımlara kendini kapatması büyümenin durmasına ve hatta azalmasına neden olmaktadır. Bu durum büyümede negatife doğru bir eğilime sebep olmaktadır. Ancak durgunluk döneminde hala nakit akışlarında ve satışlarda azalma olmasına rağmen karlılığın bir nebze devam etmesi karlılığın hala pozitif sonuçlar vermesi anlamına gelmektedir. Piyasada meydana gelen değişimlere kapanan ve kendisini yenilemeyen firmaların satışlarında düşüslere ve mevcut piyasanın kaybedilmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla satışların düşmesi satışlarda negatif bir ilişkinin oluşmasına sebebiyet vermektedir. Bununla birlikte durgunluk aşamasında SMM hala düşüktür ancak gittikçe maliyet artışları yaşanmaktadır. Bunun nedeni nakit akışlarında meydana gelen azalmalar, yatırım fırsatlarının değerlendirilmemesi, piyasada meydana gelen değişimler, ürün çeşitliliğinin takip edilememesi ve firmanın pazar payının düşmesidir.

Düşme aşamasındaki firmaların karakteristiği incelendiğinde, karlılık, büyüklük ve satışların negatif ve anlamlı buna karşın SMM ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Firmaların durgunluk aşamasında farkında olsun veya olmasın yaptıkları hatalardan ve zamanında alınması gereken önlemlerden uzak olması düşüş aşamasına girmelerine sebebiyet vermektedir. Düşüş aşamasının en belirgin özelliği azalan büyüme oranları ile varlıkların verimliliğinin azalması, eskimesi ve tasfiye edilmesi nedeniyle yatırım faaliyetlerinden nakit girişlerinin artmasıdır (Wernerfelt, 1985). Bu aşamada satışların ciddi bir düşüş göstermesi aynı zamanda karlılığında düşmesine neden olmaktadır. Varlık verimliliğinin kalmamış ve özellikle yıpranmadan kaynaklı maliyetlerin artması SMM’nde artışlara neden olmaktadır. Bir taraftan üretim maliyetlerinin, diğer taraftan yönetim ve işgören maliyetlerinin artması firmanın artık düşüş aşamasına geldiğinin göstergesidir. Bu aşamada müşteri kaybı, pazar kaybı ve dışa dönük kararların alınamaması, ortakların firma ile ilgili beklentilerinin azalması firmanın feshine/iflasına kadar yol açan bir sürecin başlamasına neden olmaktadır. Dolayısıyla firma büyüklüğü, karlılık ve satışlar negatif sonuçlar verirken satışların maliyeti yükselmekte ve pozitif sonuçlar vermektedir. Firmanın negatif nakit akışları ödemelerin yapılamamasına, iç kaynaklara yönelmesine ve firmanın sürdürülebilirliğinin mümkün olmamasına sonuç

olarak firmanın feshine sebep olmaktadır. Bu durumda firmanın ölümü gerçekleşmektedir.

Regresyon Analizi Sonuçları

Tablo 3.5. Regresyon analizi sonuçları 1

	BAĞIMLI DEĞİŞKEN: KVKYK				
	1	2	3	4	5
SABİT	,123***	,148***	,135***	,153***	,145***
GİRİŞ	,082***				
BÜYÜME		,018			
OLGUNLUK			-,079***		
DURGUNLUK				-,019	
DÜŞÜŞ					,020
KARLILIK	-,335***	-,348***	-,339***	-,348***	-,348***
BÜYÜKLÜK	,070***	,058***	,072***	,059***	,062***
SATIŞ	,454***	,453***	,463***	,452***	,455***
STMM	,001	,007	,003	,005	,004
DURBIN WATSON	1,982	1,988	1,983	1,988	1,990
F DEĞERİ	175,442	170,416	175,031	170,446	170,471
DÜZ. R ²	0,292	0,286	0,291	0,286	0,286
GÖZLEM SAYISI	2114	2114	2114	2114	2114

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

Tablo 3.5’de sermaye yapısı göstergesi olarak kullanılan Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklara (KVKYK) ilişkin regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Tablo sonuçları bir bütün olarak incelendiğinde KVKYK ile Giriş dönemi arasında pozitif buna karşın Olgunluk dönemi ile negatif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlılığın olduğu görülmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynak ile giriş evresi arasındaki pozitif ilişki, firmaların yaşam aşamasının ilk yıllarında finansal ihtiyaçlarını daha fazla yabancı kaynaklardan elde etmelerinden kaynaklanmaktadır (Grabowski ve Mueller, 1975). Giriş evresinde firmaların likidite açısından en düşük düzeyde olması, nakit akışlarını sağlayabilecek birimlerin azlığı, karlılığın düşük olması ve finansman ihtiyacının yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla firmanın giriş evresinde cari ve asit test oranlarının diğer evrelere göre en düşük düzeyde olması görülmektedir. Giriş aşamasındaki firmalar yatırım faaliyetlerinden dolayı yüksek oranda nakit çıkışlarına ve aynı zamanda finansal faaliyetleri dolayısıyla yüksek düzeyde nakit girişlerine maruz kalırlar. Firmaların giriş aşamasında yatırım

ve faaliyetlerindeki büyümeye yönelik harcamaları finansal sıkıntı ile karşılaşmalarına (Anthony ve Ramesh, 1992) aynı zamanda bu finansman ihtiyaçlarını gidermek için daha yüksek maliyetlere katlanmak zorunda kalmalarına sebep olmaktadır. Firmalar finansal sıkıntılarını aşabilmek için dış kaynaklara başvurdıkları sıkça görülen bir durumdur (Javanovic,1982; Jensen, 1986). Firmalar yaşam döngüsünün başlangıç, büyüme ve düşüş evrelerinde genel olarak sınırlı kaynaklara sahiptir ve bu dönemlerde agresif bir işletme sermayesi yönetimini benimseyebilirler (Wang vd., 2020).

Yabancı kaynaklardan elde edilen finansal ihtiyaçların firmanın ilk yıllarında daha çok kısa vadeli olmasının sebebi ise firmanın kuruluş ve/veya piyasaya ilk girişlerinde yüksek risk altında kalmalarından kaynaklanmaktadır. Hassan vd. (2015), Dickinson (2011) çalışmalarında firmaların giriş ve büyüme evrelerinde daha az tanınmasından, daha az analist tarafından takip edilmesinden dolayı ortaya çıkan bilgi asimetrisi sorununun aynı zamanda sermaye maliyetlerini arttıracaklarını vurgulamışlardır. Bu çalışmalarda dikkat çeken bir diğer unsur ise giriş ve büyüme evresinde firmaların teknolojik, insan ve fiziki kaynaklarının yeterli düzeyde olmadığından dolayı önemli derecede risk altında olduklarıdır. Firma hakkındaki bilgi asimetrisi, kredi sağlayan kurumların bu firmalar için kredi tayinlaması yoluna gitmelerine sebebiyet vermektedir. Kredi kurumları kredi faiz oranlarını yüksek tutarak kredi arz ve talebine denkleştirmek yoluyla yaptıkları kredi tayinlaması firma hakkında yeterli bilgi sahibi olmadıklarından ortaya çıkan bilgi asimetrisinin varlığı sebebiyledir (Jaffe ve Russell, 1976; Stiglitz ve Weiss, 1981). Firmaların büyüme fırsatları arayışı stratejilerinden (Shyu ve Chen, 2009) kaynaklanan yüksek miktardaki borçlanma isteği firmayı dış kaynak bulmaya zorlamaktadır. Black (1998a)'e göre firmaların giriş aşamasında üretim kaynaklarını daha çok yeni ürün geliştirmeye yönlendirmektedirler. Dolayısıyla bu dönemde işletmelerin yeterince ipotek edilebilecek varlıkları bulunmadığından borçlanma konusunda sıkıntılarla karşılaşmaktadırlar. Bu durum firmaların uzun vadeli ipotek karşılığı borçlanma imkânları bulunmadığından kısa vadeli ve yüksek maliyetli borçlanmaya başvurmalarına sebep olmaktadır.

Giriş aşamasında bir firmanın henüz yeterli düzeyde varlıklarının olmaması uzun vadeli borçlanmasını zorlaştırmaktadır. Borç verenler açısından bakıldığında, giriş aşamasında olan firmaların ipotek edecek kadar yeterli varlıklarının olmaması,

ya da yeterince piyasada tanınmaması, borcun geri ödenmesi bakımından büyük bir risk teşkil edeceği açıktır. Yaşam döngüsü evrelerini üç aşamalı olarak ele alan çalışmalar (Anthony ve Ramesh, 1992; Frielinghaus, 2005; La Rocca vd. 2011; Keasey vd. 2015; Castro vd. 2015; Ahsan vd. 2016) giriş ve büyüme evreleri tek bir evre olarak ele alınmaktadır. Giriş ve büyüme evrelerinde işletmelerin sermaye yapısını oluşturan borç ve öz kaynak seçimlerinde finansal hiyerarşi teorisine uygun olarak öncelikle iç kaynaklardan finansal ihtiyaçların karşılanması, yeterli iç kaynağa sahip olunmaması durumunda dış borçlanmaya başvurulması esas itibarıyla kabul görmüş bir teoridir. Bu nedenle borç verenler firmaya kısa vadeli finansman imkânı sağlamaktadır. Bu durum Tablo 3.4'te KVK ile Giriş evresi arasında pozitif bir ilişkinin olduğu ve bu ilişkinin daha önce yapılmış olan çalışmalarla uyumlu olduğu gözlemlenmiştir. İktisat teorisi, büyüme aşamasındaki firmaların rekabet avantajı elde etmek ve pazara erken giriş yapmak için erken yatırımlar yaptığını öne sürer. Firma olgunlaştıkça yeni yatırımları kesecek, riskli ve yenilikçi yatırımları azaltacaktır (Wernerfelt, 1985). Firmalar büyüme fırsatları elde ettiklerinde ve diğer aşamalara geçişlerini sağladıklarında borçlanmanın şekli ya uzun vadeli dış borca ya da iç kaynaklara evrilmektedir.

KVK olgunluk dönemi ile olan negatif ve anlamlı bir ilişkinin olması, firmanın giriş döneminde yaptığı yatırımların ve bunun sonucunda elde ettiği varlıkların işletmenin ihtiyaçlarını karşılar düzeyde olduğundan, maliyeti nispeten yüksek olan ve ödemesi kısa zamanda gerçekleşecek olan KVK başvurmamaları ya da nadiren başvurmalarından kaynaklanmaktadır. Dickinson (2011)'na göre giriş aşamasındaki firmalar yavaş yavaş sabit varlıklarını biriktirmektedirler, bu dönemde elde edilen varlıklar daha sonra ürünün üretimine, satışına ve pazarlamasına yönelik varlıklara dönüşebilmektedir (Stckney, 1989). Dolayısıyla, işletmelerin yatırımlarını yeterli düzeye ulaştırmaları halinde artık KVK başvurmaları gerekmemekte ya da kısa vadeli borçlanmaya nadiren başvurmaktadır. Çünkü kısa vadeli borçlanmanın hem maliyetinin yüksek olması hem de işletme üzerindeki borç ödeme baskısının fazla olması firmaları olgunluk döneminde daha çok iç kaynakları kullanmaya teşvik etmektedir. Olgun firmaların yeni projeleri finanse etmek için yeterli fonlarının olduğu ve gelecekle ilgili planlamalarda kullanabilecekleri dağıtılmamış karlar şeklinde fazladan sermayeye sahip olmaktadır (Wang vd., 2020).

Olgunluk aşamasında firmaların varlıklarını etkin bir şekilde kullandıkları, kazancın en yüksek olduğu ve faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışlarının önceki evrelere göre yüksek olduğu evredir. Böylece firmalar olgunluk aşamasında yatırım yapmaktan çok, iş stratejilerini geliştirme, pazar paylarını arttırma, mevcut karlılıklarını koruma, rekabet koşullarına ayak uydurma ve üretim maliyetlerini en aza indirme çabası içindedirler (Wernerfelt, 1985). Bundan dolayı firmalar finansman ihtiyaçlarını daha çok otofinansman yoluyla karşılamaktadırlar. Bu durum finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Olgunluk evresinde giriş evresinden farklı olarak firma için asimetrik bilginin en aza indiği bir evre olması nedeniyle firmaların daha çok hisse senedi çıkarma şekliyle finansal ihtiyaçlarını karşıladıkları yapılan çalışmalarda ortaya çıkmaktadır. Tablo 3.4'te KVK ile olgunluk dönemi arasında ortaya çıkan negatif ilişkinin istatistiksel olarak %1 anlamlı olması ülkemizde Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren firmaların finansal hiyerarşi teorisine uygun bir şekilde davrandığını göstermektedir.

Yaşam evresinin diğer dönemleri ile KVK arasında istatistiksel bir anlamlılık söz konusu değildir. Tüm modellerde KVK ile Karlılık arasında negatif, buna karşın Büyüklük ve Satış kontrol değişkenleri ile pozitif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 3.6. Regresyon analizi sonuçları 2

	BAĞIMLI DEĞİŞKEN: UYK				
	6	7	8	9	10
SABİT	-,280***	-,278***	-,280***	-,274***	-,276***
GİRİŞ	,016				
BÜYÜME		,017			
OLGUNLUK			-,025		
DURGUNLUK				-,017	
DÜŞÜŞ					-,002
KARLILIK	-,254***	-,256***	-,253***	-,256***	-,256***
BÜYÜKLÜK	,319***	,317***	,321***	,317***	,317***
SATIŞ	-,241***	-,240***	-,238***	-,241***	-,242***
STMM	,015	,017	,015	,015	,016
DURBİN WATSON	1,959	1,961	1,959	1,961	1,960
F DEĞERİ	122,525	122,744	122,752	122,567	122,362
DÜZ. R²	0,223	0,223	0,223	0,223	0,223
GÖZLEM SAYISI	2114	2114	2114	2114	2114

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

Tablo 3.6’de sermaye yapısı göstergesi olarak kullanılan Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklara (UVYK) ilişkin regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Tablo sonuçları bir bütün olarak incelendiğinde UVYK ile Giriş ve Büyüme yaşam döngüsü evreleri arasında pozitif buna karşın Olgunluk, Durgunluk ve Düşüş Yaşam evreleri arasında negatif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Ancak bu ilişkiler istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır. Tüm modellerde UVYK ile Karlılık ve Satış arasında negatif, buna karşın Büyüklük kontrol değişkeni ile pozitif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 3.7. Regresyon analizi sonuçları 3

	BAĞIMLI DEĞİŞKEN: OZKYN				
	11	12	13	14	15
SABİT	1,157***	1,130***	1,145***	1,121***	1,131***
GİRİŞ	,077***				
BÜYÜME		-,029			
OLGUNLUK			,081***		
DURGUNLUK				,026	
DÜŞÜŞ					-,015
KARLILIK	,434***	,446***	,437***	,446***	,446***
BÜYÜKLÜK	-,251***	-,245***	-,259***	-,245***	-,247***
SATIŞ	-,225***	-,226***	-,235***	-,224***	-,226***
STMM	-,010	-,017	-,012	-,013	-,013
DURBİN WATSON	2,019	2,025	2,018	2,026	2,026
F DEĞERİ	170,051	166,091	170,375	165,956	165,584
DÜZ. R²	0,286	0,281	0,286	0,281	0,280
GÖZLEM SAYISI	2114	2114	2114	2114	2114

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

Tablo 3.7’de sermaye yapısı göstergesi olarak kullanılan Öz kaynaklara (OZKYN) ilişkin regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Tablo sonuçları bir bütün olarak incelendiğinde OZKYN ile Giriş ve Olgunluk dönemi arasında pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlılığın olduğu görülmektedir. Bulgularda ortaya çıkan sonuçlara göre firmaların kuruluşlarında/ilk yıllarında özkaynaklara ağırlık verdikleri yapılan tüm çalışmalarda ortaya çıkmaktadır. Özellikle özkaynak kullanımı giriş aşamasında önemli bir etken olarak firmanın yaşam döngüsündeki evreleri nasıl geçireceği konusunda belirleyici unsur olmaktadır. Firmaların giriş evresinde finansman kaynağı olarak özkaynağa dayalı bir başlangıç/kuruluşu önemsendiği gözlemlenmektedir. Firma yaşam döngüsünü üç aşamalı olarak inceleyen

araştırmalarda (giriş ve büyüme aşamalarının tek aşama olarak ele alan çalışmalar) büyüme evresinde firmaların özkaynaklarına daha çok önem verdikleri gözlemlenmektedir. Bu firmaların ilk yıllarında büyüme/yatırım fırsatlarından faydalanabilmek için ilk önce özkaynaklarını kullandıkları, şayet özkaynakları varlıkların oluşmasında ve arzu edilen yatırımlarını gerçekleştirmede yetersiz kalırsa yabancı kaynaklara yöneldikleri iddia edilmektedir. Bu tezi ortaya atan Frank ve Goyal (2003) firmaların öz kaynaklarına öncelik vererek büyümeyi esas aldıkları ve finansal hiyerarşı teorisi olarak bilinen teoriye uygun davrandıkları tezini doğrular niteliktedir.

Olgunluk aşamasında firmaların nispeten daha kapsamlı olduğu için büyüme odaklı yeni projelerden ziyade varlıkların korunmasına yönelik yatırım yapma olasılıkları daha yüksektir. Bu nedenle firmalar finansal ihtiyaçları için, olgunluk dönemlerinde özellikle kısa vadeli borçlanmaya (zaruri durumlar dışında) pek başvurmadıkları, uzun vadeli borçlanmaya ise nadiren başvurdukları gözlemlenir. Bunun en önemli sebebi firmanın finansal ihtiyaçlarını karşılayabilecek ölçülerde özkaynağa sahip bir duruma gelmesidir. Yapılan analizlerin ölkemizde Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren firmaların özkaynak ağırlıklı olarak yatırım yaptıkları Tablo 3.7'deki OZKYN ile Giriş ve Olgunluk dönemleri arasındaki pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyindeki anlamlı sonuç vermesi finansal hiyerarşı teorisini desteklemektedir. Ayrıca Tablo 3.5'te ortaya çıkan sonuca göre firmaların KVK ile Giriş evresi arasındaki istatistiksel olarak pozitif ilişkinin varlığı, giriş evresinde varlıkların oluşumunu sağlamak için özkaynakların yetersiz kaldığı ve bu nedenden dolayı dış kaynaklara ihtiyaç duyduğunu göstermektedir. Firmaların dış kaynaklardan faydalanabilmek için çeşitli kriterlere sahip olması firmanın borçlanma kabiliyetini ortaya koymaktadır. Bu kriterlerin en önemli göstergesi firmaların sahip oldukları varlıkları, piyasada tanınırlığı ve pazar payının ölçüsüdür. Giriş aşamasında bunlardan yoksun olan firmalar daha düşük maliyetli dış kaynak elde etmede yetersiz kalabilmektedir. Bu durum firmaları daha çok KVK'a yöneltmekte ve nispeten daha yüksek maliyetli borçlanmaya itmektedir.

Firmalar giriş aşamasında yeterli yatırım potansiyeline ve varlık birikimine sahip olması durumunda dış kaynaklardan faydalanmayı bırakabilmektedir. KVK ile giriş evresi dışındaki tüm evrelerde negatif bir ilişkinin olduğu, aynı zamanda UVK ile tüm evreler arasında ortaya çıkan negatif ilişkinin dış kaynağa başvurulmadığını

veya çok ihtiyaç olmadığı dönemlerde dış kaynaklardan faydalanılmadığını gösterir niteliktedir. Bu durum firmaların yeterince likit kaynaklara sahip olmaları halinde dış kaynak ihtiyacı duymayabilirler (Kaur ve Roa, 2009). Ülkemizde faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'a kayıtlı olan firmaların dış kaynaklardan yeterince faydalanma yoluna gitmedikleri yapılan araştırmaların istatistiksel sonuçlarına göre ortaya çıkmaktadır. Buna karşılık daha önce farklı ülkelerde yapılan çalışmalarda dış kaynaklardan faydalanan firmaların bir taraftan asimetrik bilgi teorisi diğer taraftan vergi avantajı teorilerinin ileri sürdüğü görüşler doğrultusunda hareket ettiğini göstermektedir. Bilgi asimetrisi teorisine göre bilginin eksik olması, sermaye yapısını etkilemektedir. Myers ve Majluf (1984) yaptıkları çalışmada bilgi asimetrisinin yüksek olması firmanın piyasada işlem gören hisse senetlerinin yanlış/düşük fiyatlandırılmasına sebebiyet verebileceğini ileri sürmüşlerdir. Bilgi asimetrisinin sonucu potansiyel yatırımcıların hisse senetlerine düşük fiyat vererek kalitesiz firmaları fonlamaktan oluşabilecek zararlarını en aza indirmek düşüncesini doğurmaktadır. Dolayısıyla firmalar hisselerden bekledikleri finansmanı sağlayamamaları sonucunda ya iç fonlara yönelmekte ya da dış kaynaklı fonlara yönelebilmektedirler. Bu durumda piyasa algısı firmanın yeni bir projenin başlangıcı gibi algılanarak tahvil ihracı veya doğrudan borçlanması olumlu karşılanabilmektedir (Seyh, 1986; Noe, 1988; Harris ve Raviv, 1990). Modigliani ve Miller (1963) daha önceki çalışmalarına (1958) vergi dâhil ederek revize ettikleri çalışmalarında firmaların borçlanma yoluyla elde ettikleri vergi avantajını gündeme getirmişlerdir. Bu çalışmada borçlanmanın vergi avantajı sağlaması açısından faydalı olacağı *“borcun vergi avantajı firma değerini artırırken sermaye maliyetini azaltır”* kanaatine varmışlardır.

De Angelo ve Masulis (1980) yaptıkları çalışmada borcun vergi kalkınının firma değeri üzerindeki olumlu etkisini kanıtlayan bir sonuca varmışlardır. Vergi kalkını, işletmelerde borçlanma karşılığında ödenen faizin gider olarak vergi matrahından düşülmesi, yani vergi avantajı anlamında kullanılır ve borçlanmanın sermaye üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu gösterir (Harris ve Raviv, 1990). Masulis (1983) yaptığı çalışmada borcun takas tekliflerinin ve sermaye artırımının duyurulması durumunda hisse fiyatlarında %14 gibi bir artışın meydana geldiğini, buna karşılık borcun özsermaye ile değiştirilmesinin hisse senedi fiyatlarında %10 kadar bir azalmaya sebebiyet verdiğini tespit etmiştir. Bu araştırmaya göre borcun

vergi kalkanı olarak ifade edilen faiz giderlerinin vergi matrahından düşülmesi sonucunda bir vergi avantajı sağlanmaktadır. Vergi oranı yüksek firmalar bir taraftan borçlanma yoluyla finansman ihtiyaçlarını karşılarken diğer taraftan vergi avantajı sağlayarak karlılık üzerinde olumlu ve pozitif yönlü bir etki oluşturmayı hesap ederler (Miller, 1977; Taggart, 1980; Pozdena, 1987; Titman ve Wessel, 1988; Huang ve Song, 2004; Tortop, 2007).



SONUÇ

İnsanlar, diğer canlılar, ürünler, pazarlar ve hatta toplumlar, doğum, büyüme, olgunluk, yaşlılık ve ölüm gibi yaşam döngülerine sahiptir. Her yaşam döngüsü geçişinde tipik bir davranış kalıbı ortaya çıkmaktadır. Firmaların bu tipik davranışları, yöneticiler ve firma sahipleri için karar almada kolaylık sağlamaktadır. Firmanın daha uzun yıllar hayat seyrinin devamı alınan bu kararlara bağlıdır. Fark edilmese de her bir kararın firmanın yaşam döngüsündeki evresinin belirlenmesinde ve firmanın gelecek için beklentilerinin karşılanmasında büyük önem arz etmektedir.

Firmaların ilk kuruluş yıllarındaki dinamikliği ve itici güç olarak genç, hareketli ve çalışkanlık durumunu büyüme evresinde de sürdürebilmesi firmanın olgunluk aşamasına geçişini kolaylaştırmakta ve olgunluk aşamasında kuruluş ve büyümede harcanan eforun karşılığı olarak firmanın yatırım, finansman ve faaliyetlerde hedeflerine ulaşması anlamına gelmektedir. Firmaların bu hedefleri arasında stratejik olarak sürdürülebilirliğini koruyacak önlemleri alması, mevcut kazanımlarını koruması ve zaman zaman önemli projeleri değerlendirmesi gerekli olabilmektedir. Firmanın, finansal, sosyal, çevresel ve etik açıdan uzun vadeli değer sağlaması şeklinde yorumlanabilecek sürdürülebilirliğini koruması düşüş aşamasını geciktirerek uzun yıllar devam etmesi bir taraftan firma sahipleri için diğer taraftan firma yöneticileri/çalışanları açısından çok önemlidir. Özellikle son zamanlarda meydana gelen finansal krizlerin etkisi firmaların yaşam döngülerinde olan evrelerin yaşanması bakımından bir farklılık oluşturabilmektedir. Finans, yatırım ve faaliyetlerini iyi planlayan firmalar aynı zamanda firmaya değer kazandıran projelere yönelmesi, yeni projeler üretmesi, her an inovasyon ve girişimcilik ruhunu tazelemesi firmayı düşüş aşamasına daha uzun yıllar gelmemesini sağlayacaktır. Bu aynı zamanda firmanın olgunluk aşamasından yeniden büyüme aşamasına geçmesi şeklinde de tanımlanabilmektedir. Firma yaşam döngüsü her ne kadar insanın yaşam döngüsüne benzetilse de, firmaların yaşam döngüsü insanlarınki gibi sıralı ve rutin bir aşama şeklinde görülmemelidir. Her bir firmanın içinde bulunduğu yaşam evresinden herhangi bir yaşam evresine atlaması veya önceki bir aşamaya geri dönmesi mümkün olabilmektedir. Henüz giriş aşamasına başlamış olan bir firmanın düşüş aşamasına geçebileceği gibi, düşüş aşamasındaki bir firmanın yeniden büyüme aşamasına geçmesi de mümkün olabilmektedir.

Firmaların sermaye yapısı, firmanın öz sermayesi ve borç finansmanı karışımı olarak tanımlanmaktadır. Firmaların çeşitli kombinasyonlarda farklı türde menkul kıymet ihracıyla veya kreditorlerin sağladığı fonlarla sermaye yapısını farklılaştırabilmektedir. Aslında tüm firmaların temel amacı mümkün olan en düşük toplam sermaye maliyeti ile en uygun borç ve öz sermayenin karışımından faydalanarak optimal sermaye yapısını oluşturmaktır. Optimal sermaye yapısı, sermaye yapısını meydana getiren borç ve öz sermayenin farklı oranlarda bileşiminden firma değerinin maksimize edilmesini sağlayacak karışımı bulmaktır.

Son zamanlarda ortaya çıkan ve pandemi ile yaşanan finansal krizlerin ortaya çıkardığı önemli bir sorun, firmaların finansal sürdürülebilirliğini devam ettirebilmeleridir. Firmalar ihtiyaç duydukları finansmana ulaşamamak veya ulaşılabilir finansmanın yüksek maliyetli olması nedeniyle finansal açıdan ciddi sıkıntıyla karşı karşıya kalmasına sebep olmaktadır. Dolayısıyla firmaların herhangi bir dış kaynağa gereksinim duymaksızın operasyonel ve finansal açıdan kendi kendine yeterli olması durumunu doğurmaktadır. Finansal yeterlilik ya da finansal sürdürülebilirlik firma için olduğu kadar, toplumsal bir değeri de vardır. Her firma bir ilişkiler ağının parçasıdır, örneğin, iş ilişkileri, tedarikçi ilişkileri, satış ilişkileri, müşteri ilişkileri, finans kurumları ilişkileri, vergi ve hukuki yönden devlet ilişkileri, sosyal ilişkiler vb. gibi. Bu nedenle bir firmanın içindeki herhangi bir finansal sorun, doğrudan ilişkili sosyo-ekonomik sistemini ve ardından uzun vadede sürdürülebilirliğini etkileyebilmektedir. Aslında firmanın finansal açıdan yeterliliği arzu edilen bir durum olmakla birlikte, firmanın yaşam döngüsündeki ilk evrelerde bu pek mümkün olmamaktadır. Özellikle kuruluşun ve onu takip eden büyüme evresinde yatırım, faaliyet, finansman, pazarlama ve yönetim kararları gibi firmanın gelecekteki ekonomik ve sosyal statüsünü belirleyecek kararların alındığı evreler olarak büyük önem arz etmektedir. Bu aşamada yapılan hatalar firmanın gelecekteki piyasa pozisyonunu önemli ölçüde etkilemektedir. Bu nedenden dolayı firma yaşam döngüsünün her bir evresinin firma için önemli olduğunun bilinmesi ve karar alma sürecinde, firma yaşam döngüsü evresinin gerektirdiği şartlara göre firmanın sonraki yaşamına nasıl devam etmesi arzulanıyorsa bu doğrultuda planlamanın yapılması firma ve firmayla ilişkili olanlar için yararlı olacaktır.

Bir firmanın temel kaynağı, varlıkları tarafından üretilen nakit akışlarıdır. Firmanın tamamen adi hisse senedi ile finanse edilmesi durumunda, tüm bu nakit akışları hissedarlara ait olması anlamına gelmektedir. Ancak firma hem özsermaye hem de borçla finanse edildiğinde, nakit akışları bir kısmı ortaklara giderken diğer kısmı kreditorlere gidecek ve böylece nakit akışları ikiye bölünecektir. Bir firma istediği zaman sermaye yapısında değişiklik yapabilmektedir. Örneğin bir firma bazı tahvilleri ihraç ederek borç-özsermaye oranını artırabileceği gibi, hisse senedi çıkararak borç-özsermaye oranını düşürebilir ve böylece firma sermaye yapısını değiştirerek sermaye yeniden yapılandırılabilir.

Firma yaşam döngüsünün ilk evrelerinde firmaların hedefledikleri yatırımların yapılmasında yeterli düzeyde öz sermayelerinin olmadığı ve bu nedenle daha çok dış borçlanma yoluyla ihtiyaç duydukları finansman kaynağını elde ettikleri ortaya çıkmaktadır. Sermaye yapısının borç-öz kaynak karışımının ne miktarda ve ne kadar olması gerektiği konusunda standart bir veri mevcut olmamakla birlikte bu karışımın optimal sermaye yapısı olarak adlandırılan yöntemle gerçekleştirilmesi firmanın sermaye yapısından maksimum ölçüde faydalanmasını mümkün kılabilir.

Çalışmamızda, beş yaşam döngüsü aşamasında (giriş, büyüme, olgunluk, durgunluk ve düşüş) Borsa İstanbul'da işlem gören ve finansal olmayan 294 firmanın 8 yıllık (2013-2020) verilerinden faydalanılarak regresyon ve korelasyon analizi yardımıyla firma yaşam döngüsünün sermaye yapısı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Firmaları yaşam döngüsü aşamalarına sınıflandırmak için Dickinson (2011) metodolojisi kullanılarak sermaye yapısını oluşturan üç bağımlı değişkenin (KVYK, UYVK ve ÖZKAYNAK) beş yaşam aşamasını göz önünde bulundurarak sabit etkisi olan denklemler tahmin edilmeye çalışılmıştır. Dickinson (2011)'nın geliştirdiği yöntemin kullanılmasının nedenleri arasında son zamanlarda en çok kullanılan yöntem olmakla birlikte, bizi en çok etkileyen nakit akış örüntüsünün manipüle edilemeyen sağlam sonuçlara dayandırılabilmesidir. Firma yaşam döngüsünde kullanılabilen birçok değişken mevcuttur. Literatürde bu değişkenlerin birçoğu kullanılmıştır. Bu çalışmada nakit akış örüntüsünden faydalanmayı ülkemizin de içinde bulunduğu az gelişmiş ülkelerin şartlarında daha uygun olduğunu düşündüğümüzden dolayı. Örneğin firmanın yaşı, temettü dağıtımı veya karlılık ölçü olarak alındığında objektif sonuçların alınmasında sorunlar olabileceği düşünülmektedir. Firma yaşı belirleyici

olarak kullanıldığında, eskiden beri faaliyet gösteren bir firmanın hala dinamik ve genç bir firma gibi giriş veya büyüme aşamasında olan bir firma olabileceği gibi, henüz giriş aşamasında olmasına rağmen düşüş aşamasına sıçrayıp yok olmaya aday firmalarda olabilmektedir. Aynı şekilde temettü dağıtımının esas alınması durumunda, firmaların ilk yıllarında temettü dağıtmadığı, ihtiyaç duyulan finansmanın otofinansman yoluyla dağıtılmayan karlardan karşılandığı bilinen bir gerçektir. Diğer taraftan firmanın yönetim kurulunun teklifi ve genel kurulun kabul etmesi ile gerçekleşen temettü dağıtımında başka bir zorlayıcı unsur olmadığı için ortakların oy oranının fazlalığı temettü dağıtımını kararlaştırmaktadır. Bu ise objektif sonuçlar vermeyebilmektedir. Karlılık ise tüm analizlerde özellikle firma performansının belirlenmesinde vazgeçilmez bir değişken olarak kullanılmaktadır. Ancak yüksek vergi yükünden dolayı karlılık manipülasyona açık bir değişkendir. Ayrıca yüksek karlar sağlayan bazı firmaların bir anda dağıldığını görmek mümkündür. Sadece karlılık yeterli bir etken olmadığı, yüksek kar sağlayan ancak pazarda tutunamadığı için düşüşe sürüklenen birçok işletmenin olduğu açıktır. Nakit akış değişkenlerinin aynı zamanda sermaye yapısı üzerinde firma yaşından daha etkili sonuçlar verdiği, yaşam döngüsü aşamaları arasındaki geçişin sermaye yapısı üzerindeki önemli bir rolünün olduğu tespit edilmiştir. Bütün bu nedenlerden dolayı firma yaşam döngüsü yöntemlerinden biri olan Dickinson (2011) tarafından geliştirilen ve nakit akım tablosu verilerine dayandırılan yöntem tercih edilmiştir.

Çalışmada analiz için SPSS programından faydalanılarak regresyon analizi uygulanmış ve bu analiz sonucunda elde edilen istatistiki bulgular; KVK ile firma yaşam döngüsü evreleri arasında, giriş dönemi ile pozitif ve anlamlı sonuç elde edilirken diğer yaşam döngüsü evreleri olan büyüme, olgunluk, durgunluk ve düşüş evrelerinde negatif bir ilişki bulunmuştur. Ancak bu negatif ilişkinin sadece olgunluk döneminde istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. UVK kaynaklar ile firma yaşam döngüsü evreleri arasında giriş ve büyüme evreleri ile pozitif, olgunluk, durgunluk ve düşüş evreleri arasında ise negatif bir ilişki bulunmuştur. Bu negatif ilişkinin olgunluk aşamasında istatistiksel açıdan anlamlıdır. Giriş ve büyüme evrelerinde bulunan pozitif ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. ÖZKAYNAK ile firma yaşam döngüsü evreleri arasında giriş ve büyüme dönemlerinde negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Firma yaşam döngüsünün

diğer evreleri ile pozitif bir ilişki söz konusudur. Giriş dönemindeki negatif ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. ÖZKAYNAK ile olgunluk evresi arasındaki pozitif ilişkinin de istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Firmanın sahiplik yapısı genel olarak ele alındığında KVK, UVK ve ÖZKAYNAK ile kontrol değişkeni olarak kullanılan Karlılık arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu, buna karşılık Büyüklük ile ÖZKAYNAK arasında ise pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Firma karakteristiğine ilişkin sonuçlar incelendiğinde, giriş aşamasında bulunan firmaların karlılık ve büyüklüğünün negatif ve anlamlı olduğu buna karşılık SMM ile pozitif ve anlamlı olduğu görülmektedir. Büyüme aşamasında karlılık ve büyüklüğün pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmadığı, buna karşın satışlar ve SMM negatif ve anlamlı olduğu ortaya çıkmıştır. Olgunluk aşamasında karlılık, büyüklük ve satışların pozitif, SMM ise negatif ve anlamlıdır. Durgunluk aşamasında karlılık ile pozitif ancak anlamlı olmayan, buna karşın büyüklük, satışlar ve SMM ile negatif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Düşme aşamasındaki firmaların karlılık, büyüklük ve satışların negatif ve anlamlı buna karşın SMM ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Çalışmamızın literatürde geçen benzer çalışmalarla (Spence, 1977-1979-1981; Javanovic,1982; Wernerfelt, 1985; Jensen, 1986; Black, 1998a; Black, 1998b; Fairfield vd., 2003; Liu, 2006; Bushman vd., 2012; Salehnejat ve Shahiazar, 2014; Drobetz vd., 2015; Castro vd., 2015) uyumlu olduğu tespit edilmiştir.

Türkiye’de faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’a kayıtlı firmaların yaşam döngüsü dönemleri açısından bakıldığında en çok olgunluk döneminde oldukları gözlemlenmiştir. Yapılan araştırmada kullanılan 8 yıllık (2013-2020) 294 firma ve 2114 firma yılı verilerinden hareketle ülkemizdeki firmaların, 835 firma yılı ile olgunluk aşamasında, 472 ile büyüme, 403 ile giriş, 238 ile durgunluk ve 166 ile düşüş aşamasında olduğu anlaşılmaktadır.

Analizlerden elde edilen bir diğer sonuç ise ülkemizde faaliyette bulunan firmaların, Donaldson (1961)’ın ortaya attığı, Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilen ve birçok çalışmaya konu olan finansal hiyerarşi teorisine uyumlu davrandığı ortaya çıkmıştır. Firmaların finansal ihtiyaçlarını özellikle öz kaynaklardan

karşıladığı ancak ihtiyaç halinde dış kaynağa yöneldiği hiyerarşi teorisini destekler niteliktedir. Borçlanmanın, özellikle de dış borcun rekabet avantajlarından faydalanma noktasında yeterli bir çabanın harcanmadığı gözlemlenmiştir. Ekonomik çalkantıların ve piyasa koşullarının borçlanma üzerinde olumsuz etkisi olduğu düşünülmektedir. Oysaki iç veya dış borcun firmaya kazandıracağı olumlu etkiler ile sermaye yapısında daha esnek davranmayı sağlaması açısından borçlanmanın işletmeye ivme kazandıracağı da açıktır. Özellikle Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların dış borç elde etmeleri ve dış borç piyasasındaki rekabet avantajlarından faydalanmaları giriş ve büyüme aşamasındaki firmalar için önemli bir kaynak teşkil edecektir. Giriş ve düşüş aşamasında finansman ihtiyacı daha çok olması sebebiyle düşük faiz ve uzun vadeli dış kredilerden faydalanmaları firmanın piyasada tutunmasını sağlayacaktır. Dış finansmanın giriş aşamasındaki firmaların hayatta kalmasını sağlayacağı gibi, sonraki aşamalarda da kendilerini yenileme şansı verirken daha fazla gelişme potansiyeli sunar.

Ülkemizde işletmelerin sermaye yapısı üzerinde firma yaşam döngüsünün etkisini araştırmada yapılan ilk çalışmalardan biri olması nedeniyle literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmamızın en önemli sınırlılığı firmaların sektörel bazda incelenmemesidir. Bundan sonraki firma yaşam döngüsünün sermaye yapısı üzerine etkisini ölçecek çalışmalarda sektörel bazda ele alınması ve sektörlere göre firma yaşam döngüsünün sermaye yapısı üzerinde nasıl bir etkisinin olabileceğinin tespit edilmesi önerilmektedir.

KAYNAKÇA

- Abednazari, M. & Noravesh, I. (2013). A Study on Relationship Between Investment Opportunities and Earnings: A Corporate Life Cycle Investigation. **Management Science Letters**. 3(7), 2039-2048.
- Abd Al-Lateif, Y.S., ve Al-Debi'e M.M. (2019) Life Cycle Effect on Firm Capital Structure: Evidence From Jordan. **Jordan Journal of Business Administration An International Refereed Research Journal**. 15.04.2019, 445-465.
- Abdioğlu, N. ve Deniz, D. (2015). Borsa İstanbul'da İşlem Gören İmalat Sanayi Şirketlerinin Sermaye Yapılarının Firmaya Özgü Belirleyicileri. **Sosyoekonomi**, 23(26), 195-214.
- Acaravcı, S.K., (2004). **Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye'de Bir Uygulama**. Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Adizes, I. (1979). Organizational Passages-Diagnosing and Treating Lifecycle Problems of Organizations. **Organizational Dynamics**, 8(1), 3-25.
- Aharony, J., Falk, H., Yehuda, N., (2006). Corporate Life Cycle And The Relative Value-Relevance of Cash Flow Versus Accrual Financial Information. **Working Paper, CiteSeer**.
- Ahmad, Z., Abdullah, N.M.H. & Roslan, S. (2012). Capital Structure Effect on Firms Performanca: Focusing on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms. **International Review of Business Research Papers**, 8(5): 137-155.
- Ahmadinia, H., Afrasiabishani, J. & Hesami, E., (2012). A Comprehensive Review on Capital Structure Theories. **Romanian Economic Journal**, 15(45): 3-26.
- Ahsan, T., Wang, M. & Qureshi, M.A., (2016). How do they adjust their capital structure along their life cycle? An empirical study about capital structure over life cycle of Pakistani firms, **Journal of Asia Business Studies**, 10 (3), 276-302
- Akat, Ö. (2003). **Uluslararası Pazarlama Karması ve Yönetimi**. Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 4. Baskı. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Akbar, A., Akbar, M., Tang, W. & Qureshi, M.A. (2019). Is Bankruptcy Risk Tied to Corporate Life-Cycle? Evidence from Pakistan. **Sustainability**, 11 (3), 678.
- Akerlof, G.A. (1970). The Market For Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism. **Quarterly of Economics**, 84(3), 488-500.
- Akgüç, Ö. (1998). **Finansal Yönetim**. İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 7. Baskı.
- Akgüç, Ö. (2010). **Finansal Yönetim**. İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 8. Baskı.
- Akinlo, O. (2011). Determinants of Capital Structure: Evidence from Nigerian Panel Data: **African Economic and Business Review**, 9(1), 1-16.
- Akkaya, G. C. (2008). Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Karlılık: İMKB'de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. 30,1-13.
- Akman, E. (2012). **Sermaye Yaisını Belirleyen İşletmeye Özgü Faktörler: İMKB'de İşlem Gören Sanayi Firmaları Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması**. Bülent

- Ecevit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Zonguldak, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Aksöyek, İ. ve Yalçiner, K. (2009). **Finansman Problemleri ve Açıklamalı Çözümler**, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Albayrak, A. ve Akbulut, R., (2008). Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme. **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 22, 425-445.
- Allen, D.E. (1991). The Determinants of The Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager's Perspective. **Australian Journal of Management**, 16(2), 103-128.
- Allen, F. & Gale, D. (1992). Stock-Price Manipulation, **The Review of Financial Studies**. 5(3), 503-529.
- Alsü, E. (2017). Sermaye Yapısının Karlılık Üzerindeki Etkisi: BİST-100 Üzerine Panel Vri Analizi. **Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 16 (2), 303-312.
- Altan, M. ve Arkan, F. (2011). Relationship Between Firm Value and Financial Structure: A Study On Firms In ISE Industrial Index. **Journal of Business & Economics Research**, 9 (9), 61-66.
- Amin, A. S., Bowler, B., Hasan, M. M., Lobo, G. J., & Tresi, J. (2020). Firm Life Cycle and Cost of Debt. **CERGE-EI Working Paper Series**, (665).
- Amin, M. S., Khan, H., Jaddon, I. A. & Tahir, M.,(2020). Capital Structure Theories and Speed of Capital Adjustment Towards Target Capital Structure Along Life Cycle Stages of Asian Manufacturing Firms. **Journal Of Accounting And Finance In Emerging Economies**, 6 (1), 53-62.
- Ansari, A. & Bideskan, M.S.S. (2012). Determinants of Capital Structure. **Society For Business Research Promotion**, 2 (2), 51-63.
- Anthony, J. & Ramesh, K. (1992). Association Between Accounting Performance Measures and Stock Prices. **Journal of Accounting and Economics**, 15(2), 203-227.
- Apak, S. ve Demirel, E. (2013). **Finansal Yönetim Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi**, İstanbul, Papatya Yayıncılık Eğitim, 2. Baskı.
- Aras, G. & Müslümov, A. (2004). Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. **İşletme, İktisat ve Finans Dergisi**, 222(1), 55-65.
- Ata, H.A. ve Ağ, Y. (2010). Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi, **Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, 11,45-60.
- Awan, A. & Amin, M.S. (2014). Determinants of Capital Structure. **European Journal of Accounting Auditing and Finance Research**, 2(9), 22-41.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2010). **Finansal Yönetim**, Ankara, Detay Yayıncılık. 2. Baskı.
- Ayrıçay, Y. ve Türk, V. (2014). Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST’de Bir Uygulama. **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 64, 53-70.

- Ayyıldız, G. (2010) *Mamul Yaşam Seyri Boyunca Maliyetleme ve Bir İşletme Uygulaması*. Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Baker, M. & Wugler, J. (2002). Market Timining and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Baldemir, E. ve Süslü, B. (2008). Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani-Miller Teoremi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23 (2), 259-268.
- Balyemez, F., Develi, E.İ. ve Bayazıt Şahinoğlu, D.Z. (2005). Ürün Yaşamı Sürecinde Üretimin Yeniden Yapılandırılması. *V. Ulusal Üretim Araştırmaları Sempozyumu*. 25-27 Kasım 2005:83-87. İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi.
- Bancel, F. & Mittoo, U.R. (2004). Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*, 103-132.
- Barbee, W.C., Mukherji, S. & Raines, G.A. (1996). Do Sales-Price and Debt-Equity Explain Stock Returns Better Than Book-Market and Firm Size? *Financial Analysts Journal*, 52 (2), 56-60.
- Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, 32(3), 663-682.
- Başaran, Ü. (2008). *İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi*. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Bauer, P. (2004). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence From The Czech Republic. *Czech Journal of Economics And Finance (Finance A Uver)*, 54(1-2), 2-21.
- Bayat, A. and Barzegar Noshahr, Z. (2018). The Effect of Firm Life Cycle on Corporate Policies, *Journal of Organizational Behavior Research*, 3 (2), 1-17.
- Beattie, V. Goodacre, A. & Thomson, S.J. (2006). Corporate Financing Decisions: UK Survey Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(9-10), 1402-1434.
- Berk, N. (2010). *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitapevi, İstanbul, 10. Baskı.
- Berkowitz, E., Kerin, R., Hartley, S. & Rudelius, W., (1997). *Marketing*. Times Mirror Kitapları, 5. Baskı.
- Bevan, A.A. & Danbolt, J. (2002). Capital Structure and Its Determinants in The UK- a Decompositional Analysis. *Applied Financial Economics*, 12(3), 159-170.
- Bhaduri, S.N. (2002). Determinants of Capital Structure Choice: A Study of The Indian Corporate Sector. *Applied Financial Economics*, 12 (9), 655-665.
- Bhandari, L.C. (1988). Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 43 (2), 507-528.

- Birgili, E. ve Düzer, M. (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama. **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 46, 74-83.
- Black, E.L. (1998a). Life-Cycle Impacts on The Incremental Value-Relevance of Earnings And Cash Flow Measures. **Journal of Financial Statement Analysis**, 4, 40-57.
- Black, E. L. (1998b). Which is More Value-Relevant: Earnings or Cash Flows? **Working Paper, Available at SSRN 118089**.
- Black, F. (1972). Capital Market Equilibrium With Restricted Borrowing. **Journal of Business**, 45(3), 444-455.
- Boone, I. & Kurtz, D. (1995). **Contemporary Marketing**. Dryden Press. 8. Baskı.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. **The Journal of Finance**, 56(1), 87-130.
- Bradley, M., Jarrell, G.A. & Kim, E.H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. **The Journal of Finance**, 39 (3), 857-878.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. & Marcus, A.J. (1997). **İşletme Finansının Temelleri**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1. Baskı.
- Brealey, R.A. & Leland, H.E., Pyle, D.H.,(1977). Infirmational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. **The Journal of Finance**, 32(2), 371-387.
- Brigham, E.F. (1999). **Finansal Yönetimin Temelleri**, Çeviren Özdemir Akmut ve Halil Sariaslan, Ankara Üniversitesi Yayınları, Yayın No:213.
- Buferna, F., Bangassa, F.& Hodgkinson, L. (2005), Determinants of Capital Strcture Evidance From Libya. **The University of Liverpool Research Paper Series**, No: 2005-08, 1-31.
- Burca, N. (2010). **Sermaye Yapısı ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişkinin Değişik Borsalarda Mukayeseli Olarak İncelenmesi**, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Burucu, H. ve Öndeş, T. (2016). Türk İmalat Sanayi Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi. **Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 6 (1), 201-225.
- Bushman, R., Smith, A. & Zhang, F. (2012). Investment Cash Flow Sensitivities Really Reflect Related Investment Decisions. Working Paper, University of North Carolina at Chapel Hill, **University of Chicago, Yale Universtiy**.
- Büyükmert, N. (2015). **İşletmelerde Sahiplik Yapısının Karlılık ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul’da Ampirik Bir Uygulama**. Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Balıkesir, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Büyüktortop, M. (2007). **Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB’de Bir Uygulama**. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

- Caner, S. (2011). *Ürün Yaşam Seyri Maliyetlemesinin Faaliyet Tabanlı Maliyetleme Temelinde Bir Örnek İşletme Uygulaması*. Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Canton, C., Müller, M. & Junior, M.M.R., (2019). Influencia da Gestao do Capital de Giro e do Ciclo de Vida Organizacionalna Rentabilidade. *XIX USP International Conference in Accounting. Sao Paulo*, 24 a26 de Julho de 2019. 1-17.
- Castro, P., Tascon, M.T. & Amor-Tapia, B., (2014). The Role of Life Cycle on the Firm's Capital Structure. *Pecunia El papel del ciclo de vida en la estructura de capital de la empresa.*, 131-155.
- Castro, P., Tascon, M.T. & Amor-Tapia, B., (2015). Dynamic Analysis of the Capital Structure in Technological Firms Based on their Life Cycle Stages. *Spanish Journal of Finance and Accounting*. 44(4), 458-486,
- Cemalcı, İ. (1999). *Pazarlama Kavramlar-Kararlar*. Tıpkı Baskı. İstanbul: Beta Yayınları.
- Cempakasari, E. P., Firdaus, M., & Hardiyanto, A. T. (2019). Dynamics of Firm's Capital Structure Along The Life Cycle of Indonesian Manufacturing Firms. *Indonesian Journal of Business and Entrepreneurship (IJBE)*, 5 (1), 21.
- Cevlani Öz, İ.M. (2014). *Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı Kararları: Borsa İstanbul'da İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir Uygulama*. Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İçel. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa, Ekin Basım Yayım Dağıtım. Gözden Geçirilmiş 10. Basım.
- Chandra, P. (2015). *Financial Management Theory and Practice*. Indian, Tata McGraw –Hill Education, 10e.
- Chen, J.J. (2004). Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies. *Journal of Business Research*, 57 (12), 1341-1351.
- Chen, J. & Strange, R. (2005). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructuring*, 38 (1), 11-35.
- Chen, L.H., Lensink, B.W. & Sterken, E. (1998). *The Determinants of Capital Structure: Evidence from Dutch Panel Data*. Graduate School/Research Institute Systems, Organisation and Management. University of Groningen.
- Chiarella, C., Pham, T.M., Sim, A.B. & Tan, M. (1992). Determinants of Corporate Capital Structure: Australian Evidence. *Pacific Basin Capital Markets Research*. 3,139-158.
- Chowdhury, G., Green, C. & Miles, D. (1994). UK Companies' Short-Term Financial Decisions: Evidence From Company accounts Data. *The Manchester School*, 62 (4).395-411.
- Colombo, E. (2001). Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Hungarian Firms. *Applied Economics*, 33 (13), 1689-1701.
- Correia, A.M.F.A. (2015). Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Non-Financial Listed French Firms. FEP Working Papers. *Research Work in Progress*. No: 566: 1-35.

- Correa, C.A., Basso, L.F.C. & Nakamura, W.T. (2007). What Determines the Capital Structure of the Largest Brazilian Firms? An Empirical Analysis Using Panel Data. *Journal of International Finance and Economics, Online Article*, 1 January 2007.
- Cortez, M.A. & Susanto, S. (2012). The Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Japanese Manufacturing Companies. *Journal of International Business Research*, 11(3), 121.
- Çağlayan, E. (2006). Sermaye Yapısı Bileşenleri: Kantil Regresyon Modeli. *İktisat İşletme ve Finans, Bilgesel Yayıncılık*, 21 (248), 66-76.
- Çağıl, G. (2001). *Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Yapısı*. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı. İstanbul, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Çiftçi, H.N. (2012) *Mamul Yaşam Dönemi Maliyetleme Yöntemi: Bir İşletme Uygulaması*. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Bilim Dalı, İstanbul, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice*, Wiley Series In Finance, 2nd Edition, ABD.
- DeAngelo, H. & Masulis, R.W. (1980). Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation. *The Journal of Finance*, 35 (2), 453-464.
- DeAngelo, H. & Masulis, R.W. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8 (1), 3-29.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R.M. (2006) Dividend Policy and The Earned/Contributed Capital Mix: A Test of The Life-Cycle Theory. *Elsevier, Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Dechow, P. & Ge, W. (2006). The Persistence of Earnings And Cash Flows And The Role of Special Items: Implications For The Accrual Anomaly. *Review of Accounting Studies*. 11, 253-296.
- Dechow, P., Kothari, S.P. & Watts, R. (1998). The Relation Between Earnings And Csh Fhows. *Journal of Accounting And Economics*. 25, 133-168.
- Deesomsak, R., Poudyal, K. & Pescetto, G. (2004). Teh Determinants of Capital Structure: Evidence From The Aia Pacific Region. *Journal of Mltinational Financial Management*, 14 (4), 387-405.
- DeMiguel, A. & Pindado, J. (2001). Determinants of Capital Structure: New Evidence From Spanish Panel Data: *Journal of Corporate Finance*. 7 (1), 77-99.
- Demir, Y. (2001). Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 6 (2), 109-130.
- Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1996). Stock Market Development And Financing Choices of Firms. *The World Bank Economic Review*, 10 (2), 341-369.
- Demirhan, D. (2009). Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 9 (2), 677-697.

- Deran, A. (2008). Stratejik Bir Karar Verme Aracı Olarak Yaşam Seyri Maliyet Analizlerinin Tedarik Sürecindeki Yeri ve Önemi. **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 17 (2), 465-484.
- Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as A Proxy For Firm Life Cycle. **The Accounting Review**, 86, 1969-1994.
- Dinçerkök, B. (2017). Sermaye Yapısı Kararlarında Firma Büyüklüğünün Rolü: BIST İmalat Sektörü Firmalarında Bir Uygulama. **İşletme Araştırmaları Dergisi**, 9 (2), 89-109.
- Dizdarlar, H.I., Okyay, U.Ç.A.N. ve Reyhan, C.A.N. (2013). 2008 Finansal Krizinin İşletmelerin Sermaye Yapısına Etkisi. **Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi**, 5(1), 311-320
- Doğan, M. (2013). Sigorta Firmalarının Sermaye Yapısı İle Karlılık Arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme. **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 57, 121-136.
- Doğan, M.O. (2015). **Sermaye Yoğun İşletmelerde Sermaye Yapısının Belirleyicileri ve Risk, Getiri ve Yatırım Kararları Üzerine Etkisi**. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Doğukanlı, H. ve Acaravcı, S. (2004). Türkiye’de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayiinde Sınanması. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Bilgesel Yayıncılık**, 19 (225), 43-57.
- Drobetz, W. & Fix, R. (2003). What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland. **WWZ Department of Finance**. Working Paper 4 (03), 51-75.
- Drobetz, W., Halling, M. & Schröder, H. (2015). Corporate Life-Cycle Dynamics of Cash Holdings. **Swedish House of Finance Research Paper**, (15-07).
- Dunk, A.S. (2004). Product Life Cycle Cost Analysis: The Impact Of Customer Profiling, Competitive Advantage and Quality of IS Information. **Management Accounting Research**, 15(4), 401-414.
- Durand, D. (1952). The Cost of Debt and Equity Funds for Business: Ternds and Problems of Measurement. **Conference on Research in Business Finance**. National Bureau of Ekonomic Research, New York. 215-220.
- Durukan, M. B. (1997). Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Sermaye - Yapısı Üzerine Bir Araştırma: 1990-1995. **İMKB Dergisi**, 1 (3), 75-91.
- Durukan, M.B. (1997). **İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması**. Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Easterbrook, F.H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of dividends. **The American Economic Review**, 74 (4), 650-659.
- Ege, İ. ve Bayrakdaroğlu, A. (2008). Sermaye Yapısının Cari Değer ve Verimlilik Üzerine Etkisi: Türk Sigortacılık Sektöründe Bir Uygulama. **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 22 (2), 379-395.

- Elitaş, B.L. & Doğan, M. (2013). Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İMKB Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 15 (2), 41-58.
- Ercan, M.K ve Ban, Ü. (2010). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Ankara, Gazi Kitapevi, 6. Baskı.
- Ergin, H. (1999). İşletmelerde Stratejik kararların Alınmasına İlişkin Bilgilerin Elde Edilmesinde Mamul Hayat Eğrisi Analizleri. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 1, 13-22.
- Esen, F.S., Öztürk, S.P. ve Esen, U.B. (2014). The Determinants of Capital Structure: An Application on Food Firms Quoted on Borsa İstanbul. *Journal of Economics Finance and Accounting*, 1(3), 173-183.
- Eugene F., Brigham., Michael C., Ehrhardt, (2005), *Financial Management: Theory and Practice*, Eleventh Edition, Ohio, ThomsonSouth-Western
- Brigham, E. F. & Ehrhardt, C. M. (2005). Financial Management: Theory and Practice (Eleventh Edition). *South-Western Cengage Learning, United States of America*.
- Mutura, E. (2020). *The relationship between business life cycle and capital structure of companies listed at the Nairobi securities exchange* (Doctoral dissertation, UoN).
- Fairfield, P., Whisenant, J.S. & Yohn, T. (2003). Accrued Earnings And Growth: Implications for Future Profitability And Market Mispricing. *The Accounting Review*. 78, 353-371.
- Fama, E.F. (1980). Agency Problems and The Theory of The Firm. *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288-307.
- Fama, E.F. & French, K. (1993). Common Risk Factors in Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33 (1), 3-56.
- Fama, E.F. & French, K. (2002). Testing Trade-off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15 (1), 1-33.
- Farrar, D. & Selwyn, L. (1967). Taxes, Corporate Financial Policy and Return To Investors. *National Tax Journal*, 20 (4), 444-454.
- Faulkender, M.W. (2002). *Essays in Empirical Corporate Finance*, Northwestern University, Evanston, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Feidakis, A., & Rovolis, A. (2007). Capital Structure Choice in European Union: Evidence From The Construction Industry 1. *Applied Financial Economics*, 17 (12), 989-1002.
- Ferri, M.G., & Jones, W.H. (1979). Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach. *The Journal of Finance*, 34 (3), 631-644.
- Fıratoglu, B. (2005). Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler. Ankara, *SPK Araştırma Raporu*, 18, 2005..
- Fischer, P.E. (1992). Optimal Contracting and Insider Trading Restrictions, *Journal of Finance*, 47(2), 673-694.

- Francis, J., Hanna, J.D., & Vincent, L. (1996). Causes And Effects of Discretionary Asset Write-Offs. *Journal of Accounting Research Supplement*, 34, 117-134.
- Frank, M.Z., & Goyal, V.K., (2003). Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- Frank, M.Z., & Goyal, V.K., (2007). Trade-off Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15 (1), 1-33.
- Frank, M.Z., & Goyal, V.K., (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38 (1), 1-59.
- Frielinghaus, A., Mostert, B., & Firer, C. (2018). Capital Structure and the Firm's Life Stage. *South African Journal of Business Management*, 36(4), 9-18.
- Friend, I., & Lang, L.H., (1988). An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Galai, D., & Masulis, R.W., (1976). The Option Pricing Model And The Risk Factor of Stock. *Journal of Financial Economics*, 3(1-2), 53-81.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A., (2005). The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1), 51-69.
- Gül, C.B., (2004). *Uluslararası Ürün Yaşam Eğrisi Teorisinin Uygulanabilirliğine İlişkin Ampirik Bir Araştırma*. Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Güleç, Ö.F. (2017). *Muhasebe Performansı İle Firma Yaşam Eğrisi Kavramı Arasındaki ilişki: Borsa İstanbul Uygulaması*. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İşletme Ana Bilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı, Ankara. Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Güleç, Ö.F. ve Karacaer, S. (2018). Corporate Life Cycle Theory and Accounting Performance: Borsa İstanbul Case. *The Journal of Accounting and Finance*, 265-279.
- Gülşen, A.Z. ve Ülkütaş, Ö. (2012). Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teoris ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8(15), 49-59.
- Güner, A. (2016). *Türkiye'deki İşletmelerde Sermaye Yapısı Belirleyicileri: BİST' de Bir Uygulama*. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir. Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Güngör, B., ve Dilmaç, M. (2020). Finansal Kriz Ortamlarında Sermaye Yapısının Bankaların Finansal Performanslarına Etkileri. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 85, 153-172.
- Gürsoy, C.T. (2008). *Finansal Yönetim İlkeleri*, İstanbul, Doğu Üniversitesi Yayınları, 2.Baskı.
- Gort, M., & Klepper, S., (1982). Time Paths in The Diffusion of Product Innovation. *Economic Journal*, 92, 630-653.

- Graham, J. (1996). Debt and the Marginal Tax Rate. *Journal of Financial Economics*, 41 (1), 41-73.
- Graham, J.R., & Harvey, C.R., (2001). The Theory And Practice of Corporate Finance: Evidence From The Field. *Journal of Financial Economics*, 60(2), 187-243.
- Grabowski, H.G., & Mueller, D.C., (1975). Life-Cycle Effects on Corporate Returns on Retentions. *The Review of Economics and Statistics*, 400-409.
- Grundströmer, E, & Gustafsson, J., (2007). *The Incentives Behind Capital Structure Decision – A Survey of The Swedish Market*. School of Economics And Management Lund University, Mater Thesis Spring, 2007.
- Habbe, H. (2002). Pengaruh Life-Cycle Perusahaan terhadap Incremental Value-Relevance Informasi Laba. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 1, 1-19.
- Harris, M., & Raviv A., (1990). Capital structure and the Informational Role of Debt. *The Journal of Finance*, 45 (2), 321-349.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46 (1), 297-355.
- Hassan, M.M., Hossain, M. & Habib, A. (2015) Corporate Life Cycle and Cost of Equity Capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11 (1), 46-60.
- Hassan, M.A. (2015). *Sermaye Yapısı ve Karlılığa Etkisi: Gıda Firmaları Üzerine Bir Çalışma*. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Eskişehir, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Hasan, M. M., Lobo, G. J., Amin, A. S., & Tresl, J. (2018, July). Firm life cycle and loan contract terms. *In 31st Australasian Finance and Banking Conference*.
- Hatipoğlu, Z. (1986) *İşletmelerde Stratejik Yönetim*. İstanbul: Temel Araştırma A.Ş. Yayınları No:44. Mct-Er Matbaası
- Haugen, R.A., & Senbet, L.W. (1978). The Insignificance of Bankruptcy Costs to The Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, 33 (2), 383-393.
- Heyman, D., Deloof, M., & Ooghe, H. (2008). The Financial Structure of Private Held Belgian Firms. *Small Business Economics*. 30 (3), 301-313.
- Hirota, S.I. (1999). Are Corporate Financing Decisions Different in Japan? An Emprical Study on Capital Structure. *Journal of The Japanese And International Economies*, 13 (3), 201-229.
- Huang, G., (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence From China. *China Economic Review*, 17(1) 14-36.
- Huang, R., & Ritter, J.R., (2005). Testing the Market Timing Theory of Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1, 1-55.
- Huang, R. & Ritter, J.R., (2009). Testing Theories of Capital Structure and Estimanting the Speed of Adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(02), 237-271.

- Huang, S.G., & Song, F.M., (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence From China. **China Economic Quartarl-Beijing**, 3, 395-414.
- Hull, R.M. (1999). Leverage Ratios, Industry Norms, and Stock Pirce Reaction: An Empirical Investigation of Stock-for-Debt Tarnsactions. **Financial Management**, 28 (2), 32-45.
- Ivashkovskaya, I., Rukavishnikov, Y. & Guschin, A. (2013). Capital structure choice at different life-cycle stages in turbulent environment: The evidence from Russian emerging capital market. **Economic and Social Development: Book of Proceedings**, 311.
- Irvine, P.J., Park, S.S. & Yıldızhan, Ç. (2016) Customer-Base Concentration, Profitability, and the Relationship Life Cycle. **The Accointing Review**. 91 (3), 883-906.
- İslamoğlu, A.H. (2002). **Pazarlama İlkeleri**. İstanbul: Beta Yayınları.
- İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E. ve Atioğlu, E. (2012). Türk Bankacılık Sektöründe Büyüme, Büyüklük ve Sermaye Yapısı Kararlarının Karlılığa Etkisinin Analizi. **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 7 (1), 291-311.
- Jacobs, L.W., Wills, J.R., Samli, A.C. & Bullard, W.R. (1997). Internationalization of Domestic Product Life Cycles. **International Marketing Review**. 14 (1), 75-87.
- Jaafar, H., & Halim, H.A., (2016). Refining the Firm Life Cycle Classification Method: A Firm Value Perspective. **Journal of Economics, Business and Management**, 4 (2), 112-119.
- Jaffe, D. M. & Russell, T. (1976). Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing. **The Quarterly Journal of Ecomomics**, 90 (4), 651-666.
- James C., Van Horne, John M. & Wachowicz, (2011). **Fundamentals of Financial Management**. Twelfth Edition, Madrid, The Financial Times Prentice Hall
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. **Journal of Financial Ecomomics**. 3(4), 305-360.
- Jensen, M.C. & Clifford, S.W. (1985). Stockholder, Manager and Creditor Interest: Applications of Agency Theory. **Recent Advances in Corporate Finance**, 1(1), 1-45.
- Jensen, M.C. (1986). The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, 76 (2), 323-329.
- Jovanovic, B. (1982). Selection and The Evolution of Industry. **Econometrica**, 50, 649-670.
- Kara, E. & Erdur, D.A. (2015). Determinants of Capital Structure: A Research on Sectors That Contribute to exports in Turkey. **Istanbul University Journal of The School of Business**, 44 (2), 27-38.
- Karadeniz, E. ve İskenderoğlu, Ö. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Karlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi. **Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi**, 22 (1), 65-75.

- Karadeniz, E., Kaplan, F. ve Günay, F. (2016). Sermaye Yapısı Kararlarının Karlılığa Etkisi: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 13 (3), 38-55
- Karafakıoğlu, M. (2006) *Pazarlama İlkeleri*. Genişletilmiş 2. Baskı. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Karafakıoğlu, M. (2012). *Uluslararası Pazarlama Yönetimi*. İstanbul: Beta Basım.
- Karakaya, M. (1999). Üretim Yaşam Seyrindeki Değişim ve Standart Maliyet Sistemi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*. 101-112.
- Kargın, S. (2006). *Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı*. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Manisa, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Kaur, R., Rao, N.K., (2009). Determinants of Capital Structure: Experience of Indian Cotton Textile Industry. *Vilakshan: The XIMB Journal of Management*, 6 (2).
- Kavak, B., ve Gül, C.B., (2005). Uluslararası Ürün Yaşam Eğrisi Teorisinin Varsayımlarının Ampirik Bir İncelemesi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23 (2), 145-164.
- Kavak, B., Tektaş, Ö.Ö., Eryiğit, C., (2016) *Pazarlamada Ürün Uygulamalar Ve Örnek Olaylar*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Kavak, B. (1991) *Ürün Yaşam Eğrisi ve Uygulanabilir Sorunlar: Bir Kavramsal Yaklaşım Alternatifi ve Televizyon Alıcısı Mamulü Örneğinde Uygulanışı*. Hacettepe Üniversitesi. Ankara, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Kawauchi, Y., ve Rausand, M., (1999) Life Cycle Cost (LCC) Analysis in Oil and Chemical Process Industries. *Toyo Engineering Crp, Chiba*. https://www.researchgate.net/profile/Yoshio_Kawauchi/publication/228594034_Life_Cycle_Cost_LCC_Analysis_in_Oil_and_Chemical_Process_Industries/links/5409695f0cf2718acd3d0dd4.pdf (Erişim Tarihi: 17 Ağustos 2021).
- Kısakürek, M.M., ve Aydın, Y., (2013). İşletmelerde Sermaye Yapısı İle Karlılık Arasındaki İlişkinin Analizi: 1992-2011 Yılları Arası Finansal Krizler Odaklı BIST’te Bir Uygulama. *Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 14(2), 97-121.
- Kim, E.H. (1978). A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. *Journal of Finance*, 33(1), 45-63.
- Kim, B., & Suh, J. (2009). Financial Life Cycle and Capital Structure. Korean Finance Association, Korean Finance Association Conference, 2009 Fall Conference of Korea Finance Association 2009.11:39-68 <https://www.earticle.net/Journal/Issues/865/18272>
- Kohn, M., (1994). *Financial Institutions and Markets*, McGraw-Hill, 1th Edition, Singapur.
- Korkmaz, T., Albayrak, A.S., ve Karataş, A., (2007). Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören KOBİ’lerin Sermaye Yapısının İncelenmesi: 1997-2004 Dönemi. *İktisat İşletme ve Finans, Bilgesey Yayıncılık*, 22 (253), 79-96.

- Korkmaz, T., Başaran, Ü., ve Gökbulut, R.İ., (2009). İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 24 (277), 29-60.
- Korkmaz, S., Öztürk, S.A., Eser, Z., ve Işın, F.B., (2009). **Pazarlama: Kavramlar-İlkeler-Kararlar**. Ankara: Siyasal Kitapevi.
- Korpi, E., ve Ala-Risku, T., (2008). Life Cycle Costing: A Review Of Published Case Studies. *Managerial Auditing Journal*, 23(3), 240-261.
- Kotabe, M., & Swan, K.S., (1994). Offshore Sourcing: Reaction, Maturation and Consolidation of US Mutinationals. *Journal of International Business Studies*. 25 (1), 115-140.
- Kotler, P., (2003) **Marketing Management**. Prentice Hall. Uluslararası Basım. 11. Baskı.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). State Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28, 911-922.
- Kula, V., (2000). **Küçük ve Ota Ölçekli İmalat İşletmelerinin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Afyon’daki İşletmeler Üzerine Bir Araştırma**. Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı. Afyonkarahisar, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- La Rocca, M., La Rocca, T., & Cariola, A., (2011). Capital Structure Decisions During a Firm’s Life Cycle. *Small Bus Econ*, 37, 107–130
- Larijani, A.V. and Esnaashari, H., (2018). Capital Structure and its Adjustment speed in Firm's Life Cycle and the Role of Profitability, *Journal of Financial Management Strategy*, 5, 19.
- Lau, H.F., Kwok, C.C.Y., & Chan, C.F., (2000). Filling the Gap: Extending the International Product Life Cycle to Emerging Economies. *Journal of Global Marketing*. 13, 29-51.
- Lindholm, A., & Suomola, P., (2005). Present and Future of Life Cycle Costing: Reflections from Finnish Companies. *The Finnish Journal of Business Ecomnomica*. 2, 282-292.
- Liu, M., (2006). **Accruals and Managerial Operating Decisions Over the Firm Life Cycle**. Doctoral dissertation, Massachusetts Institute of Technology Working Paper. MIT Sloan School of Management.
- Löf, H., (2003). Dynamic Optimal Capital Structure and Technological Change. *Center for European Economic Research Discussion Paper*, No:03-06.
- Luigi, P., Sorin, V., (2009). A Review of the Capital Structure Theories. *Annals of Faculty of Economics*, 3(1), 121-144.
- Mallikarjunappa, T., & Goveas, C. (2007). Factors Determining The Capital Structure, And Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.
- Manos, R., & Ah-Hen, C., (2003). Evidence on The Determinants of Capital Structure of Non-Financial Corporates in Mauritius. *Journal of African Business*, 4(2), 129-154.

- Marsh, P. (1982). The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. *The Journal of Finance*, 37 (1), 315-320.
- Martinez C, M., Lawless, M., & O'Toole, C. (2019). *The determinants of SME capital structure across the lifecycle*. ESRI WP614, February 2019. [Working Paper] <http://aei.pitt.edu/102227/>
- Masulis, R.W. (1983). The Impact of Capital Structure Change on firm Value: Some Estimates. *The Journal of Finance*, 38 (1), 107-126.
- Mazur, K. (2007). The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence From Polish Companies. *International Advances in Economic Research*, 13(4), 495-514.
- Mc Namee, P. (1991). *Management Accounting: Strategic Planning and Marketing*. Butterworth and Heineman Ltd., Oxford. 1991
- Meggison, W.L., (1997). *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley.
- Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *Journal Of Finance*, 32, 261-275.
- Miller, M., & Modigliani, F., (1966). Some Estimates of The Cost of Capital to the Electric Utility Industry. 1954-1957. *The American Economic Review*, 56(3), 333-391.
- Modigliani, F., ve Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*. 48 (3), 261-297.
- Modigliani, F., ve Miller, M.H. (1963). Corporation Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Modigliani, F., (1988). MM-Past, Present, Future. *The Journal of Economic Perspectives*, 2 (4), 145-158.
- Moyo, V., Wolmarans, H., & Brummer, L., (2013). Trade-off or Pecking Order: Evidence from South African Manufacturing, Mining, and retail Firms. *The International Business & Economics Research Journal (Online)*, 12(8), 927.
- Mueller, D.C., (1972). A Life Cycle Theory of The Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 199-219.
- Mucuk, İ. (1991). *Pazarlama İlkeleri*. 5. Baskı. İstanbul: Der Yayınları.
- Mucuk, İ., (2004). *Pazarlama İlkeleri*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Mukherji, S., Dhatt, M.S., & Kim, Y.H., (1977). A fundamental Analysis of Korean Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 53(3), 75-80.
- Mutura, E. (2020). *The relationship between business life cycle and capital structure of companies listed at the Nairobi securities exchange* (Doctoral dissertation, UoN).
- Müslümov, A., ve Kayacan, M., (2002). Ekonomik Değişkenlerin Reel Sektörün Getiri Riski Üzerine Etkisi: Türkiye’de KOBİ’ler Örneği. *21. Yüzyılda KOBİ’ler: Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri Sempozyumu* 3-4 Ocak 2002. Gazimagusa, Doğu Akdeniz Üniversitesi.

- Myers, S.C., (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S.C., (1984). The Capital Strucure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.
- Myers, S.C., & Majluf, N.S., (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Infirmination That Invertors Do Not Have. *The Journal of Financial Ecomomics*. 13(2), 187-221.
- Nıdar, S.R. & Utomo, R.A.P., (2017). Company Life Cycle and Capital Structure of Manufacturing Sector in the Consumer Goods Industry. *Jurnal Bisnis & Manajemen*, 1, 46-54.
- Noe, T.H., (1988). Capital Structure and Signaling Game Equilibria. *Review of Financial Studies*, 1(4), 331-355.
- Okka, O.,(2010). *Finansal Yönetim*, Konya. Nobel Yayın Dağıtım. 4. Baskı.
- Okutmuş, E., (2019) Ürün Yaşam Dönemi Maliyetleme Yönteminin İncelenmesi: Bir Vaka Analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(1), 216-226.
- Okuyan, H.A., ve Taşcı, H.M. (2010). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'nin En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 4 (1), 105-120.
- Onatça, Ş.N., (2017). *Sermaye Yapısı Belirleyicileri: Hisseleri BİST'te İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Panel Veri Analizi*. Çağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Yönetimi Ana Bilim Dalı, Tarsus/Mersin, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Otlu, F., ve Karaca, S., (2005). Maliyet Yönetimi ve Yaşam Seyri Maliyet Analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(2), 245-270.
- Otluoğlu, E. (2015). *Asimetrik Bilgi ve Sermaye Yapısı Kararları: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finans Bilim Dalı, İstanbul, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Onkvisit, S., & Shaw, J.J., (2004). *International Marketing: Analysis and Strategy*. Psychology Press.
- Özdemir, M. (1999) *Finansal Yönetim*. İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2.Baskı.
- Özkan, A., (2001). Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence From UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (1-2), 175-198.
- Padrón, Y. G., Apolinario, R. M. C., Santana, O. M., Martel, M. C. V., & Sales, L. J. (2005). Determinant Factors of Leverage: An Empirical Analysis of Spanish Corporations. *The Journal of Risk Finance*. 6 (1), 60-68
- Pandey, I.M., (2001). Capital Structure and The Firm Characterstics: Evidence from an Emerging Market, <https://ideas.repec.org/p/iim/iimawp/wp01757.html>">Capital Structure and the Firm Characteristics: Evidence from an Emerging Market,"

- Pangestuti, I.R.D., Fuady, M., Safitri, J., Rita, M.R., & Wahyudi, S. (2019) How Companies At Mature Stages Choose Their Capital Structure? Evidence From Indonesian Data Panel. *International Journal of Scientific & Technology Research*. 8 (9), 491-499.
- Panno, A. (2003). An Empirical Investigation on The Determinants of Capital Structure: The UK and Italian Experience. *Applied Financial Economics*, 13 (2), 97-112.
- Paramasivan, C.S.T., (2009) *Financilal Management*. New Delhi. New Age International (P) Limited, Publishers.
- Pratheepkanth, P., (2011). Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Selected Business Companies in Colombo Stock Exchange Sri Lanka. *Journal of Arts, Science&Commerce*, 2(2), 171-183.
- Pinkova, P., & Kaminkova, P., (2012). Corporate Life Cycle As Determinant of Capital Structure in Companies of Czech Automotive Industry Acta Universitatis Agriculturae at Silviculturae. *Mendelianae Brunensis*, 34, 255-260.
- Pozdena, R.J. (1987). Tax Policy And Corporate Capital Structure. *Economic Review-Federal Reserve Bank of San Francisco*, 4,37.
- Rehman, A.U., Man, W., & Haoyang, Y, (2016). Dynamics of Financial Leverage Across Firm Life Cycle in Chinese Firms: An Empirical Investigation Using Dynamic Panel Data Model China. *Finance and Economic Review*, 4 (19), 1-22.
- Rehman, A.U., Ahmad, T., Hussain S., & Hassan, S., (2021) Corporate Cash Holdings and Firm Life Cycle: Evidence From China, *Journal of Asia Business Studies*, 15 (4), 625-642
- Richard, A., Brealey, S.C., Myers, A.J., & Marcus, (2009), *Fundamentals of Corporate Finance*. Sixth Edition, New York, Mc Graw Hill/Irwin, s. 452.
- Rocca, M.L., Rocca, T.L., & Cariola, A., (2011) Capital Structure Decisions Durin a Firm's Life Cycle. *Small Bus Econ*, 37, 107-130.
- Rojan, R.G., & Zingales, L., (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *The Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jaffe, J., (2005) *Corporate Finance*. Seventh Edition, Mc Graw Hill International Eidition, New York,
- Rothschild, M., & Stiglitz, J. (1976). Equilibrium In Competitive Insurance Markets: An Essay On The Economics of Imperfect Information. *The Quarterly Journal of Economics*, 90 (4), 629-649.
- Said, H.B., ve Kouki, M., (2012). Capital Structure Determinants: New Evidence From French Panel Data. *International Journal of Business And Management*, 7 (1), 214-227.
- Sarioğlu, S.E., Kurun, E., ve Güzeldere, H. (2013). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: İMKB'de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı Analizi. *Ege Academic Review*, 1 (13,4), 481-496.

- Sayman, Y. (2012). *Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama*. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara. Yayımlanmamış Doktora Tezi.
- Sayılğan, G., Karabacak, H., ve Küçükkocaoğlu, G., (2006). The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish Panel Data. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(3), 125-139.
- Sayılğan, G., ve Uysal, B., (2011). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz: 1996-2008. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 66 (04), 101-124.
- Schueler, A., (2002). Do German Firms Earn the Cost of Capital Considering Tax Effects? Univerity of Regensburg, Institut Fuer BWL, Department of Finance *Discussion Paper*, No. 372. Erişim: 24.04.2022, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.1.1.1.1.1.1.1> adresinden alındı.
- Scott Jr, D.F. (1972). Evidence On The İmportancğ of Financial Structure. *Finansal Management*, 45-50.
- Scott Jr, J.H. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*, 7(1), 33-54.
- Selling, T.I., & Stickney, C.P., (1989). The Effects of Business Environment And Strategy on A Firm’s Rate of Return on Assets. *Financial Analysts Journal*, 45(1), 43-52.
- Seyhun, H.N., (1986). Insiders’ Profits, Cost of Trading and Market Efficiency. *Journal of Financial Ecomomics*, 16 (2), 189-212.
- Shah, A., & Khan, S., (2007). Determinants of Capital Structure: Evidence From Pakistani Panel Data. *International Review of Business Research Papers*, 3 (4), 265-282.
- Shah, S.Z.A., & Kausar, J., (2012). Determinants of Capital Structure of Leasing Companies in Pakistan. *Applied Financial Economics*, 22 (22), 1841-1853.
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*. 19(3), 425-442.
- Shayan, M. (2013). Exploringthe Relationship Between Financial Ratiosand Created Shareholders Value: A Life Cycle Perspective. *European Online Journal Of Natural and Social Sciences*, 2 (3), 195-206
- Shenoy, C., & Koch, P.D., (1996). The Firm’s Leverage-Cash Flow Relationship. *Journal of Emprical Finance*, 2(4),307-331.
- Singh, D. (2016). A Panel Data Analysis of Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Non-Financial Firms in Oman. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(4), 1650-1656.
- Smith, C.W., & Watts, R.L., (1992). The Investment Opportunity Set And Corporate Financing, Divident, And Compensation Policies. *Journal of Financial Ecomomics*, 32(3), 263-292.

- Sogorb-Mira, F., & Lopez-Gracia, J., (2003). Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach to The Small and Medium Enterprise Capital Structure. March 2003, **SSRN Electronic Journal**, DOI:10.2139/ssrn.393160 https://www.researchgate.net/publication/28071232_Pecking_Order_Versus_Trade-off_An_Empirical_Approach_to_the_Small_and_Medium_Enterprise_Capital_Structure
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Spence, M. (1977). Entry, Capacity, Investment and Oligopolistic Pricing. *Bell Journal of Economics*. 8, 534-544.
- Spence, M. (1979). Investment Strategy and Growth in A New Market. *Bell Journal of Economics*. 10, 1-19.
- Spence, M. (1981). The Learning Curve And Competition. *Bell Journal of Economics*. 12, 49-70.
- Stiglitz, J.E. (1988). Why Financial Structure Matters. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 121-123-6
- Stiglitz, J.E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing In Markets With Imperfect Information. *American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Stulz, R.M. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Suyono, E., Yarram, S. R., & Riswan, R. (2017). Capital structure, corporate performance, and life cycle: Evidence from Indonesia. *Corporate Ownership & Control*, 14(4-2), 449-461.
- Şahin, O. (2011a). KOBİ'lerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler. *ZKÜ Sosyal Bilemler Dergisi*, 7 (14), 183-200.
- Şahin, O. (2011b). İMKB'ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları ve Firma Performansı İlişkileri. *Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2), 123-141.
- Şen, M., ve Oruç, E., (2008). Testing of Pecking Order Theory in ISE (İstanbul Stock Exchange Market). *International Research Journal of Finance and Economics*, 21, 19-26.
- Şimşek, Ö. (2012). *Mamul Yaşam Döneminde Maliyetleme ve Otomotiv Sektörü Uygulaması*. Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, İstanbul, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Taggart, R.A. (1980). Taxes And Corporate Capital Structure in An Incomplete Market. *The Journal of Finance*, 35(3), 645-659.
- Tanrıöven, C. ve Aksoy, E.E. (2011). Sistemik Riskin Belirleyicileri: İMKB'de Sektörel Karşılaştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 51, 119-138.
- Teker, D., Tasseven, O. ve Tükel, A., (2009). Determinants of Capital Structure For Turkish Firms: A Panel Data Analysis. *International Research Journal of Finance and Economics*, 29, 179-187.

- Terim, B. ve Kayalı, C.A., (2009). Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye’de İmalat Sanayi Örneği. **Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 7 (1), 125-154.
- Terim, B. (2009). **Türkiye’de Firmaların Sermaye Yapısı: Belirleyici Etmenler ve Gelişim**. Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Manisa, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Tevfik, A.T. (2005). Sermaye Yapısı Kararları ve Efektif Vergi Oranın Sıfır Olduğu Firmalarda Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi. **Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**. 14, 117-134.
- Thippayana, P. (2014). Determinants of Capital Structure in Thailand. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, 143, 1074-1077.
- Tian, L., Han, L. & Zhang, S. (2015). Business Life Cycle and Capital Structure: Evidence From Chinese Manufacturing Firms. **China & World Economy**, 23 (2), 22-39.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, 43 (1), 1-19.
- Turaboğlu, T.T., Erkol, A.Y. ve Topaloğlu, E.E. (2017). Finansal Başarısızlık ve Sermaye Yapısı Kararları: BIST-100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir Uygulama, **Business and Economics Research Journal**, 8 (2), 247-258.
- Türko, R.M. (1999). **Finansal Yönetim**, İstanbul, Alfa Basım Yayım Dağıtım.
- Uğurlu, M. (2000). Agency Costs and Corporate Control Devices in the Turkish Manufacturing Industry. **Journal of Economic Studies**, 27 (6), 66-599. MCB University Press ISSN. 0144-3585.
- Ullah, G.M.W., Uddin, M.M., Abdullah, M. & Islam N., (2017). Determinants of Capital Structure and Its Impact on the Debt Maturity of the Textile Industry of Bangladesh. **Journal of Business and Economic Development**, 2(1), 31-37.
- Upneja, A. & Dalbor, M. (2001). The Choice of Long-Term Debt in The US Lodging Industry. **Journal of Hospitality, Tourism, Leisure Science**, 1(1), 1-19.
- Usta, Ö. (2005). **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**. Ankara, Detay Yayıncılık, Gözden Geçirilmiş 2. Baskı.
- Utami, S.R. & Inanga, E.L. (2012). The Relationship between Capital Structure and the Life Cycle of Firms in the Manufacturing Sector of Indonesia. **International Research Journal of Finance and Economics**, 88, 69-91.
- Uysal, B. (2010). **Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: Sektörel Bir İnceleme**. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Valente, B.A.R., (2017), **Capital Structure and Firm’s Life Cycle: An Iberian Study**. School of Management and Economics at the University of Porto. U.Porto FEP Economia E Gestao. Master in Finance.
- Van Horne, J.C. & Wachowicz, J.M., (2004). **Fundamentals of Financial Management**, 12th Edition, The Financial Times Prentice Hall, Madrid.

- Vegas, N., Cerqueira, A. & Brandão, E. (2015). *The Determinants of The Capital Structure of Listed on Stock Market Nonfinancial Firms: Evidence for Portugal*. (555). Universidade Do Porto, Faculdade De Economia Do Porto.
- Vernon, R. (1966). International Trade and International Investment in the Product Life Cycle. *Quarterly Journal of Economics*. 81(2), 190-207.
- Voulgaris, F., Asteriou, D. & Agiomirgianakis, G. (2004). Size And Determinants of Capital Structure in The Greek Manufacturing Sector. *International Review of Applied Economics*, 18 (2), 247-262.
- Vos, E. & Forlong, C. (1996) The Agency Advantage of Debt over the Lifecycle of the Firm. *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance*. 5 (3), 193-211.
- Wald, J.K. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: *An International Comparison*. *Journal of Financial Research*, 22 (2), 161-187.
- Walid, Y. (2019). Life Cycle Theory of the Capital Structure Evidence From Tunisian Smes, *Asian Economic and Financial Review*. 9 (4), 432-449.
- Wang, Z., Akbar, M. & Akbar, A. (2020). The Interplay Between Working Capital Management and a Firm's Performance Across the Corporate Life Cycle. *Sustainability*. 12, 1661.
- Wasilewski, M. & Żurawska-Sawa, J. (2020). The Stages of Firm Life Cycle and Capital Structure Ratios for Companies of Industry, *Polityki Europejskie, Finansi i Marketing*, 23 (72), 256-267.
- Welch, I. (2004). Capital Structure and Stock Returns. *Journal of Political Economy*. 112 (1), 106-131.
- Wells, L.T.Jr., (1968). A product Life Cycle for International Trade. *Journal of Marketing*. 32, 1-6.
- Wernerfelt, B. (1985). The Dynamics of Prices And Market Shares Over The Product Life Cycle. *Management Science*. 31, 928-939.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An Empirical Study on The Determinants of The Capital Structure of Thai Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3), 371-403.
- Won, J., & Ryu, S.L., (2015). Operational Efficiency and Firm Life Cycle In The Korean Manufacturing Sector. *Advanced Science and Technology Letters*, 114, 151-155.
- Wruck, K.H. (1990). Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency. *Journal of Financial Economics*. 27, 419-444.
- Xu, Q. & Li, C. (2014). *An Empirical Study on Determinants of Capital Structure in Chinese Listed Companies*. In Computational Intelligence and Security (CIS), 2014 Tenth International Conference on (pp. 724-728). IEEE.
- Yakar, R. (2011). *Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB'de Ampirik Bir Çalışma*. Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Konya, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

- Abd Al-Lateif, Y. & Mamoun, A. (2019). Life Cycle Effect on Firm Capital Structure: *Evidence from Jordan*.
- Yan, Z., & Zhao, Y., (2010). A New Methodology of Measuring Firm Life-Cycle Stages. *International Journal of Economic Perspectives*, 4 (4), 579-587.
- Yener, A.L. (2002). *Türk Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Beşyüz Büyük Firmadan Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Görenler İçin Bir Analiz*. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Yener, E. ve Karakuş, R. (2012). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İMKB 100 Firmaları Üzerinde Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 14 (2), 75-98.
- Yılmaz, E. ve Aslan, T. (2020). Makro Ekonomik Göstergelerin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisi: İmalat Dışı Sektörler Üzerinde Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 85, 187-208.
- Yılmaz, R. ve Arı, M. (2011). Ürün Yaşam Seyri Meliyet Analizi ve Ürün Yaşam Seyri Maliyetleme Yaklaşımları İçin Durum Değerlendirmesi ve Kavramsal Çözümleme İhtiyacı. *Muhasebe ve Finans Dergisi*. 75-88.
- Yildiz, M.E., Yalama, A. ve Sevil, G. (2009). Sermaye Yapısı Teorilerinin Geçerliliğinin Test Edilmesi. Panel Veri Analizi Kullanılarak İMKB-İmalat Sektörü Üzerinde Ampirik Bir Uygulama. *İktisat İşletme ve Finans*, 24 (278), 25-45.
- Yılğör, A.G. ve Yücel, E. (2007). Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama. *Mahesebe ve Finansman Dergisi*, 35, 1-15.
- Yılmaz, H. (2015). *Firmalarda Sermaye Yapısının Firma Değeri ve Performansı Üzerindeki Etkisi*. Cumhuriyet Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe Finans Bilim Dalı, Sivas, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Yonpae, P., & Chen, K.H., (2006). The Effect Of Accounting Conservatism And Life-Cycle Stages On Firm Valuation. *Journal of Applied Business Research*, 22 (3), 75-92.
- Yoo, J., Lee, S. & Park, S. (2019). The Effect of Firm Life Cycle on the Relationship Between R&D Expenditures and Future Performance. *Earnings Uncertainty, and Sustainable Growth. Sustainability*, 11 (2371), 3-19.
- Yücel, E. (2006). *Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana’da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama*. Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İçel, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Yükeri, Y. (2009). *İmalat Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi’nde Bir Uygulama*. Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı. Adana, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Yükselen, C., 2003. Pazarlama İlkeleri – Yönetim. Ankara. Detay Yayıncılık.

- Zafar, S., Rahman, A., Rizwan, M.F. & Sohail, M.K., (2016). Capital Structure Decision and Firm's Life Cycle-A Study on Non-Financial Sector of Pakistan *NICE Research Journal*, 1-18.
- Zeitun, R. & Tian, G.G. (2007). Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, *Forthcoming*. 1(4), 40-61.
- Zerriaa, M. & Noubbigh, H. (2015). Determinants of Capital Structure: Evidence from Tunisian Listed Firms. *International Journal of Business and Management*. 10 (9), 121.
- Zhanga, X. & Xu, L. (2021). Firm Life Cycle and Debt Maturity Structure: Evidence from China, *Accounting & Finance*, 61, 937–976



ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Servet ÖZKAN

Uyruğu : T. C.

ORCID ID :

Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet Tarihi
Lise	Muş, Ticaret Lisesi	1982
Lisans	Gazi Üniversitesi MEF	1987
Yüksek Lisans	İstanbul Üniversite, SBE	2001
Doktora	Yüzüncü Yıl Üniversitesi, SBE	2022

İş Deneyimi

Yıl Yer	Görev
1988-1995	Ergani Ticaret Lisesi Meslek Dersleri Öğretmeni
1995-Devam	Van YYÜ Van Meslek Yüksekokulu Öğretim Görevlisi

Yabancı Dil : İngilizce

Yayınlar

* Sermaye Şirketlerinde Bedelli Sermaye Artırımı Yapılmasında Ruçhan Hakkını Kullanamayan Ortakların Özkaynak Hesapları Açısından Durumunun İncelenmesi (makale)- Journal of Economics, Finance and Accounting (JEFA) Dergisi, 16.06.2020.

*Özel Tüketim Vergisi Kanununda Tecil-Terkin Uygulamasının Vergisel Sonuçları ve Özellik Arz Eden Durumlar(makale) – Kırıkkale Üniversitesi, Ekonomi, İşletme, Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi (JEBPIR) Dergisi. 18.06.2020

* Kar Amacı Gütmeyen 3. Sektör: Türkiye’de Vakıf Üniversiteleri(makale) – Social Science Development Journal (SSDjournal) Dergisi- 15.01.2021

* Paris ve Glasgow Anlaşmaları Çerçevesinde Fosil Yakıt Alternatifi Elektrikli Araçların Ekonomik ve Finansal Açından İrdelenmesi (makale) – Smart Journal Dergisi –28.11.2021



05/09/2022

Tez Başlığı / Konusu:

İşletmelerin Sermaye Yapısı Üzerinde Firma Yaşam Döngüsünün Etkisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme

Yukarıda başlığı/konusu belirlenen tez çalışmamın Kapak sayfası, Giriş, Ana bölümler ve Sonuç bölümlerinden oluşan toplam 193 sayfalık kısmına ilişkin, 15/08/2022 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnittin intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtreleme uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 18 (Onsekiz) dir.

Uygulanan Filtreler Aşağıda Verilmiştir:

- Kabul ve onay sayfası hariç,
- Teşekkür hariç,
- İçindekiler hariç,
- Simge ve kısaltmalar hariç,
- Gereç ve yöntemler hariç,
- Kaynakça hariç,
- Alıntılar hariç,
- Tezden çıkan yayınlar hariç,
- 7 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç (Limit match size to 7 words)

Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi Lisansüstü Tez Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılmasına İlişkin Yönergeyi İnceledim ve bu yönergede belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içemediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini bilgilerinize arz ederim.

05/09/2022
Servet Özkan

Adı Soyadı : Servet Özkan

Öğrenci No : 18920013055

Anabilim Dalı : İşletme

Programı : İşletme

Statüsü : Y. Lisans ☐

Doktora ☒

DANIŞMAN

Prof.Dr.Mehmet AYGÜN

05/09/2022

ENSTİTÜ ONAYI

U Y G U N D U R

...../...../20....

Enstitü Müdürü