

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SİGORTACILIK ANABİLİM DALI

**TÜRK SİGORTA SEKTÖRÜNDE FAALİYET GÖSTEREN HAYAT DIŞI
SİGORTA ŞİRKETLERİNİN SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN
FAKTÖRLERİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE İNCELENMESİ**

Doktora Tezi

İLKER DURGUT

İSTANBUL, 2022

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SİGORTACILIK ANABİLİM DALI

**TÜRK SİGORTA SEKTÖRÜNDE FAALİYET GÖSTEREN HAYAT
DIŞI SİGORTA ŞİRKETLERİNİN SERMAYE YAPISINI
ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE
İNCELENMESİ**

Doktora Tezi

İLKER DURGUT

Danışman: PROF. DR. ALİ KÖSE

İSTANBUL, 2022

ÖZET

TÜRK SİGORTA SEKTÖRÜNDE FAALİYET GÖSTEREN HAYAT DIŞI SİGORTA ŞİRKETLERİNİN SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN PANEL VERİ ANALİZİ İLE İNCELENMESİ

Sigortacılık sektörünün finansal piyasaların en önemli bileşenlerinden birisi olduğu söylenebilir. Sektör fon yaratabilme kabiliyeti nedeniyle, ülke ekonomilerinin vazgeçilmez unsurlarından birisidir. Sigorta şirketleri sigortalılardan almış oldukları primleri, yatırımları yönlendirerek hem kar elde etmektedirler hem de ekonomik sisteme katkıda bulunmaktadır. Dolayısıyla sigorta şirketlerinin finansal ve sermaye yapısının güçlü olması, sigortalılar ve ülke ekonomileri için önem arz etmektedir. Bunun yanı sıra sigorta şirketleri, karşılaşılabilecekleri ekonomik ve mali sorunlara karşı kendilerini hazır tutmaları gerekmektedir. Bu durumun yanı sıra sigortalılara karşı yükümlülüklerini yerine getiremeyen bir sigorta şirketi, sigortalıların sigortacılık faaliyetlerine bakış açılarını olumsuz yönde etkileyebilir. Ayrıca bu durum diğer sigorta şirketlerinin faaliyetlerine zarar verebilecektir. Bu noktadan hareketle sigorta şirketlerinin sermaye yapısı analiz etmek, sermaye yapısını etkileyen faktörleri incelemek sigorta şirketlerinin borçlanma davranışlarını anlamaya yardımcı olabilir.

Ulusal ve uluslararası literatürde sigorta türlerinin ayrımları incelendiğinde, en sık kullanılan ayrımın hayat sigortaları ve hayat dışı sigortalar sınıflandırması olduğu gözlemlenmektedir. Türk sigorta sektörünün büyüklüğü incelendiğinde ise hayat dışı sigortaların toplam sektör içerisinde yaklaşık %85'lik bir paya sahip olduğu söylenebilir. Bu kapsamda çalışmanın amacının ülkemizde faaliyet gösteren hayat dışı sigorta şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen faktörleri tespit etmek olduğu ifade edilebilir. Çalışmanın veri seti çeyreklik dönemler halinde 2009-2020 yılları arasını kapsamaktadır. Verilerin analizi Stata 16.0 ve Gauss programları yardımıyla panel veri analizi yöntemiyle yapılmıştır. Sigorta şirketlerinin sermaye yapısını temsilen bağımlı değişken olarak kaldıraç oranları kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise işletme büyüklüğü, büyüme fırsatı, karlılık, işletme riski, faaliyet giderleri oranı, hasar / prim oranı ve konservasyon oranı olarak sayılabilir. Elde edilen sonuçlar sermaye yapısı teorileri ile eşleştirilerek, literatürdeki çalışmalar ile karşılaştırılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sigortacılık, Sermaye Yapısı, Panel Veri Analizi

ABSTRACT

ANALYSIS OF FACTORS AFFECTING CAPITAL STRUCTURE OF NON-LIFE INSURANCE COMPANIES OPERATING IN TURKISH INSURANCE SECTOR WITH PANEL DATA ANALYSIS

It can be said that the insurance sector is one of the most important components of financial markets. Due to its ability to generate funds, the sector is one of the indispensable elements of country's economies. Insurance companies both make profits and contribute to the economic system by directing investments which they receive the premiums from insured. Therefore, strong financial and capital structure of insurance companies is important for insured and the country's economy. In addition, insurance companies need to keep themselves ready for economic and financial problems which they may encounter in the future. Likewise, an insurance company that can not fulfill its obligations to insured, it may adversely affect insured's perspective on insurance activities. Moreover, this situation may harm the activities of other insurance companies. From this point of view, analyzing the capital structure of insurance companies and examining factors affecting capital structure can help to understand borrowing behavior of insurance companies.

When distinctions of insurance types in the national and international literature are examined, it is observed that the most frequently used distinction is classification of life insurance and non-life insurance. When size of the Turkish insurance sector is examined, it can be said that non-life insurance has a share of approximately 85% in total sector. In this context, it can be stated that aim of the study is to determine the factors affecting the capital structure of non-life insurance companies operating in our country. The data set of the study covers the years 2009-2020 in quarterly terms. The analysis of data was made with the help of Stata 16.0 and Gauss programs, using panel data analysis method. Leverage ratios were used as dependent variable to represent capital structure of insurance companies. Independent variables can be counted as firm size, growth opportunity, profitability, operating risk, operating expenses ratio, loss/premium ratio and retention ratio. The results obtained were matched with the capital structure theories and compared with studies in the literature.

Keywords: Insurance, Capital Structure, Panel Data Analysis

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
TABLolar LİSTESİ	v
ŞEKİLLER LİSTESİ	vi
GRAFİKLER LİSTESİ.....	vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISINA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE SERMAYE MALİYETİNİN UNSURLARI

1.1. Sermaye Yapısının Tanımı Ve Sermaye Yapısına İlişkin Temel Kavramlar	5
1.1.1. Sermaye Yapısının Tanımı	6
1.1.2. Sermaye Yapısının İşletmelerin Finansal Yapısı Üzerindeki Etkisi.....	7
1.1.3. Özsermaye	8
1.1.4. Yabancı Kaynaklar	9
1.1.4.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	10
1.1.4.2. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	10
1.1.5. Hisse Senetleri	12
1.1.6. Oto-Finansman Kaynakları.....	13
1.1.7. Kaldıraç Oranı.....	14
1.2. Sermaye Maliyeti.....	16
1.2.1. Yabancı Kaynak Maliyeti	17
1.2.1.1. Borç Maliyeti	17
1.2.1.2. Tahvil Maliyeti	18
1.2.2. Özsermaye Maliyeti.....	18
1.2.2.1. Kar Payı Modeli.....	19
1.2.2.2. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli.....	20
1.2.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	20
1.2.4. Optimal Sermaye Maliyeti.....	21

İKİNCİ BÖLÜM
SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN
FAKTÖRLER VE SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

2.1. Sermaye Yapısına İlişkin Teorik Yaklaşımlar	23
2.1.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri.....	24
2.1.1.1. Net Gelir Teorisi	25
2.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi	26
2.1.1.3. Geleneksel Teori	27
2.1.1.4. Modigliani – Miller Teorisi	28
2.1.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri	29
2.1.2.1. Dengeleme Teorisi.....	29
2.1.2.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi.....	30
2.1.2.3. Finansman Sıkıntı Maliyetleri	31
2.1.2.4. Asimetrik Bilgi Teorisi	32
2.1.2.5. Vekalet Teorisi.....	33
2.1.2.6. Piyasa Zamanlama Teorisi.....	34
2.1.2.7. Sinyalleme Teorisi (İşaret Teorisi)	34
2.2. Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler	35
2.2.1. Sermaye Yapısını Etkileyen İçsel Faktörler	36
2.2.1.1. İşletme Büyüklüğü.....	36
2.2.1.2. Maddi Duran Varlıklar.....	37
2.2.1.3. Vergi Kalkamı Etkisi ve Borçlanma Dışı Tasarruf Düzeyi	38
2.2.1.4. Büyüme Fırsatları	38
2.2.1.5. İflas Maliyetleri.....	39
2.2.1.6. Firma Riski	40
2.2.1.7. Karlılık.....	40
2.2.1.8. Ortaklık Yapısı.....	41
2.2.1.9 Likidite.....	42
2.2.2. Sermaye Yapısını Etkileyen Dışsal Faktörler	42
2.2.2.1. Yasal Mevzuat	43
2.2.2.2. Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)	43
2.2.2.3. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) ve Sektörel Özellikler.....	44

2.2.2.4. Enflasyon	45
2.2.2.5. Faiz Oranları	46
2.2.2.6. Döviz Kurları	47
2.2.2.7. Vergiler	47
2.2.2.8. Borç Verecek Kişilerin Beklentileri.....	48

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SİGORTACILIK SEKTÖRÜ ÖZELİNDE

SERMAYE YAPISI VE SERMAYE YETERLİLİĞİ

3.1. Sigortacılıkta Sermaye Yapısı	49
3.1.1. Sigortacılık Sektörünün Finans Sektörü İçerisindeki Yeri	50
3.1.2. Sigortacılık Sektörü Özelinde Sermaye Yapısı Ve Önemi	53
3.2. Sigortacılıkta Risk Yönetimi Ve Mali Yeterlilik (Solvency)	58
3.2.1. Sigortacılıkta Risk Yönetimi	58
3.2.1.1. Sigortacılık Açısından Riskin Önemi ve Risk Yönetimi	58
3.2.1.2. Sigorta Şirketleri Açısından Riskler	61
3.2.1.3. Sigortalananabilir Risklerin Özellikleri.....	62
3.2.1.4. Sigortacılık Risklerinin Sınıflandırılması	64
3.2.2. Solvency Tanımı ve Önemi	66
3.2.3. Solvency I	69
3.2.4. Solvency II.....	70
3.2.5. Türk Sigortacılık Sektöründe Sermaye Yeterliliğine İlişkin Mevzuat	74
3.3. Dünya’da Ve Türkiye’de Sigortacılık Sektörünün Değerlendirilmesi	77
3.3.1. Dünya Geneline Sigortacılık Sektörü Verilerine Bir Bakış.....	77
3.3.2. Türk Sigortacılık Sektörünün Genel Bir Değerlendirmesi	84

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

4.1. Sermaye Yapısına İlişkin Ulusal Literatür Taraması.....	93
4.2. Sermaye Yapısına İlişkin Uluslararası Literatür Taraması.....	100
4.3. Finans Sektörünün Sermaye Yapısına İlişkin Literatür Taraması	106
4.4. Sigortacılık Sektörüne İlişkin Panel Veri Analizi İle Yapılmış Çalışmalara İlişkin Literatür Taraması.....	110

BEŞİNCİ BÖLÜM	
HAYAT DIŞI SİGORTA ŞİRKETLERİNİN	
SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ	
5.1. Araştırmanın Amacı.....	117
5.2. Araştırmanın Kapsamı	117
5.3. Değişkenlerin Belirlenmesi Ve Değişkenlerin Sermaye Yapısı Teorileri Kapsamında Beklenen Etkileri	118
5.4. Veri Seti	123
5.5. Ekonometrik Model	124
5.6. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları	126
5.7. Yatay Kesit Genişletilmiş Im, Pesaran Ve Shin (Cıps) İkinci Nesil Panel Birim Kök Testi Sonuçları	127
5.8. Tanımlayıcı İstatistikler	128
5.9. Çoklu Doğrusal Bağlantının Araştırılması	130
5.10. Tahmin Sonuçları.....	132
5.10.1. Ana Örneklem Tahmin Sonuçları	133
5.10.2. Şirket Büyüklüğü Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları	136
5.10.3. Karlılık Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları	138
5.10.4. Risklilik Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları.....	139
5.10.5. Mülkiyet Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları.....	141
SONUÇ	152
KAYNAKÇA	162

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1. Bilanço Örneği.....	11
Tablo 2. Türkiye’deki Finans Kuruluşların Aktif Büyüklüğü (2020, Milyar Türk Lirası)	52
Tablo 3. Solvency II’nin Üç Sütunlu Yapısı	72
Tablo 4. Seçilmiş Ülkelerin, 2020 Yılına Ait Sigortacılık Sektörüne İlişkin Verileri ...	81
Tablo 5. Seçilmiş Ülkelerin, 2020 Yılına Ait Hayat Dışı Branşlarına İlişkin Verileri ..	82
Tablo 6. Seçilmiş Ülkelerin, 2020 Yılına Ait Hayat Branşlarına İlişkin Verileri	83
Tablo 7. 2009-2020 Dönemi’nde Türk Sigortacılık Sektörünün Prim Üretimi ve Ödenen Tazminat Miktarları (Milyar TL).....	84
Tablo 8. 2009-2020 Dönemi Türk Sigortacılık Sektörüne İlişkin Seçilmiş Veriler	85
Tablo 9. Türk Sigortacılık Sektörü Hayat Dışı Sigorta Şirketlerine İlişkin Finansal Oranlar (2009-2019)	89
Tablo 10. Türk Sigortacılık Sektörü Hayat Dışı Sigorta Şirketlerine İlişkin Teknik Oranlar (2009-2019)	91
Tablo 11. Bağımsız Değişkenlerin Bağımlı Değişkenler Üzerindeki Beklenen Etkisi	125
Tablo 12. Breusch-Pagan (1980) Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları	126
Tablo 13. Pesaran (2007) CIPS Panel Birim Kök Testi Sonuçları	127
Tablo 14. Tanımlayıcı İstatistikler	129
Tablo 15. Spearman Korelasyon Analiz Sonuçları	131
Tablo 16. Ana Örneklem Tahmin Sonuçları	133
Tablo 17. Şirket Büyüklüğü Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları	136
Tablo 18. Karlılık Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları	138
Tablo 19. Risklilik Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları.....	139
Tablo 20. Mülkiyet Yapısı Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları	141
Tablo 21. Sermaye Yapısı Teorileri Kapsamında Değişkenlerin Beklenen Etkileri ...	143
Tablo 22. Bütün Örneklem Bazında Analiz Sonuçları	143

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. 2020 Yılı İtibariyle Sigortacılık Sektöründe Faal Şirket Sayısı, Toplam Aktifler ve Net Kar Rakamları	87
--	----



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. 2009-2020 Döneminde Dünya’da Toplam Prim Üretim Tutarları (Milyar Dolar)	78
Grafik 2. 2019-2020 Döneminde Dünya’da Kişi Başı Direkt Prim Üretim Tutarı (Dolar)	80
Grafik 3. Türkiye’de 2009-2020 Dönemi Sigorta Şirketi Sayısı	88



KISALTMALAR LİSTESİ

(çev):	Çeviren
(Ed.):	Editör
a.g.e.:	Adı Geçen Eser
a.g.m:	Adı Geçen Makale
(AK):	Aktif Karlılığı
(FG):	Faaliyet Giderleri
(HPO):	Hasar / Prim Oranı
(KVB):	Kısa Vadeli Borç
(LD):	Likidite
(UVB):	Uzun Vadeli Borç
(PB):	Primlerdeki Büyüme
(TA):	Toplam Aktifler
(TB):	Toplam Borç
T.C.:	Türkiye Cumhuriyeti
AB:	Avrupa Birliği
BİST:	Borsa İstanbul
GSMH:	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
MCR:	Minimum Capital Requirement

MEB:	Milli Eğitim Bakanlığı
NO:	Numara
OECD:	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
ORSA:	Öz Risk ve Sermaye Yeterliliği
SBM:	Sigorta Bilgi Merkezi
SCR:	Solvency Capital Requirement
SEDDK:	Sigortacılık ve Özel Emeklilik Denetleme ve Düzenleme Kurumu
SEGEM:	Sigortacılık Eğitim Merkezi
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
SVFM:	Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli
TCMB:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL:	Türk Lirası
TSPAKB:	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumları Birliği
TTK:	Türk Ticaret Kanun

GİRİŞ

Sigortacılık, sigortalıların gelecekte karşılaşılabilecekleri muhtemel risklerin etkisinden korunabilmeleri adına, sigorta şirketlerine belirli miktarda prim ödeyerek güvence satın almaları olarak tanımlanabilir. Gerçekten de hem gerçek kişiler hem de tüzel kişiler günlük hayatta birçok tehlikeyle karşı karşıya kalabilmekte ve rizikonun meydana gelmesi sonucunda oluşan hasarların boyutu ise kimi zaman yıkıcı olabilmektedir. Böyle bir durumla karşılaşan kişiler, uğramış oldukları maddi kayıpların üstesinden gelebilecek ekonomik güce her daim sahip olmayabilirler. Bu tarz sonuçlarla karşılaşmamak için bireylerin sigortacılık faaliyetlerine yöneldikleri ifade edilebilir. Bu açıdan bakıldığında aynı ya da benzer riske maruz kalan kişilerin, bir araya gelerek yardımlaşma çalışmaları sigortacılığın ilk temellerini oluşturduğu söylenebilir. İlerleyen süreçte kurumsal bir yapı haline dönüşen sigortacılık faaliyetleri, günümüzde hem ülkemizde hem de dünyada finans sektörünün önemli bir bileşeni olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sigortacılık sektörünün ekonomik fonksiyonları incelendiğinde, öncelikle devletlerin omzundaki yükleri hafiflettiği söylenebilir. Örneğin, tarım sigortaları kapsamında teminat verilen risklerin meydana gelmesi durumunda, çiftçilerin zararları sigorta şirketleri tarafında karşılanabilir. Aksi halde çiftçiler hem gelirlerinden mahrum kalacaklardır. Böyle durumlarda sigortacılık faaliyetlerinin toplumsal huzur ve refahı artırıcı bir özelliğe sahip olduğu söylenebilir. Sigorta sektörünün ekonomi adına bir diğer fonksiyonu ise fon oluşturabilme kapasitesin mevcudiyetidir. Sigorta şirketleri, sigortalılardan tahsil etmiş oldukları primleri yatırım amacıyla kullanabilirler. Bu durum finans sektörünün gelişmesine imkan sağlayabilir. Ayrıca bazı kredi kuruluşları, fon ihtiyacı olanlara kredi sunarken belirli koşullarda sigortanın varlığını şart koşmaktadırlar. Bu sayede hem kredi kuruluşları kredinin ödenmemesi riskini en aza indirmiş olmakta hem de kredi ihtiyacı olanlar krediye daha kolay bir şekilde ulaşmaktadırlar.

Sigortacılığın ekonomik fonksiyonları bir bütün olarak değerlendirildiğinde sigorta şirketlerinin, bütün paydaşlarına karşı sorumluluklarının yerine getirebilmesinin hayati öneme sahip olduğu sonucuna varılabilir. Ayrıca, yükümlüklerini yerine getiremeyen sigorta şirketler, sisteme duyulan güveni sarsabilecek ve sigortalıları mağdur

edebilir. Böyle bir durum, aynı zamanda finans sisteminde krizlere neden olabilir. Bu duruma ek olarak, sigorta pazarında faaliyet gösteren diğer sigorta şirketleri de bu durumdan olumsuz bir şekilde etkilenebilir. Anlatılan risklerin meydana gelmemesi için de sigorta şirketlerinin finansal ve mali açıdan güçlü olmaları gerekmektedir. Sigorta şirketlerinin ekonomik durumlarının göstergeleri arasında ise bu şirketlerin sermaye yapıları ve sermaye yapısı kararları yer almaktadır.

Sigorta şirketlerinin sermaye yapısı en temel anlamıyla yabancı kaynak ve özsermayeden oluşmaktadır. Yabancı kaynakların, kısa vadeli yabancı kaynaklar ve uzun vadeli yabancı kaynaklardan oluşmaktadır. Fon ihtiyacına sahip olan sigorta şirketlerinin bu fonlara erişme tercihleri ise sermaye yapısı kararları olarak ifade edilmektedir. Sigorta şirketleri bazen yabancı kaynak kullanımını arttırma eğiliminde olabilirken, bazen de özsermayeden fon temin etme yoluna gidebilirler. İşletmelerin bu kararlarını incelemek için de bazı teoriler geliştirilmiştir. Bu teorilerin geleneksel sermaye yapısı teorileri ve modern sermaye yapısı olmak üzere iki farklı türünün olduğu söylenebilir. Her iki alt başlık da kendi içerisinde farklı modellerden oluşmaktadır.

Çalışmanın amacı, Türk sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren hayat dışı sigorta şirketlerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin tespit edilmesidir. Bu kapsamda çeyreklik dönemler halinde 2009-2020 dönemini kapsayan veri seti oluşturulmuştur. Analiz yöntemi olarak zaman boyutuna sahip zaman serilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahminine imkan tanıyan panel veri analizi kullanılmıştır. Sigorta şirketlerinin sermaye yapısını temsilen bağımlı değişken olarak kaldıraç oranları kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise işletme büyüklüğü, büyüme fırsatı, karlılık, işletme riski, faaliyet giderleri oranı, hasar / prim oranı ve konservasyon oranıdır. Ulusal ve uluslararası literatür incelendiğinde işletmelerin sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin tespiti için çok sayıda makale ve tez mevcuttur. Bu duruma karşılık, sigortacılık sektörünün sermaye yapısını etkileyen çalışmaların ise oldukça az sayıda olduğu gözlemlenmiştir. Türk sigortacılık sektörünün sermaye yapısını etkileyen faktörlerin tespitine ilişkin ise birkaç çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmanın hem seçilen dönem bakımından hem de kullanılan değişkenler ve analizde kullanılan yöntem bakımından özgün bir değere sahip olduğu söylenebilir. Bu bilgilerden sonra tezin içeriği hakkında bilgi vermek yerinde olacaktır.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde sermaye yapısına ilişkin temel kavramlara ve sermaye maliyetinin unsurlarına değinilmiştir. Bu kapsamda öncelikle sermaye yapısı tanımlanarak, sermaye yapısını oluşturan bileşenler hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonra, sermaye maliyeti tanımlanarak, sermaye maliyetinin türleri açıklanmıştır. İkinci bölümde sermaye yapısı teorileri ve sermaye yapısını etkileyen faktörleri ele alınmaktadır. Sermaye yapısı teorileri literatürdeki çalışmalara paralel olarak klasik sermaye yapısı teorileri ve modern sermaye yapısı teorileri olmak üzere iki alt başlık halinde incelenmiştir. İkinci bölümün sonraki kısmında ise sermaye yapısını etkileyen faktörler, içsel faktörler ve dışsal faktörler olarak sınıflandırılmıştır. Bu faktörlere ilişkin her bir değişkenin sermaye yapısı üzerindeki olası etkileri anlatılmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde, sigortacılık sektörü özelinde şirketlerin sermaye yapısı ve sermaye yeterliliği araştırılmıştır. Bu bağlamda ilk olarak Türk sigortacılık sektörünün, ülkemiz finans sektörü içerisindeki yerine değinilmiştir. Sonrasında, sigortacılık sektörünün kendine özgü özellikleri nedeniyle, sigorta şirketlerinin sermaye yapılarına ilişkin değerlendirmelerine yer verilmiştir. Devamında, sigortacılık sektöründeki risk türleri ve risk yönetimi konusu incelenmiştir. Ayrıca sermaye yeterliliği (Solvency) hakkında bilgi verilmiştir. En son olarak da hem dünya genelindeki hem de ülkemizdeki sigortacılık sektörünün son yıllardaki gelişim süreci ayrı birer başlık olarak irdelenmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümü ise literatürdeki çalışmaları kapsamaktadır. Bu doğrultuda literatürdeki çalışmalar dört farklı başlıkta incelenmiştir. Öncelikle sermaye yapısına ilişkin ulusal literatürdeki çalışmalar araştırılmış, ardından ise sermaye yapısına ilişkin uluslararası literatürdeki çalışmalar irdelenmiştir. Akabinde, finans sektörünün sermaye yapısına yönelik analizler değerlendirilmiştir. Bu başlığın son kısmını ise sigortacılık sektörünün farklı yönlerini ele alan, panel veri analiz yöntemi ile yapılmış araştırmalar oluşturmaktadır. Son bölüm ise analiz kısmından oluşmaktadır. Analiz hakkında bilgi verilmeden önce çalışmanın kısıtları ve çerçevesi değerlendirilerek, bağımlı değişkenler ve bağımsız değişkenler tanımlanmıştır. Çalışmanın veri setinden beş farklı örneklem türetilmiştir. Ana örneklem ilgili yıllardaki şirketlere ilişkin herhangi bir ayırım yapılmadan, sigorta şirketleri hakkında genel bilgi sunmaktadır. Daha sonra ise dört adet alt örneklemle analiz sonuçları çeşitlendirilmiştir. Bu alt örneklem, şirket büyüklüğü alt örnekleme, karlılık alt örnekleme, risklilik alt örnekleme ve mülkiyet yapısı

alt rneklemi olarak sıralanmıştır. Ana rneklem ve alt örneklem tabloları yorumlandıktan sonra bütün sonuçları kapsayan bir tablo hazırlanmıştır. Bu tablo aracılığıyla da detaylı bir değerlendirme yapılarak, elde edilen bulguların sermaye yapısı teorileri ile ilişkisi açıklanmaya çalışılmıştır. Ayrıca ulaşılan sonuçlar literatürdeki araştırmaların sonuçları ile karşılaştırılmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISINA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE SERMAYE MALİYETİNİN UNSURLARI

Çalışmanın ilk bölümünde öncelikle sermaye yapısının tanımı yapıp, sermaye yapısının işletmelerin finansal yapısı üzerindeki etkileri ele alınacaktır. Sonrasında ise işletmelerin sermaye yapısını oluşturan faktörler açıklanacaktır. Bunun devamında ise sermaye maliyetine değinilecek olup, sermaye maliyetinin türleri hakkında bilgi verilecektir.

1.1. Sermaye Yapısının Tanımı ve Sermaye Yapısına İlişkin Temel Kavramlar

İşletmelerin en temel amacının kar elde etmek olduğu varsayımının değişmeye başladığı söylenebilir. Günümüzde rekabetin artması ve küreselleşmenin de etkisiyle, işletmeler bütün paydaşlarına en yüksek çıkarı sağlayarak, sürdürülebilir büyümeyi hedeflemektedirler. Paydaşların çıkarları; müşteriler için kaliteli ürün ve hizmet üretimi, satış sonrası destek, yatırımcılar için yüksek kar payı ödemesi ya da borsada işlem gören şirketler için şirket değerinin artmasını sonucu hisse senetlerinin değerlendirilmesi olarak örneklenebilir.¹

Hem sürdürülebilir ekonomik büyüme ve gelişme hem de işletme paydaşlarının beklentilerinin karşılanması için işletmelerin finansal ve mali yapısının güçlü olmasının, hayati öneme sahip olduğu ifade edilebilir. İşletmelerin ekonomik durumunun gözden geçirilmesi için finans literatüründe bazı oranlar kullanılmaktadır. Bu oranlar incelenerek işletmelerin mevcut finansal yapısı gözlemlenmektedir. Ayrıca bu değişkenlerin incelenmesi; işletmeye ait finansal oranların mevcut ve gelecekteki değerlerinin ölçülebilmesine, işletmelerin tehditlere karşı önlem alabilmelerine ve bu tehditlere karşı başarılı stratejiler geliştirebilmelerine imkan tanımaktadır. İşte bu noktada sermaye yapısı kavramı karşımıza çıkmaktadır. Sermaye yapısı işletmelerin borçluluk yapılarına ve

¹Leena LANKOSKI ve N. Craig SMITH, "Alternative Objective Functions for Firms", **Organization and Environment Magazine**, Cilt: 31, Sayı: 3, (2017), ss.242-244.

özsermaye maliyetlerine ilişkin bilgiler sunmaktadır. Sermaye yapısı ve bu yapıyı etkileyen faktörlerin işletme adına iyi sinyaller vermesi şirketlerin yatırımlarına, büyüme fırsatlarına ve bütün paydaşların beklentilerine olumlu yönde etki etmektedir.² Bu kapsamda sermaye yapısını tanımlayarak, sermaye yapısına ilişkin temel kavramlara değinmek yerinde olacaktır.

1.1.1. Sermaye Yapısının Tanımı

İşletmeler için finansman kaynakları, hem işletme stratejileri doğrultusunda işletmelerin yatırım hedeflerine ulaşılabilmesi hem de işletme borçlarının sağlıklı bir şekilde yönetilebilmesi açısından önem taşımaktadır. Bir işletmenin sermayesinin yükümlülükler ile özsermayeden oluştuğu söylenebilir. Yükümlülükler, kısa vadeli yükümlülükler ve uzun vadeli yükümlülükler olmak üzere iki kalemden oluşmaktadır. Bu iki değişken ile özsermayenin toplamı işletme bilançosundaki pasifleri meydana getirmektedir. Yükümlülükler ve özsermaye değişkenlerinin birbirleriyle ilişkisi ise işletmelerin sermaye yapısını oluşturmaktadır.³ Daha açık bir tabirle sermaye yapısı, işletmelerin sermayelerini oluşturan kaynaklar arasındaki dağılım olarak ifade edilmektedir. İşletmeler kimi zaman yabancı kaynaklardan fon oluşturmaya çalışırken, kimi zaman ise sermayedarlar aracılığıyla elde edecekleri sermaye ile yatırımlarını yönlendirmeye çalışmaktadırlar. Nitekim özsermayenin işletme içinden ya da işletme dışından arttırılması söz konusu olmaktadır. İşletme yöneticilerinin alacakları kararlar bu noktada ön plana çıkmaktadır. Çünkü yabancı kaynaklar için ödenecek faiz oranı ile özsermaye artırım için talep edilecek kar payı beklentileri arasındaki farklılıklar, sermaye maliyetini etkilemektedir.⁴

İşletmelerin sermaye yapısını oluşturan değişkenleri etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. İşletmenin büyüklüğü, kredi limitleri ve kredi politikaları, işletmenin faaliyet gösterdiği ülkenin hukuki altyapısı ve yasama organının zaman zaman yaptığı hukuksal düzenlemeler, sermaye yapısı üzerinde öneme sahiptir. Bunlara ek olarak

² Dilek DEMİRHAN, “Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, Cilt: 9, Sayı: 2, (2017), ss.677-678.

³Ebru ÇAĞLAYAN, “Sermaye Yapısı Bileşenleri: Kantil Regresyon Modeli”, *İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt: 21, Sayı: 48, (2006), ss.66-68.

⁴ Öztin AKGÜÇ, *Finansal Yönetim*, 8. Baskı, İstanbul: Avcıol Basım Yayın, 2010, ss.483-484.

yatırımcıların beklentileri, işletmenin mevcut finansal yapısı, işletmenin üst yönetiminin stratejileri ve amaçları, yatırım süresi, kar beklentisi de bu faktörler arasında yer almaktadır. İşletme yöneticileri mikro ve makro bütün faktörleri bir bütün olarak ele alarak, işletmenin sermaye yapısını maksimize etmeyi planlamaktadır. Aksi halde ise borç yönetiminde ortaya çıkacak sorunlar işletmelerin yükümlülüklerini yerine getirme noktasında problemlere yol açabilecektir. Finansal yönetimin başarılı bir şekilde yürütülememesi, işletmenin finansal ve mali yapısının bozulması sonucunu da beraberinde getirebilecektir.⁵

1.1.2. Sermaye Yapısının İşletmelerin Finansal Yapısı Üzerindeki Etkisi

Firmalar kısa, orta ve uzun vadeli hedeflerine ulaşabilmek ve sürdürülebilir büyümeyi başarabilmek için yeterli sermayeyi elinde tutma ihtiyacı hissetmektedirler. Bu durum tek başına yeterli olmamakla birlikte, firmaların sermayelerini oluşturan bileşenler arasında bir denge kurması gerekmektedir. Firmaların kaynaklarını etkin ve verimli bir şekilde kullanmaları, firmaların varlıklarını da korumalarına yardımcı olmaktadır. Ayrıca firmalar kısa ve uzun vadeli yükümlüklerinin vade tarihleri geldiğinde, bu borçları ödeyebilecek mali yeterliliğe sahip olmalıdırlar. Aksi halde firmaların tedarikçilerine, müşterilerine ya da kredi veren kurum ve kuruluşlara karşı sorumluluklarını yerine getiremeyecekleri söylenebilir. Bu durumun da işletmeler için istenmeyen bazı sonuçları ortaya çıkabilir. Bunlara iflas ya da işletmenin satılması gibi riskler örnek olarak verilebilir. Bu durumun önüne geçebilmek amacıyla da başarılı bir borç yönetiminin hayati bir öneme sahip olduğu ifade edilebilir.⁶

İşletmeler borç yönetimi konusunda karşılaşılabilecekleri riskleri minimize edebilmeleri ve bu riskleri hesaplayarak, yönetebilmeleri için genellikle oransal metotları kullanılmaktadır. Firmalar da oransal olarak elde ettikleri verileri analiz ederek hem işletmenin finansal durumunun anlık fotoğrafını çekebilirler hem de bu oranlardaki dönemsel değişimleri irdeleyebilirler. Bu durumun başarılı borç yönetim stratejileri

⁵Göktuğ Cenk AKKAYA, “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**, Sayı.30, (2008), s.3.

⁶ Özlem SAYILIR, **Mali Analiz**, Saime ÖNCE (Ed.), 1.Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2019, ss.129-130.

geliştirilmesine fırsat sunabileceği göz ardı edilmemelidir. Buna karşın güçlü ve sağlam bir finansal ve mali bir altyapı için bu oranların doğru ve tam muhasebe bilgileri ile elde edilmesi gerektiği de söylenebilir.⁷

Finansal oranlar baz alınarak firmaların gelecek dönemlere ilişkin mali stratejiler geliştirebilmeleri noktasında, en önemli sorumluluğun firma yöneticilerine düştüğü ifade edilebilir. Yöneticilerin mevcut tehditlerin farkında olmaları ve muhtemel fırsatları görebilmeleri, firmanın olası risklere karşı önlemler alabilmelerine olanak tanımaktadır. Bu duruma ek olarak firmanın borçlanma kararları ve borçlanma davranışlarının hem şirket içi hem de şirket dışı birçok faktörden etkilendiğinden de söz edilebilir. Yönetimsel krizler, yetersiz özsermaye mevcudiyeti şirket içi sorunlara işaret ederken; kredi faiz oranlarının yüksekliği, enflasyon, yasal düzenlemeler gibi unsurlar da şirket dışı etkenler arasında sayılabilir. İşletme yöneticilerinin sermaye yapısı kararlarında optimal seviyede karar vermeleri ve en düşük maliyet bileşimine ulaşabilmeleri, şirketin gelecek dönemlerine ilişkin kararlarındaki başarısını etkileyebilecektir.⁸

1.1.3. Özsermaye

Bir işletmenin kuruluşu aşamasında, hissedarların işletmeye koydukları nakit ve nakit benzeri değerler özsermaye olarak tanımlanmaktadır. Özsermayenin bir başka tanımı ise hissedarların işletmedeki sahip oldukları pay olarak yapılmaktadır. Özsermayenin mevcudiyeti sayesinde işletmenin faaliyetlerine başlaması mümkün olmaktadır. İşletmenin kuruluş maliyetleri genellikle özsermaye yolu ile karşılanmaktadır. Ayrıca ülkelerin mevzuatlarında, ödenmiş sermaye yükümlülüklerine ilişkin şartlar yer almaktadır. Özsermayenin işletmenin faaliyetlerine başladıktan sonra artırılması da söz konusu olmaktadır. İşletmenin araştırma geliştirme çalışmaları kapsamında hibe alması da özsermaye oluşturulmasına imkan tanımaktadır. Muhasebe disiplini kapsamında özsermaye, işletmenin toplam aktiflerinden, toplam borçlarının çıkartılması suretiyle tespit edilmektedir. Yatırımcıların işletmeye özsermaye temin

⁷Ethem Hakan ERGEÇ, "Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi ve Türkiye Örneği:1988-2001", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:5, Sayı:2, (2004), ss.50-54.

⁸ Öztin AKGÜÇ, *a.g.e.*, s.481.

etmelerinin temel amacı ise işletmeye koymuş oldukları para ve para ile ölçülebilen değerler karşılığında, kar payı beklemeleridir.⁹

Özsermayenin şirketler için kimi avantajlarının olduğu söylenebilir. Bunlar arasında işletmelerin faaliyete geçtikleri ilk dönemlerde, daha az kredi kullanma imkanı tanınması yer almaktadır. Ayrıca sermayedarlar işletmenin faaliyetlerinden kısa vadede kazanç beklemekten ziyade, uzun vade için yatırım yapmayı planlamaktadırlar. Bu durumun en önemli sonuçları arasında işletmelerin daha fazla nakit tutabilmesi yer almaktadır. Diğer yandan işletmeler yeni yatırımları planlarken özsermayeden de faydalanmaktadırlar. Dış borçlanmanın daha maliyetli olduğu dönemlerde, işletmelerin özsermayeden faydalanabilmeleri önemli bir seçenek olarak karşımıza çıkmaktadır.

Özsermayenin dezavantajlarından bahsetmek gerekirse, öncelikle hissedarların yüksek kar beklentisi ve kendi çıkarları doğrultusunda kar dağıtım politikalarını yönetmeleri işletmenin karlılık yapısı üzerinde olumsuz etkiye sahip olmaktadır. Diğer olumsuz bir durum işletmenin hissedarlarına ilişkin olarak ortaya çıkmaktadır. Bu durum işletmenin zarar etmesi durumunda yatırımcıların, bu zarara katlanmak zorunda kalmaları ile örneklenebilir.¹⁰ Özsermayenin teşkilinde ödenmiş sermaye, sermaye yedekleri, kar yedekleri, geçmiş yıl kar veya zararları, dönem net karı ya da zararı gibi değişkenler bulunmaktadır.¹¹

1.1.4. Yabancı Kaynaklar

Yabancı kaynaklar işletme dışındaki kişi ya da kurum ve kuruluşlardan borçlanılarak elde edilen fonlar olarak tanımlanmaktadır. İşletmeler faaliyetlerinin başlangıç aşamasında ya da yeni yatırımlara yönelmek istediklerinde yabancı kaynak kullanma eğiliminde olabilmektedir. Bu kaynakların optimal seviyenin üzerinde kullanılması ise işletmenin likidite sorunu yaşamasına neden olabileceği gibi borç yönetimini de zorlaştıracaktır. Dolayısıyla işletmelerin yabancı kaynak kullanım politikaları güçlü bir ekonomik yapı için önem arz etmektedir. Genel kabul görmüş

⁹Selin ERTÜRK ATABEY, “Öz Sermaye Kavramı ve Türk Vergi Mevzuatında Uygulama Alanları”, **Finans, Politik ve Ekonomi Yorumları Dergisi**, Cilt: 53, Sayı: 619, (2016), ss. 90-92.

¹⁰Fong Chun CHEONG, “Equity Financing and Debt Financing”, **Relevant to PBE Paper II –Management Accounting and Finance**, s.4, http://www.hkiaat.org/e-newsletter/Apr-15/technical_article/PBEII.pdf. (06.04.2022).

¹¹İbrahim LAZOL, **Genel Muhasebe**, 26. Baskı, Ankara: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2020, s.226.

muhasabe ilkelerine göre işletmelerin yabancı kaynaklarının, kısa vadeli yabancı kaynak ve uzun vadeli yabancı kaynak olmak üzere iki alt başlıkta incelendikleri ifade edilebilir.¹² Her iki yabancı kaynak türü de aşağıda sırasıyla ele alınmıştır.

1.1.4.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Kısa vadeli yabancı kaynaklar ya da bir diğer ifadeyle kısa vadeli borçlar bir işletmenin bir yıllık süre içerisinde ödemeyi planladığı borçları ifade etmektedir. Bir işletmenin kısa vadeli yabancı kaynak kullanmasının amaçları arasında, dönen varlıklarını finanse edebilmek yer almaktadır. Bu durumun yanı sıra kimi işletmelerin cari olmayan varlıkların finansmanı için de kısa vadeli borçları tercih ettikleri görülmektedir.

Özellikle üretim firmalarının nihai mal üretimini sağlayabilmek adına tedarik ettikleri ham mamul ve ara mamullerin maliyetlerini karşılayabilmek için kısa vadeli yabancı kaynakları kullandıkları ifade edilebilir. Bu durumun yanında işletmeler çalışma sermayesi elde edebilmek için de kısa vadeli borçlanmaktadırlar.¹³ Muhasebe disiplini kapsamında kısa vadeli borçların; mali borçlar, ticari borçlar, diğer borçlar, alınan avanslar, yıllara yaygın inşaat ve onarım hak edişleri, ödenecek vergi ve diğer yükümlülükler, borç ve gider karşılıkları, gelecek aylara ait gelirler ve giderler tahakkukları ve diğer kısa vadeli yabancı kaynaklardan oluştuğu söylenebilir.¹⁴

1.1.4.2. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

İşletmelerin uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını giderebilmek amacıyla kullandıkları borçlanma araçları uzun vadeli yabancı kaynakların konusunu oluşturmaktadır. Bu kaynakların geri ödenme süresi bir yılın üzerindedir. Banka kredileri, devlet tahvilleri, finansal kiralama sözleşmeleri ve bonolar vasıtasıyla şirketlerin uzun vadeli fon temin edebilme imkanları söz konusudur.

¹²Esat Mehmet ARSLAN, Pandemi ve Özel Sağlık Sisteminde Finansal Kaynak Yönetimi, **9. Sağlık Zirvesi**, Dijital Toplantı, 8 Ekim 2020, ss.18-21.

¹³Halil SARIASLAN ve Cengiz EROL, **Finansal Yönetim**, .1. Baskı, Ankara: Siyasal Kitabevi, 2008, s.97.

¹⁴Ferhat SAYIM, Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar, **Muhasebe Öğretim Materyali Hazırlama Projesi**, s.5. https://www.academia.edu/10101168/K%C4%B1sa_Vadeli_Yabanc%C4%B1_Kaynaklar_Muhasebe_E%C4%9Fitimi. (06.04.2022)

İşletmeler uzun vadeli fon kullanma kararı aldıklarında kısa vadeli fonlara nazaran, daha fazla faiz yüküyle karşılaşabileceklerini göze almaktadırlar. Bu kaynakların geri ödemeleri, belirli bir tarihte anapara ve faiz ile birlikte olabileceği gibi dönemsel taksitler halinde de gerçekleşmektedir. Bu durum kredi verenler için de ayrı bir riski barındırmaktadır. Bu duruma ek olarak işletmelerin yaşayabilecekleri likidite sorunları, ödeme güçlerini olumsuz bir şekilde etkileyebilir. Bu durum ödemelerde gecikmelere sebep olacaktır.¹⁵

Uzun vadeli yabancı kaynaklar envanterinde ise mali borçlar, ticari borçlar, diğer borçlar, alınan avanslar, borç ve gider kaynakları, gelecek aylara ait gelirler ve gider tahakkukları ve diğer uzun vadeli yabancı kaynaklar bulunmaktadır. Görüldüğü üzere muhasebe sisteminde hem kısa vadeli yabancı kaynaklar hem de uzun vadeli yabancı kaynaklar benzer değişkenlerden oluşmaktadır. Bu değişkenler arasındaki en önemli farklılığın vade süresi olduğu ifade edilebilir.¹⁶

Yukarıdaki açıklamalardan sonra bir işletmenin bilançosunun en temel anlamda aşağıdaki tablodaki gibi oluştuğu söylenebilir.

Tablo 1. Bilanço Örneği

Aktifler	Pasifler
Cari Varlıklar	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
Cari Olmayan Varlıklar	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar
	Özsermaye
Toplam Aktifler	Toplam Pasifler

Kaynak: İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, **01.05.2008-30.06.2008**

Dönemi Bilançosu, https://archive.ismmmo.org.tr/docs/malitablolar/01012008-30062008/ismmmo_bilancosu.pdf, ss.1-3, (23.03.2022)

Tablo 1, İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası'nın ilgili tarihlerdeki bilançosundan esinlenerek hazırlanmıştır. Tabloda da görüleceği üzere bilançonun sol tarafında aktifler yer almaktadır. Bir diğer adı varlıklar olan bu bölümün cari varlıklar ve cari olmayan varlıklar olmak üzere iki alt başlıkta incelendiği söylenebilir. Tablonun sağ

¹⁵The World Bank, **Long Term Finance**,<https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/long-term-finance>. (Erişim Tarihi:23 Mart 2022).

¹⁶Milli Eğitim Bakanlığı, **Muhasebe Finansman Kaynak Hesapları Modülü**, Ankara, MEB, 2011, s.23.

tarafında ise pasifler yer almaktadır. Pasiflerin de kısa vadeli yabancı kaynaklar, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermayeden oluştuğu ifade edilebilir.¹⁷

1.1.5. Hisse Senetleri

Sermaye ihtiyacı duyan işletmeler, bu ihtiyaçlarını giderebilmek amacıyla hisse senedi ihraç etmektedirler. Bütün işletmelerin hisse senedi ihraç edebilmesi mümkün değilken, bir işletmenin hisse senedi ihraç edebilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan (SPK) izin almış olması gerekmektedir. Ayrıca Türk Ticaret Kanunu (TTK) kapsamında anonim şirketler, sermayesi paylara bölünmüş olmak kaydıyla komandit şirketler gibi şirketler hisse senetleri çıkartma hakkında sahiplerdir. Hisse senedi sahibi olan bir yatırımcının en genel anlamda ilgili işletmeden ortaklık belgesi satın aldığı söylenebilir. Bu durum hisse senedinin kıymetli evrak olmasının bir sonucudur. Hisse senetleri sahiplerinin sahip oldukları haklara; rüçhan hakkı, bilgi edinme hakkı, yönetime katılma hakkı (oy hakkı), bedelsiz pay alma hakkı ve tasfiye işlemleri sonucunda hak ettikleri payları alabilme hakkı örnek olarak verilebilir.¹⁸

Hisse senetlerinin ilk olarak birincil piyasalar vasıtasıyla dolaşıma çıktığı söylenebilir. Sonrasında ise alıcı ve satıcılar arasında işlem gördükleri ikincil piyasalar, hisse senetlerinin arz ve talebinin belirlendiği piyasalar olarak karşımıza çıkmaktadırlar. İşletmelerin borçlanma kanalları arasında yer alan hisse senetleri; finansal piyasalarda en çok rağbet gören araçlardan birisidir. Buna karşın hisse senetlerinin yatırımcılar açısından kimi avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Örneğin işletmenin yıl sonunda kar elde etmesi sonucunda hisse senetleri sahipleri bu durumdan olumlu bir şekilde etkilenmektedir. Buna karşın işletmenin olası zararlarına da bu menkul kıymet sahiplerinin, ortaya çıkan zarara katlanması gerekmektedir. Bir hisse kağıdının değeri firmanın yapabileceği reklamlar ya da olumlu finansal tablo sonuçları ile birlikte yükselebilir. Buna karşın işletme aleyhine ortaya atılabilecek negatif bir iddia ya da olumsuz spekülasyonlar, hisse senetlerinin değer kaybetmesine sebep olabilir. Hisse

¹⁷İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, **01.05.2008-30.06.2008 Dönemi Bilançosu**, https://archive.ismmmo.org.tr/docs/malitalblolar/01012008-30062008/ismmmo_bilancosu.pdf, ss.1-3, (23.03.2022)

¹⁸Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları, **Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi**, İstanbul, TSPAKB, 2012, ss.11-18.

senetlerinin gerçek değerine ise etkin sermaye piyasası koşulları altında, uzun vadede ulaşabileceği ifade edilebilir.¹⁹

Yukarıdaki açıklamalardan sonra hisse senetleri türleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- ✓ Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri
- ✓ Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri
- ✓ Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri
- ✓ Primli ve Primsiz Hisse Senetleri
- ✓ Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri²⁰

1.1.6. Oto-Finansman Kaynakları

Bir işletmenin kendi kendisini finanse etmesi oto-finansman olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle oto finansman, işletme karının paydaşlara dağıtılmamış kısmıdır. Bu kapsamda uzun vadeli fon ihtiyacı hisseden firmalar, dış finansman maliyetlerine katlanmak istememektedirler. Bunun için yıl sonunda elde edilen karın bütününe ya da bir kısmını hissedarlara dağıtmak yerine, yeni yatırımlar için işletme bünyesinde kullanabilmektedirler. Oto finansman sayesinde işletmelerin sermaye arttırma gereksinimleri de azalmaktadır. Ayrıca işletmeye yeni ortak alınmasına da gerek kalmamaktadır. Buna ek olarak işletmeler, bankalardan kredi çekmeleri karşılığında ödedikleri faiz giderlerine maruz kalmamaktadırlar.²¹

Oto finansman kullanımında işletme büyüklüğü önem arz etmektedir. Bu kapsamda bir özsermaye finansman metodu olan oto finansmanın, daha çok büyük işletmeler tarafından kullanıldığı ifade edilebilir. Çünkü bu şirketlerin kar oranları, diğer ölçeklerdeki şirketlere göre daha yüksektir. Küçük ölçekli işletmelerin ise kar oranları düşük olduğu için bu işletme türleri oto finansman yöntemini pek fazla tercih etmemektedirler. Oto finansmanın tercih edilme sebepleri arasında işletmelerin kredibilite seviyeleri yer almaktadır. Daha önceki kredi ödemelerinde sorunlar yaşayan

¹⁹Hacı Arif TUNÇEZ, “Menkul Kıymetler ve Sermaye Piyasası Analizi”, **Uluslararası Hakemli Beşeri ve Akademik Bilimler Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 1, 2012, ss.19-24.

²⁰MEB, **Muhasebe Finansman, Finansal Yatırım Araçları**, Ankara, 2011, ss. 10 -14.

²¹Yunus KILIÇ, **Finansal Yönetim**, Aysel GÜNDOĞDU, (Ed.), 3. Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018, s.326.

işletmelerin, yeni kredi temini noktasında sorun yaşamaları ihtimal dahilindedir. Bu noktada fon ihtiyacını gidermek isteyen firmaların, oto finansman seçeneğine başvurmalarının öngörülebilir bir durum olduğundan söz edilebilir.²²

Oto finansmanın, açık oto finansman ve gizli oto finansman olarak iki farklı çeşidi bulunmaktadır. İşletmenin yıl sonu karlarını dağıtmayıp, sermaye hesaplarında tutması açık oto finansmana örnektir. Açık oto finansman modelinde, anonim şirketler bu kar bedellerini yedek akçe hesaplarında takip etmektedirler. Açık oto finansmanın unsurları içerisinde dağıtılmayan kar, yedekler ve karşılıklar bulunmaktadır. Bu durumun aksine, gizli oto finansman bilançoda gösterilmemektedir. Gizli oto finansman varlıkların eksik, borçların ise olduğundan fazla bir şekilde hesaplanması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Gizli oto finansmanın bir diğer adının ise gizli yedek akçe olduğu söylenebilir. Bu oto finansman türünün hesabı ise işletme bilançosunda gösterilen özsermaye ile işletmenin gerçekte sahip olduğu özsermaye değeri arasındaki farkının tespit edilmesiyle yapılmaktadır.

Oto finansman, işletmelerin finansal olarak bağımsız olmasına katkı sağlamaktadır. Ayrıca kredi verenler açısından alacakları için teminat olma özelliğine haizdir. Bu avantajlarının yanı sıra oto finansmanın dezavantaj oluşturan yönleri de bulunmaktadır. Bunlara ortakların kar dağıtılmaması yüzünden bir süre sonra yöneticilere tepki gösterebilme riski, işletmenin hisse senetlerinin değer kaybına uğrama riski ve işletme kaynaklarının etkin ve verimli kullanılmaması riski örnek olarak verilebilir.²³

1.1.7. Kaldıraç Oranı

Kaldıraç oranı işletmelerin risklilik derecelerinin belirlenmesinde kullanılan oranlardan bir tanesidir. Bilindiği üzere bir işletmenin bilançosu aktiflerden ve pasiflerden oluşmaktadır. Kaldıraç oranı işletmelerin sahip oldukları aktiflerin ne kadarının yabancı kaynaklar tarafından finanse edildiğini yansıtmaktadır. Kaldıraç oranının artması, işletmenin risklilik seviyesinin de yükselmekte olduğunu göstermektedir.

²²Saadet TULUM ve Emel BURAK, “Girişimciler İçin Alternatif Finansman Yöntemleri”, **Electronic Journal of Vocational Colleges**, Cilt:9, Sayı:1, (2019), s. 21.

²³Yunus KILIÇ, **a.g.e.** s.326.

İşletmeler yeni yatırımlara yöneldiklerinde finansman arayışları içerisine girmeleri söz konusu olabilir. Bu kapsamda işletme özsermayesinin yetersiz olması ya da özsermaye kullanımının dış kaynak kullanımından daha maliyetli olması durumunda, karşımıza yabancı kaynak kullanımı çıkmaktadır. Kaldıraç oranı işletmenin borçları ile varlıklarının birbirlerine bölünmesiyle tespit edilmektedir. Kaldıraç oranının finansal okuryazarlara sağladığı kolaylıklardan birisi öz kaynaklar hakkında yorum yapılabilmesine olanak sağlamasıdır. Kaldıraç oranı ayrıca özsermaye karlılığı hakkında bilgi sunmaktadır.²⁴

Kaldıraç oranının, işletmelerin finansman için katlandıkları maliyetleri gösterme özelliği bulunmaktadır. Kaldıraç oranından yola çıkılarak, sermaye maliyetlerinin işletme değeri üzerindeki etkisi ölçülmektedir. İşletmelerin mali yapısı için stratejik bir öneme sahip olan bu oranın, verginin kalkan etkisi münasebetiyle, şirket değerine pozitif yönlü bir katkıda bulunduğu öne sürülmektedir. Ayrıca işletmenin varlıkları sayesinde elde ettikleri getirinin, finansman maliyetlerinden daha yüksek olması durumu, özsermayeyi de olumlu bir şekilde etkilemektedir. Aksi halde ise yatırımcılar ya da ortaklar bu durumdan zararlı çıkmaktadırlar.²⁵

Yüksek kaldıraç oranı işletmelerin finansal krizler yaşamalarının en önemli gerekçeleri arasında yer almaktadır. Bu durum sadece bir işletmeyi etkilememekte, bunun yanı sıra sektörel düzeyde hatta ülke ekonomisi açısından yıkıcı sonuçlar ortaya çıkartabilmektedir. Kaldıraç oranı her ne kadar riske dayalı sermaye ihtiyacının bir tamamlayıcısı görevi üstlense de, optimal sermaye bileşenlerinin oluşturulamaması sonucunda işletmeler yüksek oranda borçlanmak durumunda kalmaktadırlar.²⁶ Bu durum beraberinde yüksek faiz ödemelerini getirmektedir. Bu yüzden başarılı ve güçlü bir finansal yapıya sahip olmak isteyen işletmelerin, borçlanma davranışlarına karar verirken özsermaye ve yabancı kaynak kullanım ölçütlerine ve her iki borçlanma kanalının

²⁴İsmail TUNA, "Firmaların Kaldıraç Oranı ile Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi", **The Journal of Academic Social Science Studies**, Sayı:63, (2017), s.331-333.

²⁵Aclan OMAĞ, "Finansal Kaldıraç Derecesi ve Seçilmiş Sektörlere Yönelik Bir Uygulama", **Maliye ve Finans Yazıları**, Sayı: 103, (2015), s. 206-208.

²⁶European Central Bank, The Leverage Ratio, Risk-Taking and Bank Stability, **Working Paper Series**, Sayı: 2079, 2017, s.5-6. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2079.en.pdf>, (06.04.2022).

maliyetlerine dikkat etmeleri gerekmektedir. Aksi halde işletmeyi mali açıdan zorlayıcı sonuçlar ortaya çıkabilecek ve karlılık ile birlikte işletme değeri de zarar görecektir.²⁷

1.2. Sermaye Maliyeti

İşletmelerin yatırım kararları almaları aşamasında ihtiyaç duydukları fonları finanse edebilmeleri için iki seçenek bulunmaktadır. Bu seçenekler bilançonun pasifinde yer alan yabancı kaynakları ya da özsermayeyi kullanarak borçlanma şeklindedir. İşletmeler yabancı kaynaktan fon elde ettiklerinde, kredi sağlayıcılarına anapara ile birlikte faiz ödemesi yapmaktadırlar. Fon tesisinde özsermayelerine yöneldiklerinde ise firma hissedarlarının kar dağıtım payı beklentileri söz konusu olmaktadır. Ayrıca işletmeler hisse senedi ihraç ederek, yeni yatırımcılardan fon toplamaktadırlar.

Yukarıda açıklanan her iki durumda da işletmeler için en önemli olgu, bu fonlara sahip olmanın maliyetidir. İşletmelerin bu fon maliyetleri karşısında, ilerleyen dönemlerde yapacakları geri ödemeler ve yatırımlardan beklenen getiri arasındaki ilişki; hangi aracın daha yoğun kullanılması tercihinde önemli bir role sahiptir. Ayrıca gerek yabancı kaynak kullanımının gerekse özsermaye kullanımının maliyetleri hesaplanırken, maliyet analizinin yapılması, karar verme süreçlerini daha sağlıklı hale getirecektir.²⁸

Sermayenin bir işletmenin faaliyetlerine devam edebilmesi için esaslı unsurlardan birisi olduğu düşünüldüğünde; sermaye maliyetinin yüksek olması hem üretim kanallarını hem de karlılığı etkilemektedir. Sermaye maliyetinin oluşturulma şekli ayrıca işletme değeri üzerinde de etkisini göstermektedir. Sermaye maliyetinin işletmenin karşılayamayacağı ölçüde yüksek düzeyde olması, likidite sorununa yol açabileceği gibi aynı zamanda da borç yönetim krizini beraberinde getirecektir. Bu durumda işletmenin yeni girişimlerinin ya da yatırımlarının sektöre uğraması ve başarısız olması söz konusu olabilir. Buna karşın sermaye maliyetinin gerçek değerinden düşük hesaplanmış olması, işletme kaynaklarının etkin ve verimli kullanılmadığını göstermektedir. Ayrıca sermaye maliyetinin düşük olması, işletmeye pazarda rakiplerine karşı rekabet avantajı elde

²⁷Bank for International Settlements, The Leverage Ratio Over the Cycle, **Working Papers**, 2014, s.1-2, <https://www.bis.org/publ/work471.pdf>, (06.04.2022).

²⁸ Cengiz EROL, **Mali Analiz**, Saime ÖNCE (Ed.), 1.Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2019, ss.129-130.

edebilme olanağı da sunmaktadır.²⁹ Bu sebepten ötürü her iki değişkenin maliyetleri hakkında bilgi verilmesi yerinde olacaktır:

1.2.1. Yabancı Kaynak Maliyeti

İşletmeler kredi kurum ve kuruluşlarından fon temin ettiklerinde, hesaplarına aktarılan nakit miktarında bazı kesintiler oluşmaktadır. Bankanın yapmış olduğu dosya masrafı kesintisi ya da ekspertiz ücretleri bu duruma örnek teşkil etmektedir. Ayrıca işletmeler, bankalara anapara haricinde bir de faiz ödemesi yapmaktadırlar. Bankaya vade sonunda yapılan geri ödeme tutarı; anapara ve faiz ödemeleri toplamından meydana gelmektedir. Bu noktadan hareketle yabancı kaynak maliyetinin kasa hesabına yapılan gerçek para değeri şu şekilde açıklanabilir: Paranın günümüzdeki değeri ile toplamda işletmenin hesabından çıkacak olan nakit değer, bugünkü rakama indirgenerek elde edilen iskonto oranıdır.³⁰

İskonto oranı aynı zamanda vergi öncesi maliyete işaret etmektedir. Borcun vergi kalkışı etkisinin de gözlemlendiği bu hesaplamada faizler, vergi matrahından çıkartılarak vergi öncesi maliyete ulaşılmaktadır.³¹ Bu açıklamalardan sonra yabancı kaynak maliyetinin borç maliyeti ve tahvil maliyeti olmak üzere iki farklı türünün olduğu söylenebilir. Bu iki maliyet türüne de aşağıda sırasıyla değinilmiştir.

1.2.1.1. Borç Maliyeti

Borç maliyeti işletmenin kullandığı kredi karşılığında elde ettiği fayda ile bankaların anaparadan mahrum kalmalarına karşılık talep ettikleri faiz miktarı arasındaki ilişkiyi ele almaktadır. Bir diğer ifadeyle işletmeden çıkan para ile işletmenin hesabına giren para arasındaki iskonto oranı bize borç maliyetini göstermektedir. Daha önce de ifade edildiği üzere faiz giderlerinin vergi öncesi kardan indirilebilmesi mümkündür. Bu noktada işletmeler için önem arz eden nokta ise borcun vergiden sonraki maliyetinin yüksek olmamasıdır.³²

²⁹Güven SAYILGAN, *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*, 8. Baskı, Ankara: Siyasal Kitabevi, 2019, ss.81.86.

³⁰Tülay YAZAR OZTÜRK, *Finansal Yönetim*, Ferudun KAYA (Ed.), 1.Baskı, İstanbul: İnkılap Kitabevi, 2015, ss.194-195.

³¹Arman T. TEVFİK, *Hisse Senedi Değerlemesi*, 1. Baskı, İstanbul: Literatür Yayınları, 2005, s.170.

³²Öztin AKGÜÇ, *a.g.e.*, s.441.

Borç maliyetinin belirlenmesi için en önemli kriterlerden birisinin, kredi veren kuruluşların uygulamış oldukları faiz oranının yüzdesel miktarı olduğu söylenebilir. Faiz oranı şirketin kredibilitesine, faaliyet gösterdiği ülkenin merkez bankasının uyguladığı faiz oranlarına ve şirketin faaliyet gösterdiği sektöre göre farklılık göstermektedir. Ayrıca kredi faiz şekli kredi maliyeti noktasında önem arz etmektedir. Örneğin kimi krediler sabit faizli ya da değişken faizli olmaktadır. Bunun yanı sıra kredinin vadesinin de geri ödeme miktarı üzerinde etkili olacağı göz ardı edilmemelidir.³³

1.2.1.2. Tahvil Maliyeti

Tahvillerin orta ya da uzun vadeli borçlanma aracı olduğu ifade edilebilir. Tahvil çıkarmaya ise devlet ya da özel sektör kurum ve kuruluşları yetkilidir. Bir borçlanma senedi olan tahvilin üzerinde vadesi bulunmaktadır. Bu vade tarihi geldiğinde ise tahvili ihraç eden şirket hem anaparayı hem de tahvil üzerinde yazılı bulunan faizi geri ödemeyi taahhüt etmektedir. Tahvil fiyatlarının belirlenmesinde ihraççı şirketin faal olduğu pazar ve bu şirketin sahip olduğu riskler etkili olmaktadır.

Tahvillerin nominal fiyatının üzerinde ya da altında satışa çıkartılması söz konusu olabilmektedir. Günümüzde tahvil ihraç etmek isteyen şirketlerin, bu işlemi yapabilmeleri için aracı kuruluşlar vasıtasıyla piyasaya girmektedirler. Ayrıca tahvillerin piyasaya sürülme şekilleri de birbirinden farklılık arz etmektedir. Örneğin değişken faizli tahviller, döviz kuruna endeksli tahviller, sabit ya da değişken faizli tahviller günümüzde kullanılmaktadır. Tahvillerin maliyeti ise tahvilin işletmeye temin etmiş olduğu nakit girişi ve nakit çıkış değerlerinin, iskonto edilmesi ile hesaplanmaktadır.³⁴

1.2.2. Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti işletme ortaklarının işletmeye koymuş oldukları sermaye miktarı karşısında, bu yatırımdan bekledikleri kar yüzdesi olarak ifade edilmektedir. İşletmeler yeni projelere başlayabilmek için kimi zaman yeni fonlara ihtiyaç duymaktadırlar. Bu noktada da dış borçlanmanın maliyetinden kaçınabilmek adına

³³Osman OKKA, **Finansal Yönetim : Teori ve Çözümlü Problemler**, 6. Basım, Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık, 2015, s.394.

³⁴Yasemin KESKİN BENLİ, "Sermaye Maliyeti", **Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi**, Sayı:4, (1996), ss.27.-28.

özsermayelerini etkin bir şekilde kullanmak istemektedirler. Tabii ki bu durumda da hissedarların sermaye karı ya da temettü beklentisi içerisinde olmaları, beklenebilen bir durumdur.

Hissedarların kar beklentileri, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin bir bileşenidir. Bu noktada özsermaye maliyeti hesaplanırken, işletmelerin halka açık olup olmamaları ve borsada işlem görüp görmedikleri önem arz etmektedir. Halka açık işletmelerin, özsermaye maliyetleri finansal tablolarından kolaylıkla hesaplanabilirken; halka açık olmayan işletmelerin bu verilerine ulaşmak çok da kolay değildir. Özsermaye maliyetinin hesaplanması yöntemleri içerisinde en sık kullanılan iki yöntemin ise kar payı modeli ve sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli olduğu söylenebilir.³⁵

1.2.2.1. Kar Payı Modeli

İşletme ortaklarının işletmeye sermaye koyabilmelerinin iki yöntemi vardır. Bunlardan ilki işletmenin hisse senetlerini satın almaktır. Diğer ise işletme faaliyetleri neticesinde elde edilen net kardan pay almak veya bu payı işletmeye devretmektir. Hissedarların kar beklenti oranları bu iki yöntem arasında karar vermeleri noktasında belirleyici olmaktadır. Bu duruma ek olarak yatırımcıların işletme riskini de göz ardı etmemeleri gerekmektedir.

Temettü ödemeleri olarak da bilinen kar payı ödemesi modelinde, hissedarlar ellerinde bulundurdıkları değerli kağıtlar karşılığında, işletmenin karından hisse almayı amaçlamaktadırlar. Bu kar miktarın oransal değerinin artması, bir nevi işletmenin büyüdüğünü gösterir. Ayrıca bu oran işletmenin gelecekteki durumu ile ilgili de ortaklara bir izlenim sunar. Kar payı, hisse sahiplerinin hisse senetlerini satın alırken ödemiş oldukları tutar ile satış tarihinde elde ettikleri miktar arasındaki fark vasıtasıyla hesaplanmaktadır. Bir yatırımcı hisse senedinin ileriki vadede değerleneceğini tahmin ederek, bu hisse senedini satın alır. Hedeflemiş olduğu kazanç seviyesine ulaştığında ise hisse senedini elinden çıkartarak kar elde etmeye çalışır.³⁶

³⁵Metin Kamil ERCAN ve Diğerleri, **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi: Özellikli Durumlar**, 2. Basım, Ankara: Gazi Kitabevi, 2008, s.71.

³⁶ Tülay YAZAR OZTÜRK, **a.g.e.**, s.190.

1.2.2.2. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli

Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM), Nobel ekonomi ödülü sahibi William Forsyth Scharpe tarafından geliştirilmiştir. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM) piyasada işlem gören hisse senetlerinin beklenen kazancını hesaplamak için kullanılır. Bu sonucu elde edebilmek için şu yöntem izlenir: Öncelikle işletmenin sistematik riski ile risk primi çarpılır. Sonrasında ise ilk işlemde ulaşılan sonuç ile işletmenin risksiz faiz oranı toplanır. Risksiz faiz oranının tespitinde devlet hazinelerinin, uzun vadeli olarak ihraç etmiş oldukları bir yıllık bileşik faiz oranı kullanılmaktadır.

Risksiz prim, sektörün getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farka eşittir. Sistematik risk ise bir değerinden küçük ya da büyük olabilir. Eğer sistematik risk birden küçük ise işletmenin hisse senetleri getirisi piyasa ortalamasından daha düşüktür. Sistematik riskin birden büyük değer alması durumunda ise işletmenin menkul kıymetlerinin piyasaya nazaran daha karlı olduğu söylenebilir. Aynı zamanda sistematik risk değeri birden ne kadar büyük değer alıyorsa, hisse senedinin pazarın çok daha üstünde getiriye sahip olduğu yorumu yapılabilir. Hatta işletmenin pazar lideri olma yolunda önemli bir potansiyele sahip olduğundan söz edilebilir. İşletmelerin hisse senetlerinin SVFM'ye göre beklenen getirisi, hisse senetleri maliyetleri içerisinde yer almaktadır.³⁷

1.2.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İşletme bilançolarının sağ tarafında yer alan pasiflerin meydana gelmesinde, yabancı kaynakların ve özsermayelerinin birbirlerine oranları her işletme için aynı değildir. Ayrıca sözü edilen oranların elde edilme maliyetleri, işletmeden işletmeye farklılık gösterebilmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken; öncelikle işletmelerin belirli bir dönemdeki yabancı kaynaklarını ve özsermayelerini oluşturan kalemlerin önem derecesi hesaplanır. Sonrasında ise bu kalemler birbirlerine oranlanır. Bu işlemin yapılması sürecinde ilk olarak her bir kaynağın işletme sermayesi içerisindeki payı bulunur. Sonraki aşamada ise yabancı kaynakların ve özsermayenin maliyetleri tespit edilir. Son olarak ise en başta elde edilen değişkenlerin, toplam sermaye

³⁷Eşref Savaş BAŞÇI, Sermaye Maliyeti, **Sakarya Üniversitesi Sürekli Eğitim ve Araştırma Uygulama Merkezi**, ss.57, <http://www.dtaudit.com/dosyalar/Egitim/Kurumsal%20Y%C3%B6netim%20%C4%B0lkeleri%20Ve%20Finansal%20Yonetim/B%C3%B6l%C3%BCm%208-Sermaye%20Maliyeti.pdf>. (25.04.2022)

içerisindeki payları ile ikinci aşamada hesaplanan sermaye maliyeti birbirleriyle çarpılır. İşte ulaşılan bu sonuç ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini göstermektedir.³⁸

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, projelerin değerlemesi başta olmak üzere birçok değerlendirme türünün hesaplanmasında yoğun olarak kullanılmaktadır. Yatırımlara ilişkin finansman giderlerinin değerlendirilmesinde şirketlerin dikkat etmeleri gereken en önemli hususlardan birisi kısa ve uzun dönemli yabancı kaynaklar ile özsermaye maliyetlerinin tahmin edilmesidir. Bu duruma ek olarak işletmelerin piyasa değerlerinin hesaplanmasında da bu oran kullanılmaktadır. Firmaların yeni projelere başlama kararı verebilmelerinde, sermaye maliyetlerinin bileşenleri yönlendirici bir role sahip olmaktadır. Ağırlıklı sermaye maliyetinin düşük olması aynı zamanda firma değerinin yükselmesine katkı sağlamaktadır.³⁹

1.2.4. Optimal Sermaye Maliyeti

Optimal sermaye maliyeti kavramı, işletmelerin finansman maliyetlerinin hesaplanabilmesi için en uygun yabancı kaynak ve özsermaye maliyetinin kullanılmasını ifade etmektedir. Bu maliyet türü sayesinde, şirketler firma değerini en üst seviyeye taşımayı amaçlarlar. İşletmeler dönem içerisindeki hedeflerine ulaşabilmek için zaman zaman yabancı kaynak ve özsermaye kombinasyonunda oynamalar yapabilirler. Bu durumun yanı sıra optimal sermaye maliyeti işletmeden işletmeye, işletmenin faaliyet gösterdiği sektörün özelliklerine, kredi faiz oranlarına, işletme yöneticilerinin karar ve davranışlarına göre farklılık göstermektedir.⁴⁰ İşletmelerin fon ihtiyacının karşılanmasında yararlanılan borç ve özsermaye değişkenlerinin bileşimleri, işletmenin finansal durumu üzerinde önemli bir etkiye sahip olmaktadır. Netice itibarıyla işletmenin borç kaynak kullanımının artması, faiz ödemelerinin yükselmesine sebep olmaktadır. Bu durumun aksine özsermaye kullanımının artması ise hissedarların daha fazla kar payı talep etmesi sonucunu doğurabilir.⁴¹

³⁸Cudi Tuncer GÜRSOY, **Finansal Yönetim İlkeleri**. 1. Baskı, İstanbul: Doğuş Üniversitesi Yayınları.2007, s.298.

³⁹Adnan GÜZEL ve Ahmet CİNGÖZ, “Proje Değerlendirmede Yeni Bir Yaklaşım: Dinamik Ortalama Sermaye Maliyeti”, **Ekonomi İşletme Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi**, Cilt:2, Sayı: 2, (2016), ss. 38-39.

⁴⁰Eugene BRIGHAM ve Joel HOUSTON, **Fundamentals of Financial Management**, 14. Baskı, Nashville: South-Western College Publication, 2015, ss.417.446.

⁴¹Öcal USTA, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 3. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 2008, ss.43-44.

Optimal sermaye yapısına sahip bir işletmenin, en düşük sermaye maliyeti ile faaliyet yürüttüğü ve firma değerini maksimize ettiği ifade edilebilir. Bu duruma ulaşana kadar ise ilk başta dış borçlanma maliyeti, özsermaye maliyetinden daha düşük seviyededir. Optimal sermaye maliyetine ulaşıldığı anda ise yabancı kaynak maliyeti ile özsermaye maliyeti birbirine eşitlenmektedir. Bu noktadan sonra ise kısa ve uzun vadeli yabancı kaynak maliyetinin, özsermaye maliyetinden daha yüksek olmaya başladığı görülmektedir. Dolayısıyla optimal sermaye maliyetine sahip bir işletme, eğer borçlanmaya devam ederse ortalama sermaye maliyeti artma eğiliminde olacaktır.⁴²



⁴²Mustafa Tevfik KARTAL, **Finansal Yönetim**, Aysel GÜNDOĞDU, (Ed.), 3. Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018, ss.323-324.

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN

FAKTÖRLER VE SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

Çalışmanın bu bölümünde, ilk olarak sermaye yapısına ilişkin teorilere yer verilecektir. Sermaye yapısı teorileri, işletmelerin finansal yeteneklerini en doğru bileşenlerle nasıl etkin ve etkili bir şekilde yönetebileceklerini açıklamaktadır. Ulusal ve uluslararası literatürde, bu teorilerin sınıflandırılması klasik (geleneksel) sermaye yapısı teorileri ve modern sermaye yapısı teorileri şeklinde iki ana başlıkta incelenmektedir. Çalışmada da bu ayrım kullanılacak olup, bu ayrımlar alt başlıkları ile birlikte açıklanacaktır.⁴³ Daha sonra ise sermaye yapısını etkileyen faktörler ele alınacaktır. Bu faktörler sermaye yapısını etkileyen içsel ve dışsal faktörler olmak üzere iki alt başlık halinde irdelenecektir. Ayrıca bu faktörlerin işletmelerin sermaye yapıları üzerindeki etkileri sermaye yapısı teorileri çerçevesinde incelenecektir.⁴⁴

2.1. Sermaye Yapısına İlişkin Teorik Yaklaşımlar

Sermaye yapısı teorileri, işletmelerin sahip oldukları kaynakların özelliklerini ve bu kaynakları elde etmenin maliyetlerini ele almaktadır. Ayrıca işletmelerin kaynak elde ediş şeklinin, işletmelerin piyasa değeri ile bağlantısını ortaya çıkarmaktadır. Bir başka deyişle bu teoriler kapsamında firmanın kaynaklarındaki değişim ya da dalgalanmaların, maliyetlere ve işletme değerine etkisi olup olmadığı tartışılmaktadır. Bir işletmenin yeni yatırımlar yapabilmek adına ihtiyaç duyduğu kaynaklara, en az maliyetle ulaşması ve kaynak kullanım kararlarının firma değerini maksimum yapması beklenir. Bu duruma ek olarak işletmeler kaynak kullanım kararları alırlarken, sermaye yapılarına ilişkin stratejiler geliştirmeleri gerekmektedir. Bu stratejilerin başarılı bir şekilde uygulanması,

⁴³D.K.Y. ABEYWARDHANA, "Capital Structure Theory: An Overview", **Accounting and Finance Research**, Cilt:6, Sayı: 1, (2017), ss.133-138.

⁴⁴Seyit Ahmet ATEŞ, "Finansman Kararlarını Etkileyen Faktörler: Türk İmalat Sanayi Üzerine Bir Çalışma", **Mali Çözüm Dergisi**, Cilt: 28, Sayı: 150, (2018), s.60.

işletmelerin likidite sorunları yaşamalarının önüne geçerek, borçlarını daha sağlıklı bir şekilde yönetmelerine imkan tanıyacaktır.⁴⁵

İşletmenin fon kaynakları, kısa vadeli yabancı kaynaklar ve uzun vadeli yabancı kaynaklardan oluşan toplam yabancı kaynaklar ve özsermaye bileşenlerinden oluşmaktadır. Bu noktadan hareketle sermaye yapısı teorilerinin, firma kaynaklarının, firmaların değerini maksimize etmek için nasıl kullanılması gerektiğini ele aldıkları söylenebilir. Bu amaçla geliştirilen sermaye yapısı teorilerinin literatürde genel olarak iki ana başlık altında toplandığı görülmektedir. Bu iki ana başlık; klasik sermaye yapısı teorileri ve modern teorileri olarak karşımıza çıkmaktadır. Klasik sermaye yapısı teorileri; Net Gelir Teorisi, Net Faaliyet Geliri Teorisi, Geleneksel Teori ve Modigliani-Miller Teorilerini kapsamaktadır. Modern sermaye yapısı teorilerinin alt yapısının Modigliani-Miller tarafından geliştirildiği ifade edilmektedir. Bu teoriler; Dengeleme Teorisi, Finansal Hiyerarşi Teorisi, Finansman Sıkıntı Maliyetleri, Asimetrik Bilgi Teorisi, Vekalet Teorisi, Piyasa Zamanlama Teorisi ve Sinyalleme Teorisi (İşaret Teorisi) olarak sıralanabilir.

2.1.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri

Klasik sermaye yapısı teorilerinin temelinde özsermaye ve borç değişkenlerinin birbirlerine oranlanması sonucunda elde edilen sonuçların, işletme değeri ile ilişkisi olup olmadığı sorunsalı bulunmaktadır. Bu noktada özsermaye ve borç değişkenlerinden herhangi birisi ilk başta payda yer almaktadır. Diğer değişken ise kendisine paydada yer bulmaktadır. Sonrasında ise pay ve paydada yer alan değişkenler birbirleriyle yer değiştirmektedir. Bu işlemin yapılmasının amacı özsermaye ve borç değerlerinin optimum seviyeye ulaşmasını sağlamaktır. Bu sayede de işletme değerinin maksimum olması hedeflenmektedir.⁴⁶ Klasik sermaye yapısının alt başlıkları incelenmeden önce, bu teorilerin ortak özelliklerini ifade etmek yerinde olacaktır:

⁴⁵R. Charles MOYER, James R. McGUIGAN ve Ramesh P. RAO, **Contemporary Financial Management Fundamentals**, 1. Baskı, Mason, OH: Thomson South-Western, 2005, s.371.

⁴⁶Şefika Nilay ONATÇA ENGİN, Cansu UNVER ERBAŞ ve Ahmet Gökhan SÖKMEN, "Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi: Türkiye'deki İşletmeler Üzerine Panel Veri Analizi", **İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 3, (2019), s.688.

- Klasik sermaye yapısı teorileri işletmelerin gelir vergisi ödemediklerini varsaymaktadırlar. Yani gelir vergisini göz önünde bulundurmamaktadır.
- İşletmeler borç / özsermaye oranını değiştirebilme imkanına sahiptir. Buna karşılık bu oranda her ne değişim olursa olsun, toplam kaynak miktarı değişmemektedir. Bu orandaki özsermaye değerini düşürmek için işletmeler dış borç kullanabilirler veya dış borcun miktarını düşürmek için özsermaye kullanımını arttırabilirler. Ancak her iki durumda da borç / özsermaye oranı sabit kalmaktadır. Bu işlem çok hızlı gerçekleştirilebilir ve oldukça düşük maliyetlidir.
- İşletmeler, faaliyetlerinden elde ettikleri karın tamamını, temettü olarak hissedarlarına paylaştırmaktadırlar. Bu sebepten ötürü işletmelerin kar dağıtımına ilişkin izlemiş oldukları politikalar, klasik sermaye yapısı teorileri kapsamında ele alınmamaktadır.
- İşletmelerin yatırım kararlarında elde edecekleri getiriler, pazardaki bütün işletmeler için eşit değerdedir.
- İşletmenin yatırımlarında karşılaşılabilecekleri riskler, toplam riski değiştirmemektedir. Yani toplam risk sabittir.
- İşletmenin faiz ve vergi öncesi kar beklentisi yıl içerisinde hiçbir faktörden etkilenmemektedir, yani sabittir.⁴⁷

2.1.1.1. Net Gelir Teorisi

Net Gelir Teorisi David Durand tarafından 1952 yılında ortaya atılmıştır. Bu teorinin genel anlamda iki tane varsayımı mevcuttur. Bu varsayımlardan ilkinde göre işletmelerin sermaye yapısı borç ve özsermayeden oluşur. İşletmelerin sermaye yapısında meydana gelecek değişiklikler, borç ve özsermayenin toplam maliyetini değiştirmemektedir. Diğer varsayım ise işletmelerin finansman kaynaklarının yönetiminde sorunların ortaya çıkması ve işletme risklerinin artması, hissedarların gelir artışı talep etmelerine neden olmaktadır.⁴⁸

⁴⁷Şefika Nilay ONATÇA, “Sermaye Yapısı Belirleyicileri: Hisseleri BİST’te İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Panel Veri Analizi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2017), ss.3-4.

⁴⁸Metin Ercan KEMAL ve Ünsal BEN, **Finansal Yönetim**, 1. Baskı, Ankara: Gazi Kitapevi, (2005), s.228.

Net gelir teorisinin temelinde, işletmelerin sermaye yapısı bileşenleri üzerinde değişiklik yaparak, sermaye maliyetini en aza indirgeyebilecekleri düşüncesi yatmaktadır. Bu sayede de işletmelerin piyasa değerinde artış gözlemlenmesi söz konusu olabilir. Ayrıca bu teori sermaye yapısı bileşenlerinde değişiklik yapıldığında, öz sermaye ile kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklardaki toplam maliyetin aynı kalacağını kabul ettiği için, kaldıraç oranına en fazla önem atfeden teorilerden birisi olarak gösterilmektedir. Bu teoriyi eleştiren görüşlerin temel çıkış noktası, işletmelerin dış kaynak borcunun artması durumunda, fon kaynak maliyetlerinin sabit kalmayacağı düşüncesidir. Çünkü dış kaynak borcunun yükselmesine paralel olarak hem özsermaye hem de yabancı kaynak maliyetinin artacaktır. Ayrıca maliyet artışının, işletmenin risklilik seviyesini arttıracığı ve sermayedarların kar beklentilerini yükselteceği öne sürülmektedir.^{49 50}

2.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi

Net Faaliyet Geliri Teorisi işletmelerin sermaye yapısı ile işletme değeri arasında bir ilişki olmadığını öne sürmektedir. Bu yüzden de bu teori sermaye oluşturma maliyetinin, kaldıraç oranından etkilenmediğini savunur. Bu noktadan hareketle net faaliyet gelir teorisi çerçevesinde, sermaye yapısındaki değişikliklerin, işletmenin piyasa değeri üzerinde bir etki yaratmadığı söylenebilir. Bir başka ifadeyle işletmelerin sermaye yapısındaki değişimler, işletme değerini değiştirmez.⁵¹

Net faaliyet teorisine göre işletmelerin daha fazla dış kaynaktan borçlanması, sermaye sahiplerinin risk algılarını arttırıcı bir etkiye sahiptir ve hissedarların daha fazla getiri beklемelerine sebep olur. Bu durumun önüne geçebilmek adına işletmeler, özsermaye kullanımına daha fazla ihtiyaç duyarlar. Bu yüzden de daha az maliyetle dış borç kullanmanın avantajı ortadan kalkmaktadır. Dış borç kullanım oranını azaltıp, özsermaye kullanımını arttırmak, kaynak maliyetlerini dengeye getirir. Sonuç olarak da toplam sermaye maliyeti sabit kalmaktadır.⁵²

⁴⁹Öztin AKGÜÇ, **a.g.e.**, s.488.

⁵⁰Fatih YİĞİT, **Sermaye Yapısı ve Sermaye Yapısı Teorileri**, 1. Basım, Ankara: Nobel Yayınevi, 2016, ss.15-16.

⁵¹KEMAL ve BEN, **Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim Finansal Yönetim**, s.231.

⁵²James Carter VAN HORNE, **Fundamentals of Financial Management**, 6. Baskı., New Jersey: Prentice Hall, 1986, s.278.

Yukarıdaki bilgilerden hareketle bu teorinin de temelde iki varsayımının mevcut olduğu ifade edilebilir. Bu varsayımlardan birisi borç miktarını arttırarak ya da azaltarak, sermaye maliyetini düşürmek mümkün değildir. Diğer varsayım ise sermaye yapısını farklı kombinasyonlar kullanarak değiştirmenin, işletmenin piyasa değeri üzerinde bir etkiye sahip olmadığıdır.⁵³

2.1.1.3. Geleneksel Teori

Geleneksel teori klasik sermaye yapısı teorilerinden net gelir teorisi ve net faaliyet geliri teorisinden esinlenerek, bu iki teorinin bileşiminden türetilmiştir. İşletmeler finansman arayışına girdiklerinde, fon ihtiyaçlarını ya özsermayeleri sayesinde karşılamakta ya da dış borç kullanarak karşılamaktadırlar. Bu teori özsermaye ile finansman ihtiyacının karşılanması maliyetinin, borç kullanılarak finansman elde etme maliyetinden daha yüksek olduğu belirtmektedir. Bunun nedeni olarak ise sermaye sahiplerinin işletmeye finansman sağladıklarında, üstlendikleri riskin arttığını düşünmeleri ve bu yüzden de daha fazla getiri beklentisi içerisine girdikleri varsayımı gösterilmektedir. Bu durumun bir sonucu olarak, özsermayeden fon kullanmak, dış kaynaklardan elde edilecek borcun faiz maliyetinden daha fazla bir maliyet ortaya çıkartmaktadır.

Geleneksel sermaye yapısı teorisi, toplam borç / özsermaye oranının arttırılması durumunda, özsermaye maliyetinin yükseleceğini öngörmektedir. Buna karşın kaldıraç oranının olumlu etkisi sebebiyle işletme değeri artacaktır. Ayrıca ideal sermaye yapısı bileşimi mevcuttur ve bu noktada toplam borç ve özsermaye maliyetinin marjinal katkısı eşit değerdedir. Bu noktadan itibaren borçlanmaya devam edildiğinde, işletmenin karşılaşılabileceği finansal risk yükselmektedir. Bunun yanı sıra sermaye sahipleri karşılaşılabilecekleri risklere ilişkin ilave getiri talep edebilirler. Bu durum özsermaye maliyetinin artmasına yol açabilir. Sonuç olarak hem özsermaye maliyeti hem de borçlanma maliyeti yükselecektir. Ayrıca borç verenlerin daha fazla faiz getirisi istemeleri söz konusu olacaktır.⁵⁴

⁵³VAN HORNE, **Financial Management and Policy**, 12. Baskı, New Jersey: Thrift Books- Phoenix, 2001, s.255.

⁵⁴Bilal AKKAYNAK, “Türev Finansal Araçların Sermaye Yapısına Etkisi: Türkiye’deki Bankalar Örneği”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2019), s.18.

2.1.1.4. Modigliani – Miller Teorisi

Teorinin temeli Carnegie Mellon Üniversitesi'nde profesör olarak çalışmakta olan Franco Modigliani ve Merton Miller isimli akademisyenlerin American Economic Review dergisinde yayınladıkları bir makaleye dayanmaktadır. Makalenin tam ismi “The Cost Of Capital, Corporation Finance and the Theory Investment” olup, adı geçen derginin 1958 yılındaki bir sayısında yayınlanmıştır. Bu teoriye göre işletmelerin sermaye yapısında yapılan değişiklikler, işletmenin piyasa değeri üzerinde bir etkiye sahip değildir. Bu yüzden de özsermaye ve borç değişkenleri birbirleriyle ikame edilebilecek özelliklere sahiptirler. Ayrıca piyasanın işleyişi mükemmeldir, bilgi akışı simetrik, enflasyon maliyeti ve vergi yükümlülüğü bulunmamaktadır.⁵⁵ Modigliani ve Miller teorisine ait varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Menkul kıymetlerin değiş tokuş işlemlerinde herhangi bir maliyet bulunmamaktadır.
- Piyasa monopol değildir. Tek bir alıcı ya da satıcı egemen değildir, çünkü piyasada yeteri kadar oyuncu bulunmaktadır.
- Bilgi akışı asimetrik olmadığı için bilgiye ulaşmanın maliyeti bulunmamaktadır.
- Vergi maliyetinin bulunmadığı varsayımı ortaya atılmasına karşın, daha sonraki yıllarda bu görüşlerinden vazgeçmişlerdir.
- Enflasyon maliyeti yoktur.
- Bütün işletmeler aynı maliyette borç bulmaktadırlar.
- Borç kullanımı vergi ve faiz öncesi karı etkilememektedir.
- İşletmeler aynı koşullarda rekabet etmekteyse, bu işletmelerin sahip oldukların risklerin dereceleri de birbirlerine eşittir.

Teori rasyonel yatırımcı tutumuna önem atfetmektedir. Ayrıca piyasalarda arbitraj fırsatı da bulunmaktadır. Bu yüzden de yatırımcılar yüksek riskli hisseleri ellerinde tutmayarak, satmayı tercih etmektedirler. Sonrasında ise yatırımcıların daha

⁵⁵Güven SAYILGAN, Hakan KARABACAK ve Güray KÜÇÜKKOCALOĞLU, “The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure Evidence from Turkish Panel Data”, **Investment Management and Financial Innovations**, Cilt:3, Sayı:3, (2006), ss.126-128.

düşük riskli yatırımlara yönecekleri düşünülmektedir. Teorinin geliştirdiği düşünceler arasında, piyasalardaki arbitraj sürecinin bir zaman sonra son bulacağı ve piyasalardaki fiyat farkının ortadan kalkarak, bütün piyasalarda fiyatların eşitleneceğini varsayımı da mevcuttur.⁵⁶

2.1.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri

Önceki bölümde açıklanan ve klasik sermaye yapısı teorileri arasında sayılan Modigliani- Miller yaklaşımının aynı zamanda modern sermaye yapısı teorilerinin de temeli olduğu varsayılmaktadır. Modigliani- Miller'in varsayımlarına yönelik eleştirilerin bir sonucu olarak ve günümüzdeki teknolojik, ekonomik gelişmelere paralel olarak aşağıda açıklanan modern sermaye yapısı teorileri geliştirilmiştir.

2.1.2.1. Dengeleme Teorisi

Dengeleme teorisi statik dengeleme teorisi ve dinamik dengeleme teorisi olarak iki alt başlığa ayrılabilir. Bunun temel nedeni iki teorinin sermaye yapısı tercihlerini değerlendirirken, zaman faktörünü dikkate alıp almamasıdır. Bunlar arasında statik dengeleme teorisi gelecekte piyasada yaşanabilecek değişimleri göz ardı ederken; dinamik dengeleme teorisi ise piyasa koşullarının değişebilmesi ihtimalini göz önünde bulundurmaktadır. Ayrıca dinamik dengeleme teorisi, işletmelerin bugünkü sermaye yapısı tercihlerinin, gelecekteki finansal ve mali durumlarını da etkilediğini öne sürmektedir.

Dengeleme teorisinin temel mantığı, işletmelerin dış borçlanma ve özsermaye kullanım tercihlerinin ortaya çıkardığı avantajların ve dezavantajların birbirlerini dengelemesi üzerine kuruludur. Teori kapsamında işletmenin dış borç kullanım tercihi, bu borç için ödenen faizin vergi tasarrufu avantajı oluşturduğunu öne sürmektedir. Ayrıca bu teori dış borç kullanımının sermaye sahiplerin yüksek kar beklentilerini bir nebze olsun azalttığını varsayar. Bununla birlikte yüksek borçlanma kararı, işletmelerin iflas etmelerine neden olabilir. Ayrıca yüksek borçlanma vekalet sorunları gibi dezavantajları ortaya çıkartabilir. Bu gibi durumlar nedeniyle dengeleme teorisi, işletmenin fon elde

⁵⁶Niyazi BERK, **Finansal Yönetim**, 13. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitapevi, 2020, s.284.

etme kararlarında ortaya çıkabilecek olumlu ve olumsuz sonuçlar arasında denge kurulması gerektiğini dile getirir.⁵⁷

Ayrıca dengeleme teorisi borç / özsermaye oranının artması sonucunda, işletmelerin finansal sıkıntı ile karşılaşabileceklerini öngörmektedir. Bu durum işletmenin finansal sıkıntı yaşayabilmesi, işletme değerinin düşmesi, faiz ödemeleri gibi nedenlerden ötürü borçlanma maliyetlerinin yükselmesi, sermaye maliyetlerinin artması gibi sonuçları da beraberinde getirebilir. Teori bu duruma ek olarak, işletmenin dolaylı ve dolaysız birçok maliyetle karşılaşabileceğini öne sürmektedir. Bunlar hukuki maliyetler, satışların düşmesi, tedarikçi ve müşteri kaynaklı maliyetler şeklinde örneklenebilir. Bu sebepten ötürü işletmeler, optimum borç / özsermaye oranı belirlemektedirler ve bu hedefe planlı bir şekilde ulaşmayı amaçlamaktadırlar.

Yukarıdaki bilgilerin yanı sıra işletmelerin borçlanmaları vergi avantajı sağlayacağı için, borçlanma ilk aşamada işletme değerini arttırabilir. Buna karşın borcun aşırı artması karşısında, işletmeler farklı maliyetlerle karşılaşacak ve bu durum işletme değerinin azalması sonucunu ortaya çıkartabilir. Dolayısıyla işletmeler bu riskler ve ihtimaller arasında denge kurmalı ve sermaye yapısı kararlarını bu plan çerçevesinde yönetmelidirler.⁵⁸

2.1.2.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi

Finansal hiyerarşi teorisi literatürde finansman hiyerarşisi teorisi olarak da isimlendirilmektedir. Bu teori Myers ve Majluf tarafından geliştirilmiştir. Teoriye göre işletmelerin sermaye ihtiyacını karşılayabilmeleri için iki tür kaynakları mevcuttur. Bunlar içsel kaynaklar ve dışsal kaynaklardır. Bu noktadan hareketle işletmelerin sermaye ihtiyacı ortaya çıktığında, işletmeler ilk aşamada içsel kaynaklardan faydalanırlar. Sonraki aşamada ise dış kaynaklara yönelirler ve bunlar içerisinde en az

⁵⁷Zelia SERRASQUEIRO ve Ana CAETANO, “Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory: Capital Structure Decisions In A Peripheral Region of Portugal”, **Journal of Business Economics and Management**, Cilt:16, Sayı:2, (2006), ss.446-448.

⁵⁸Priska Ralna Eunike CULATA ve Tri GUNARISH, “Pecking Order Theory and Trade-Off Theory of Capital Structure: Evidence from Indonesian Stock Exchange”, **Journal The Winners**, (2012), Cilt:13, Sayı:1, ss.43-44.

riskli olanı tercih ederler. Son tahlilde ise en riskli dış kaynaklar tercih konusu haline gelmektedir.

Finansal hiyerarşi teorisi işletmelerin fon ihtiyaçlarını karşılamak için ilk olarak içsel kaynaklardan birisi olan dağıtılmamış karları kullandıklarını ifade etmektedir. Sonraki süreçte borçlanma bir araç olarak kullanılmakta ve bu da çözüm olmazsa işletmeler, hisse senedi ihracına yönelirler. Bu noktada ortaya çıkan sorun ise yatırımcıların beklentileri ile işletme politikaları arasındaki bilgi karmaşasıdır. Yatırımcılar hisse senetlerinin yüksek fiyattan piyasaya sunulacağını ve bu hisselerin fiyatları düştüğünde işletmelerin borçlanacaklarını düşünmektedirler. Bu sebepten dolayı da işletme maksimum borç miktarına ulaşmadan, yatırımcılar yeni hisse senedi satın almayı tercih etmezler. Bu yüzden de işletmeler finansal hiyerarşi teorisini izlemektedirler.⁵⁹

Finansal hiyerarşi teorisi önceki yıllarda daha yüksek kar payı dağıtan işletmelerin borç kullanım oranının, daha az kar dağıtan işletmelere göre daha yüksek olduğunu öne sürmektedir. Bu teoriye göre işletmenin borçlanma eğilimleri ile kar dağıtım payı miktarı arasında pozitif yönlü ilişki mevcuttur. Bu durumun gerekçesi olarak ise işletmelerin hali hazırdaki fonlarını kar dağıtım payı olarak kullanmaları sebebiyle, yeni yatırımlar için dış kaynak kullanmaları gösterilmektedir.⁶⁰

2.1.2.3. Finansman Sıkıntı Maliyetleri

İşletmeler yatırımcılarına ve müşterilerine karşı yükümlülüklerini yerine getiremediklerinde finansal sorunlar yaşamaya başlayabilirler. Eğer ki işletmeler bu yükümlülüklerini karşılamakta zorlanmaya devam ederlerse, iflas riski ile karşılaşabilirler. Buna ek olarak hem finansman sorunları hem de iflas riski bazı yeni maliyetleri ortaya çıkartabilir. Bu maliyetler doğrudan ve dolaylı maliyetlerdir. Doğrudan maliyetler yargılama giderleri, hukuki ve mali danışmanlık giderleri olarak örneklenebilir. Dolaylı maliyetler ise işletmenin tedarikçileri ile ilişkilerinin bozulması,

⁵⁹Murray FRANK ve Goyal VIDHAN, "Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure", **Journal of Financial Economics**, Cilt:67, Sayı: 2, (2003), ss.218-221.

⁶⁰Dimitrios VASILIOU, Nikolaos ERIOTIS ve Nikolaos DASKALAKIS, "Testing the Pecking Order Theory: The Importance of Methodology", **Qualitative Research in Financial Markets**, Cilt:1, Sayı:2, (2009), ss.85-88.

işletme değerinin düşmesi, satışların azalması ve işletme çalışanlarının verimliliğinin zarar görmesi olarak sayılabilir.

İşletmeler paydaşlarına karşı yükümlülüklerini yerine getirebilmek için daha fazla dış borç kullanma kararı alabilirler. Bu durum ise hissedarların katlanabilecekleri riskleri arttırabilir. Bu yüzden de hissedarlar yatırımlarına karşılık, daha fazla getiri bekleyebilirler. Sonuç olarak da işletmenin hem dış borçlanma maliyeti hem de özsermaye maliyeti yükselmektedir. Bütün bu olumsuz senaryolara karşılık ortaya çıkan derin sorunlar, işletme yöneticilerinin daha dikkatli davranmalarına, sermaye yapısı kararlarını en ince ayrıntıya kadar planlayarak almalarına olanak sağlamaktadır. Bu durum işletme kaynaklarının daha etkin ve verimli kullanılabilmesi gibi olumlu bir sonucu ortaya çıkartabilir. Buna karşın daha az riskli yatırımlara yönelmek, bazı fırsatların değerlendirilememesine ve eksik yatırıma neden olabilir.⁶¹

2.1.2.4. Asimetrik Bilgi Teorisi

Asimetrik bilgi teorisi işletme çalışanlarının, yatırımcılar ve müşteriler gibi dış paydaşlardan daha fazla bilgiye sahip olduğunu öne sürmektedir. Dolayısı ile asimetrik bilgi teorisinin temel varsayımı, işletme yöneticileri ile yatırımcıların aynı bilgi sahip olmadığı yönündedir. Ayrıca işletme yöneticilerinin, işletmenin stratejik kararları hakkında daha fazla bilgiye sahip olduğu düşünülmektedir. Dolayısı ile işletmenin kar dağıtım politikası, fon ihtiyacı tercihleri gibi konularda aldığı kararlar; yatırımcılara işletmenin mevcut durumu hakkında sadece bilgi verme amacı taşımaktadır.⁶²

Asimetrik bilgi teorisine yönelik bir başka bakış açısı ise küçük işletmelerin fon ihtiyaçlarına yöneliktir. Teorinin bakış açısına göre bankalar küçük işletmelerin finansal yapısı hakkında bilgi tekeli oluşturmaktadır. Bu yüzden de küçük ölçekli işletmeler bankalardan kredi kullanmakta zorlanmakta ve ağır şartlar dahilinde borçlanmaktadırlar.

⁶¹Ender COŞKUN ve Güven SAYILGAN, “Finansal Sıkıntının Dolaylı Maliyetleri: İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Bir Uygulama”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:10, Sayı: 3 (2008), ss.46-49.

⁶²Selahattin BEKMEZ ve Filiz ÇALIŞ, “Oyun Teorisi Çerçevesinde Türk Bankacılık Sistemi ve Asimetrik Bilgi Problemi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:16, Sayı:2, (2011). ss.80-81.

Bu sebepten ötürü de fon ihtiyacı duyan küçük işletmeler ilk çözüm olarak içsel kaynaklardan faydalanmayı tercih etmektedirler.⁶³

2.1.2.5. Vekalet Teorisi

İşletmelerin faaliyetlerini yönetmek için personel istihdam etmeleri olağan bir durumdur. İşletme bünyesinde istihdam edilen kişilerden yönetici pozisyonunda bulunanlar ile işletme sahipleri zaman zaman sorunlar yaşayabilirler. Bu teori bu sorunların nedenlerini ve sonuçlarını ortaya koymaktadır. Yöneticiler zaman zaman işletmenin hissedarlarının çıkarları yerine, kendi beklentilerini ön plana koyabilirler. Kuşkusuz ki bu durumda taraflar arasında çatışma ortaya çıkartabilir. İşletme karının hissedarlara dağıtılması yerine, yeni yatırımlara yönlendirmesi kararı bu duruma bir örnek olarak verilebilir. Bu sorunun çözümü için yöneticilerin kontrol edilmesi ve denetlenmesi gerekmektedir. Tabii ki bu durum işletmeler için ayrı bir maliyet unsurunu ortaya çıkarmaktadır.

Vekalet teorisine ilişkin bir başka bakış açısına göre ise, bu teori işletmenin geleceği için birbirleriyle sınıksız ilişki içerisinde yer alan kişilerin sorunlarını ele almaktadır. Sorunların temelinde tarafların amaç ve beklentilerinin farklı olması yatmaktadır. Yöneticilerin işletmenin hissedarlarından daha fazla bilgiye sahip olduğu düşüncesinden yola çıkılarak, taraflar arasındaki bilgi akışının sağlıklı olması, kontrol ve denetim mekanizmasının güveni zedelemeyecek ölçüde olması gerektiği düşünülmektedir. Vekalet teorisi yalnızca yönetici kaynaklı sorunları incelememektedir. Ayrıca borç verenlerin tutum ve davranışları ile beklentilerini de konu almaktadır. Bir işletmenin karar alma sürecinde yöneticiler ve hissedarlar ile birlikte borç verenler de önemli bir konuma sahiplerdir. Örneğin işletmenin şartlı krediler kullanması durumunda, borç veren taraftan kaynaklı vekalet problemi ortaya çıkmaktadır.⁶⁴

Yöneticiler işletmenin faaliyetlerinin planlandığı gibi gitmesi için işletmenin finansal bilgilerini manipüle ederek, işletmenin finansal durumunu olduğundan daha

⁶³Fahrettin SÖKER, **Güncel Finansal Yaklaşım Yönetimleri**, Ömer Faruk ASLAN ve Bahattin ERDEN (Ed.), 1.Baskı, İstanbul: Efe Akademi Yayınları, 2021, s.152.

⁶⁴Cengiz ÇOBAN, “Vekâlet Teorisi ve TÜRKCELL Örneği”, **Journal of Politics, Economy and Management**, Cilt:1, Sayı:1, (2018), ss.10-14.

olumlu göstermek gibi girişimlerde bulunabilirler. Bunun yanı sıra karlı yatırımlara yönelmeme veya daha az riskli yatırımlara yönelerek düşük kar elde etme gibi yöntemleri tercih edebilirler. Buna ek olarak yöneticiler finansal kaynakları verimsiz ve hatalı kullanabilirler. Bu duruma karşın, böyle olayları fark eden ve bu olayları engellemek isteyen hisse sahiplerinin, yöneticilerin yetkilerini ellerinden almak ya da azaltmak gibi davranışları olabilir. Ayrıca yöneticilerin aksine hisse sahiplerinin yüksek kar dağıtım beklentileri de söz konusu olabilir. Hisse sahiplerinden kaynaklı vekalet sorunlarına bir diğer örnek ise hissedarların, karlı olabilecek ama riskli yatırımlara hisse yönlendirmeleri olarak verilebilir.⁶⁵

2.1.2.6. Piyasa Zamanlama Teorisi

Piyasa zamanlama teorisi Malcolm Baker ve Jeffery Wurgler tarafından geliştirilmiştir. Bu teori işletmenin önceki yıllardaki borçlanma tercihlerinin, işletmenin bugünkü finansal ve mali yapısını etkilediğini ileri sürmektedir. Kaldıraç oranı düşük olan işletmelerin, işletme değerleri yüksek olduğu dönemlerde dış kaynaklardan daha fazla fon elde etme yöntemini seçtiklerini varsaymaktadır. Buna karşın yüksek borç kullanımının işletmelerin piyasa değerini ilerleyen dönemde düşürmesi nedeniyle, işletmelerin daha az dış borç kullanmaya başladıklarını öne sürmektedir.⁶⁶

2.1.2.7. Sinyalleme Teorisi (İşaret Teorisi)

Sinyalleme teorisinin özünde işletmelerin finansal yapılarına yönelik aldıkları kararların, dış yatırımcılara işletmenin ekonomik durumu hakkında bilgi verdiği düşüncesi mevcuttur. Daha önce de ifade edildiği üzere işletme yöneticilerinin, işletmelerin dış yatırımcılarına göre daha fazla bilgiye sahip olduğu düşünülmektedir. Yatırımcılar ise işletmelerin dönemlik ya da yıllık finansal raporlarını irdeleyerek, işletme içinden bilgi temin etmeye çalışarak, işletmenin yeni yatırım kararlarını ve hisse kağıtlarının değerlerini takip ederek işletmeler hakkında bilgi sahibi olmaya çalışmaktadırlar.

⁶⁵Neriman ÇELİK ve Aykut BEDÜK, “Vekalet Teorisi Yaklaşımı ile İşlem Maliyeti Arasındaki İlişki, **Sakarya İktisat Dergisi**, Cilt:3, Sayı:1, (2014), ss.46-48.

⁶⁶Hasan TEKİN, **Gelişen Ekonomilerde Sermaye Yapısı**, 1. Baskı, İstanbul: Efe Akademi Yayınları, 2021, s.26.

İşletmelerin borçlarını yönetememesi, paydaşlarına karşı yükümlülüklerini yerine getirememesi ya da iflas etmesi, işletmeler açısından istenilmeyen sonuçlar arasında yer almaktadır. Bu durumların önüne geçebilmek için işletmeler yüksek oranda dış borç kullanmak yerine, fon elde etme araçlarından birisi olan özsermaye kullanım seçeneğini daha çok ön plana çıkartabilirler. Yatırımcılar ise işletmenin borç düzeyinin yüksek olmasının, işletmenin büyüdüğüne bir işaret olduğunu düşünmektedirler. Buna ek olarak işletme hissedarları ve yöneticiler işletmenin sermaye yapısı bileşenlerinde değişiklik yaparak, işletmenin geleceğine yönelik dışarıya izlenim sunmaktadırlar. İşte bu duruma literatürde sinyalleme teorisi adı verilmektedir. Sinyalleme teorisine göre borç oranı ile karlılık birbirlerini olumlu yönde etkiler. Yatırımcılar da işletmenin borç kullanım kararları doğrultusunda, işletmeye ilişkin yatırımlarını yönlendirmektedirler.⁶⁷

2.2. Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler

Finans alanında yapılan akademik çalışmalarda sermaye yapısını etkileyen faktörlerin tespiti için birçok değişkenin incelendiği görülmektedir. İşletmelerin sermaye yapıları; ülkelerin gelişmişlik seviyeleri, şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektör, firmaların büyüklükleri gibi birçok etkene bağlı olarak şekillenebilmektedir. Bu duruma ek olarak şirketlerin geleceğe ilişkin beklentileri ve işletme yöneticilerinin tutumları da sermaye yapısı bileşimlerinde etkili olmaktadır.⁶⁸ Çalışma kapsamında bu değişkenler içsel faktörler ve dışsal faktörler olarak iki alt başlıklar halinde incelenecektir. İçsel faktörler, firmanın müdahale edebildikleri faktörlerdir. Ayrıca firmanın faaliyet gösterdiği sektör, firma büyüklüğü gibi durumlara göre değişkenlik gösterdikleri ifade edilebilir. Buna karşın dışsal faktörler ise daha çok makro ekonomik etkileri sebebiyle, sektördeki bütün firmaları etkileyebilir. Bu faktörlerin özelliklerini firmalar tek başlarına belirleyememektedir. Dışsal faktörlerin, firmaların finansal performansı ve mali yapısı üzerinde doğrudan etkiye sahip oldukları söylenebilir.⁶⁹

⁶⁷Laura BINI, Francesco DANIELLI ve Francesco GIUNTA, “Signalling Theory and Voluntary Disclosure to the Financial Market. Evidence from the Profitability Indicators Published in the Annual Report”, **EAA Annual Congress, Rome**, 20-22 April, 2011, ss.2-3.

⁶⁸Erdal YILMAZ ve Tunay ASLAN, “Makroekonomik Göstergelerin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisi: İmalat Dışı Sektörler Üzerinde Bir Araştırma”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:85, (2020), s.188.

⁶⁹Risal RANOFAH, “Determinants of Capital Structure: Internal Factors (Accounting) versus External Factors (Market)”, **Sebelas Maret Business Review**, Cilt:4, Sayı:1, (2020), ss.28-29.

2.2.1. Sermaye Yapısını Etkileyen İçsel Faktörler

Sermaye yapısını etkileyen içsel faktörler firmaya özgü faktörler ya da mikro değişkenler olarak da isimlendirilmektedir.⁷⁰ Bu kapsamda ulusal ve uluslararası literatürdeki çalışmalar incelenerek, özgül ağırlığı en yüksek olan ve en sık kullanılan değişkenler işletme büyüklüğü, maddi duran varlıklar, borçlanma dışı tasarruf düzeyi, büyüme fırsatları, iflas maliyetleri, firma riski, karlılık, ortaklık yapısı ile ürün ve likidite olarak sayılabilir.⁷¹

2.2.1.1. İşletme Büyüklüğü

İşletmeler küçük ölçekli işletmeler ve büyük ölçekli işletmeler olmak üzere iki farklı düzeyde incelendiğinde; büyük ölçekli işletmelerin, küçük işletmelere nazaran daha fazla ürün ve hizmet çeşitlendirmesi yapabildikleri ifade edilebilir. Ayrıca büyük ölçekli işletmelerin hem iflas riskinin hem de iflas maliyetinin daha düşük seviyede olduğu söylenebilir. Bu duruma ek olarak büyük işletmeler gelişmiş kurumsal yönetim prensipleri çerçevesinde bilgi asimetrisine daha az maruz kalmaktadırlar. Bu durumun sonucu olarak da büyük şirketler, küçük şirketlere kıyasla krediye daha rahat ulaşmaktadır ve bu işletmelerin kredi maliyetleri daha düşüktür.⁷²

Sermaye yapısı teorilerinin işletme büyüklüğüne ilişkin yaklaşımları incelendiğinde ise dengeleme teorisi büyük ölçekli işletmelerin; iflas riskinin düşük olması, hazine bonosu, tahvil gibi birçok borçlanma aracına daha kolay erişebilmesi, işletme yöneticilerinin büyük bilgi kaynaklarına ulaşım; bu bilgi kaynaklarını daha rahat bir şekilde analiz edebilmesi gibi avantajları sayesinde borçlanma seviyelerini arttırabildiklerini öne sürmektedir. Finansal hiyerarşi teorisini varsayımları irdelendiğinde ise işletme büyüklüğü arttıkça, işletmelerin daha fazla iç kaynak kullanma

⁷⁰Selda DALAK ve Erdiñ KARADENİZ, “Makroekonomik Değişkenlerin Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi: Konaklama İşletmeleri Üzerine Uluslararası Bir Karşılaştırma”, **Uluslararası Yönetim ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt:8, Sayı:16, (2021), ss.2-3.

⁷¹Narendra KUMAR, **Internal and External Factors That Affect Working Capital**, 2017, <https://enterslice.com/learning/external-factors-affect-working-capital/>. (26.04.2022).

⁷²Eugene FAMA ve Kenneth FRENCH, “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt”, **Review of Financial Studies**, Cilt: 15, Sayı: 1,(2002), s.6.

eğiliminde oldukları ifade edilmektedir. Bu durumun bir sonucu olarak da büyük işletmelerin daha düşük kaldıraç oranı ile çalışması beklenmektedir.⁷³

2.2.1.2. Maddi Duran Varlıklar

Finansal yönetim ilkeleri kapsamında bir işletmenin varlık yapısı, duran varlıklar ve dönen varlıklardan oluşmaktadır. Bu ayrımın bir diğer adı ise cari varlıklar ve cari olmayan varlıklar şeklindedir. Duran varlıklar işletmenin uzun vadeli borçları karşılığında teminat olarak sahip olunan varlıklardır. Duran varlıklar da en genel anlamda maddi duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıklar olmak üzere iki başlıkta incelenmektedir. Fiziksel bir varlığa sahip olan maddi duran varlıklar, esas itibarıyla işletmelerin faaliyetlerini yürütürken kullandıkları makineler, binalar ve teçhizat gibi varlıklardan teşkil olmaktadır.⁷⁴ Buna karşın bir işletmenin sahip olduğu haklar, ayrıcalıklar ve imtiyazlar maddi olmayan duran varlıklara örnek gösterilebilir. Firmanın iflası söz konusu olduğunda maddi duran varlıklar işletme değerini arttırarak, işletme aktiflerinin hatalı fiyatlandırılmasının önüne geçmektedir.⁷⁵

İşletmeye borç veren kişi ya da kurumlar bu borçların geri ödenebilirliği noktasında güvenceye sahip olabilmek için işletmenin maddi duran varlık miktarına ve bu varlıkların piyasa değerine bakmaktadırlar. Bir işletmenin maddi duran varlık seviyesi ne kadar yüksekse, işletmenin olası bir iflas riskiyle karşılaşması durumunda, alacaklılar borçlarına o ölçüde erişebilme imkanına sahip olmaktadırlar. Bu durum işletmenin krediye ulaşabilme ve daha fazla borçlanma imkanını da etkilemektedir.⁷⁶

Maddi duran varlıklara yapılan yatırımların sonuçları, orta ve uzun vadede kendisini göstermektedir. Her ne kadar maddi duran varlıklar işletmelerin firma değerini yükseltme işlevi görüyor olsa da maddi duran varlık satın alımında izlenen yanlış

⁷³Mehmet Hidayet YILMAZ, “Üretim İşletmelerinde Dış Kaynak Kullanımının Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014), s.37.

⁷⁴Remzi ÖRTEN ve Rıdvan BAYIRLI, “TMS 16’ya Göre, Maddi Duran Varlıkların Dönem Sonunda Değerlemesi ve Muhasebe Uygulamaları”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 36, (2007), ss.35-36.

⁷⁵Kamu Gözetim Kurumu, “Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı, Modül 14, Maddi Olmayan Duran Varlıklar”, Ankara, 2017, ss.2-3,

⁷⁶Neilan SOYLU, Hasan UYGURTÜRK ve Turhan KORKMAZ, “Maddi Duran Varlık Alımı Duyurularının Pay Getirilerine Etkisi: BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü Üzerine Bir Araştırma”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 79, (2018), ss.67-68.

politikalar, işletmeleri ileriki dönemlerde finansal açıdan zorlayıcı bir özelliğe sahip olabilir.⁷⁷

2.2.1.3. Vergi Kalkanı Etkisi ve Borçlanma Dışı Tasarruf Düzeyi

İşletmelerin kredi taleplerine karşılık olarak, kredi verenlere faiz ödemesi yaptıklarından daha önce bahsedilmişti. Faiz giderlerinin kurumlar vergisi ödemelerinde hukukten gider olarak tanımlanması, vergi kalkanı etkisi olarak ifade edilmektedir. Bu sayede işletmeler vergi avantajı elde ederek, net karlarını artırma imkanı bulmaktadır. Bu durumdan faydalanmak isteyen şirketler, daha fazla kaynak tahsisine ihtiyaç duyduklarında, iç kaynaklara yönelmekten ziyade dış kaynak kullanımını tercih edebilirler. Bu noktada dikkat çekilmesi gereken bir husus ise elde edilen avantaja karşın, katlanılan maliyetin getirisinin daha yüksek olmasıdır. Ayrıca özsermaye maliyetinden daha düşük bir maliyetle borç temin etme imkanı söz konusu olmalıdır. Aksi halde vergiden yana elde edilmek istenen avantaj, işletme değeri üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olabilir.⁷⁸

Borç dışı tasarruf düzeyi ise vergi kalkanına alternatif olarak kullanılmakta olan bir değişkendir. Bu kapsamda kamusal emeklilik ve özel emeklilik fonları, yatırım iskontoları ve amortisman gibi kaynaklar vergi öncesi kar hesabında kurumlar vergisinden indirilmektedir. İşletmelerin borç dışı tasarruf düzeyleri arttıkça, daha az borçlanma eğiliminde oldukları görülmektedir.⁷⁹

2.2.1.4. Büyüme Fırsatları

Büyüme fırsatları işletmelerin güncel hesaplama yapılan dönemde sahip olduğu toplam varlıkların, brüt satışların ya da kazançlarının; önceki dönem(ler)deki değerlere göre yüzdesel değişimini ele almaktadır. Büyüme fırsatları ile kaldıraç oranı arasındaki ilişkiye yönelik sermaye yapısı teorilerinin öngörülleri incelendiğinde, literatürdeki çalışmalar içerisinde bir uzlaşma olmadığı gözlemlenmektedir. Bu noktada büyüyen

⁷⁷Eugene BRIGHAM ve Joel HOUSTON, **a.g.e.**, s.532.

⁷⁸Muhsin ÇELİK ve Umut UYAR "Vergi Kalkanı Değeri ve Firma Büyüme Oranı İlişkisi: Duyarlılık Analizi", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:17, Sayı: 2, (2017), ss.212-213.

⁷⁹Yupana WİWATTANAKANTANG, "An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms", **Pacific-Basin Finance Journal**, Sayı:7, (1999), s.385.

firmaların fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için borçlanmayı tercih ettiğine ilişkin yorumlar bulunmaktadır. Bu durumun aksine ise şirketlerin büyümelerine paralel olarak yöneticiler ve hissedarlar arasında kimi çatışmalar ortaya çıkabileceği ve iflas maliyetlerinin artabileceğine ilişkin öngörüler de mevcuttur. İşletme yöneticileri eldeki kaynakları yeni yatırımları finanse etmek ve büyümeyi daha da arttırmak isteyebilirler. Hissedarlar ise büyümeden kaynaklı olarak, kendilerine daha fazla kar dağıtılmasını talep edebilirler. Bu açıdan bakıldığında ise büyüme fırsatlarına sahip işletmelerin daha az borçlanma eğiliminde oldukları ifade edilebilir.⁸⁰

Büyüme fırsatlarına sahip olan işletmelerin borçlanma kararları aynı zamanda borcun vadesi, işletme büyüklüğü, işletmelerin karşı karşıya oldukları risklerin seviyesi, büyümenin kar üzerindeki etkisi gibi faktörlere bağlı olarak farklılık göstermektedir. Örneğin borçlanma düzeyi riskli olan bir işletme, kar elde edebileceği yeni bir projenin getirisinden mahrum kalmak istememesine rağmen, karşı karşıya bulunduğu riskler sebebiyle daha az borçlanabilir. Ayrıca işletmelerin risk seviyesinin artması, borç verenlerin daha yüksek faiz oranları talep etmelerine sebep olabilir. Bu sebepten dolayı işletmeler daha az borçlanmayı tercih edebilirler.⁸¹

2.2.1.5. İflas Maliyetleri

Kısa ve uzun vadeli borçlarını ödemekte zorlanan işletmelerin, iflas gibi bir sonuçla karşılaşmaları söz konusu olabilir. İşletmeler borç ödemelerinin gecikmesi dolayısıyla yükümlenecekleri faizleri de ödemek zorunda kalabilirler. Bu durum işletmelerin iflas etmelerinden kaynaklı ortaya çıkabilecek bazı maliyetleri de beraberinde getirmektedir. Faaliyetlerini sürdürebilir bulmayan ve borçlarını yönetemeyen işletmeler, iflaslarını isteyebilirler. Ayrıca alacaklılar da yargısal yollara başvurarak işletmenin iflasını talep edebilirler.

⁸⁰Güven SAYILGAN ve Ender UYSAL, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz: 1996 – 2008”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 66, Sayı:4, (2011), ss.111-112.

⁸¹Ebru ÇAĞLAYAN AKAY ve Aykut EFSUN, “BİST’de Listelenen İmalat Sanayi Firmaları İçin Sermaye Yapısının Analizi ve Değerlendirilmesi: Kaplan Meier ve Cox Nispi Hazard Modeli”, **Social Sciences Research Journal**, Cilt:4, Sayı:1, (2015), ss.12.13.

İflas maliyetleri dolaylı iflas maliyetleri ve doğrudan iflas maliyetleri olmak üzere iki alt başlıkta incelenmektedir. Dolaylı iflas maliyetlerine işletme kaynaklarının verimli bir şekilde kullanılamaması, satışların ve gelirlerin azalması, işletme yöneticileri ile işletme ortakları arasındaki sorunların derinleşmesi gibi durumlar örnek teşkil etmektedir. Buna karşın avukat masrafları, işletmenin tasfiyesinden ötürü ortaya çıkan maliyetler ise doğrudan iflas maliyetleri arasında sayılmaktadır. İşletmeler içsel ya da dışsal borçlanma yolu ile işletmenin ayağa kalkıp kalkamayacağına karar verebilir veya iflas maliyetlerini kabullenebilirler. İşte bu süreç işletmenin geleceğine ilişkin önemli bir kırılma noktasına işaret etmektedir.⁸²

2.2.1.6. Firma Riski

İşletmelerin karşı karşıya kaldıkları bazı riskler, bu işletmelerin finansal sıkıntıya düşebileceklerine ilişkin kimi sinyaller verebilir. İşletme riski aktif karlılığın, özsermaye karlılığının ya da satışların standart sapması hesaplanarak ölçülmektedir. Daha fazla riske sahip olan işletmelerin, daha az borçlandıkları söylenebilir. Örneğin karlılık ya da satışlardaki dalgalanmalar, işletmelerin geleceğe ilişkin öngörülerde bulunabilmesini ve borçlanma davranışlarının konumlandırma kararları üzerinde zorlaştırıcı bir etkiye sahip olmaktadır. Çünkü işletmeler borçlanma ile yeni yükümlülükler altına girebilirler. Borç ödeme vadesi geldiğinde ise işletme varlıklarının bu yükün altından kalkıp kalkamayacağını kestirebilmek de pek kolay değildir. Bu durumun aksine karlılık ya da satış değişkenleri daha az değişim gösteren işletmelerin, daha az riske sahip oldukları ve borçlanma kararlarındaki stratejilerini daha sağlıklı bir şekilde geliştirebildikleri söylenebilir.⁸³

2.2.1.7. Karlılık

Firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve hedeflerini gerçekleştirebilmeleri adına ihtiyaç duydukları en önemli faktörlerden birisi kar elde etmektir. İşletmelerin kar düzeylerinin artması, iflas riskini azaltıcı bir etkiye sahiptir. Ayrıca işletmeler dış

⁸²Ender COŞKUN, "Direkt İflas Maliyetleri ve Bu Maliyetleri Etkileyen Faktörler Üzerine Literatür İncelemesi", *International Journal of Economic and Administrative Studies*, Sayı:2, (2009), ss.98-99.

⁸³Turhan KORKMAZ, Ali Sait ALBAYRAK ve Abdulmecit KARATAŞ, "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören KOBİ'lerin Sermaye Yapısının İncelenmesi: 1997-2004 Dönemi", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı:22, (2007), s.84.

borçlanmanın vergi kalkanı etkisinden de faydalanmak isteyebilirler. Dolayısıyla karlı işletmelerin finansal kaldıraç oranını arttırarak, borçlanma seviyelerini yükseltmeleri beklenebilir. Bu durumun aksine ise işletmelerin karlılıkları düştükçe, iflasa sürüklenebilmeleri ve vekalet savaşlarına maruz kalabilmeleri söz konusu olabilir.⁸⁴

Yukarıda anlatılan durumun aksine ise işletmeler fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için ilk önce içsel kaynakları kullanmayı tercih edebilmektedirler. Faaliyetlerden elde edilen karları ise şirketin hissedarlarına temettü olarak dağıtmaları söz konusu olabilir. Eğer işletmelerin fon ihtiyaçlarının karşılanması noktasında içsel kaynakları yeterli gelmezse, bu durumda yabancı kaynak kullanımı kararı verebilirler. Dolayısıyla işletmelerin, karlılık oranları yüksek olsa bile finansal kaldıraç oranını düşük tutma eğiliminde olabildikleri söylenebilir.⁸⁵

2.2.1.8. Ortaklık Yapısı

İşletmelerin ortaklık yapıları kurulu bulundukları ülkenin ekonomik ve politik iklimine, mevzuat düzenlemelerine, faaliyet gösterdikleri piyasanın özelliklerine kadar birçok faktörden etkilenmektedir. Bu yüzden de işletmelerin ortaklık yapıları ve bu konuya ilişkin geliştirdikleri politikalar birbirinden farklılık arz etmektedir. Şirketlerin sermayeleri kimi durumlarda bir ailenin elinde bulunurken, kimi durumlarda ise devlet, işletmenin hisse çoğunluğuna sahip olmaktadır. Bazı şirketlerin sermaye yapısı yerli yatırımcıların çoğunluğu tarafından sahiplenilirken, bazen ise yabancı yatırımcıların egemenliği söz konusu olabilir.⁸⁶

Sahiplik yapısının sermaye yapısı üzerine etkisi incelendiğinde ise genel olarak hissedarların beklenti ve tutumlarının kaldıraç oranı ile ilişkisi üzerine çalışmalar yapılmıştır. Örneğin işletme sahiplerinin kar dağıtım beklentisi yüksekse ya da hissedarlar sermayelerinin karşılığında yüksek kar marjları talepleri içerisindeyse, bu durumlarda işletmelerin borçlanma davranışları negatif yönlü olmaktadır. Ayrıca işletme

⁸⁴ Eugene FAMA ve Kenneth FRENCH, *a.g.m.*, ss.6-7.

⁸⁵ Antoniou ANTONIOS, Yılmaz GUNEY ve Krishna PAUDYAL, "The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented Versus Bank-Oriented Institutions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cilt:48, Sayı:1, (2008), s.62.

⁸⁶ Ersan ERSOY ve Emin Hüseyin ÇETENEK, "Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama", *Ege Akademik Bakış*, Cilt: 15, Sayı: 4, (2021), ss,509–521.

yöneticileri ile hissedarlar arasındaki beklenti farklılıkları kimi çatışmaların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Risk almayı sevmeyen ya da belirli bir kar oranını makul gören yatırımcılar, işletmenin büyümesi için dış kaynaklardan borçlanmasına karşı çıkabilirler.⁸⁷

2.2.1.9 Likidite

Bir varlığın likit olması kolay ve hızlı bir şekilde paraya çevrilebilme özelliğiyle ilişkilidir. Paraya dönüşebilmesi daha pratik olan varlıkların likiditesinin de yüksek olduğu ifade edilebilir. İşletmelerin likiditesi ise borçlarının vadeleri geldiğinde ödeme gücünün olup olmadığını yansıtmaktadır. Likiditesi yüksek olan şirketler kısa vadeli borçlarını ödeyebilecek durumdadır. Buna karşın işletmelerin likidite seviyesinin düşmesi, kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanacaklarını gösterebilir.⁸⁸

Likiditesi yüksek olan işletmeler kısa vadeli borçlarını rahat bir şekilde karşılayabileceğini düşünerek, ihtiyaç duydukları fonları dış kaynak kullanarak temin etmeyi tercih edebilirler. Bu durumun tersine ise işletmeler yeni yatırımlara başlayabilmek için dış kaynak kullanmak ve faiz ödemelerine maruz kalmak yerine, likiditesini kullanmayı tercih etmektedirler.⁸⁹

2.2.2. Sermaye Yapısını Etkileyen Dışsal Faktörler

Sermaye yapısını etkileyen dışsal faktörler genel itibariyle işletme yöneticilerinin müdahale etkisi dışında kalan, makro etkenler olarak tanımlanmaktadır.⁹⁰ Bu değişkenler yasal mevzuat, ekonomik büyüme, sektörel özellikler, enflasyon, faiz oranları, döviz kuru, vergiler, borç verecek kişilerin beklentileri olarak sayılabilir.

⁸⁷İlhan EGE ve Tuğba Nur TOPALOĞLU, “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:1, (2017) ss.474-476.

⁸⁸Maziar GHASEMI ve Nazrul Hisyam AB RAZAK, “The Impact of Liquidity on the Capital Structure: Evidence from Malaysia”, **International Journal of Economics and Finance**, Cilt:8, Sayı:10, (2017), ss.130-131.

⁸⁹Kasım KİRACI ve Nurhan AYDIN, “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Geleneksel Havayollarından Ampirik Kanıtlar”, **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**, Sayı:21, (2018), ss.177-178.

⁹⁰Aida ZEIN, “Can Macroeconomic Factors Explain the Choice of Capital Ctructure? A Study of Listed Non-Financial Firms in Sweden”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Uppsala University Business Administration Programme, 2016), s.4.

2.2.2.1. Yasal Mevzuat

Bir ülkenin hukuk sisteminin altyapısal durumu, o ülkedeki finansal sistemin gelişmişliği üzerinde etkili olmaktadır. Nitekim sürekli değişen mevzuatlar, kanun ve hukuk boşlukları işletme faaliyetlerinin öngörülebilirliği üzerinde etkili olabilir. Uluslararası bir şirketin, bir ülkeye yatırım yaparken incelediği ilk kriterlerden birisi de o ülkedeki hukuk sisteminin güvenilirliğidir. İşletmeler de yatırım kararlarına yön verirken hukuki sınırlamalardan etkilenmektedir. Örneğin kredilerin geri ödeme vadeleri yasal mevzuat çerçevesinde düzenlenmektedir. Bu açıdan bakıldığında şirketin faaliyet gösterdiği sektöre göre kredi vadeleri uzayıp kısalmaktadır. Ayrıca hukuk sistemindeki aksaklıklar işletmelerin uzun vadeli borçlanmaları önünde engel teşkil etmekte olup, işletmeler daha kısa vadeli borçlanmayı tercih etmektedirler.⁹¹

Hükümetler kimi alanların gelişimine katkı sağlamak için daha uzun vadeli krediler kullanılmasının önünü açmaktadırlar. Ayrıca Hazine ve Maliye Bakanlığının veya Merkez Bankaları'nın çıkartmış oldukları yönetmelikler, tebliğler, sirkülerler işletmelerin uyacağı kuralları şekillendirmektedir. Bu duruma ek olarak şirketlerin ayırmaları gereken karşılık oranları, vergiden düşebileceği indirimler ve istisna kabul edilen haller, vergi hukukunun kanunilik ilkesi gereğince vergi kanunlarında yapılan değişiklikler, devletin yürütme organının kurumlar vergisi kapsamında yapabildiği oransal artışlar ve indirimler şirketlerin borçlanma davranışları üzerinde etkili olmaktadır.⁹²

2.2.2.2. Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)

Ekonomik büyüme olarak da bilinen Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) bir ülkedeki mal ve hizmet üretiminin zamanla artması, genişlemesi olarak ifade edilmektedir. GSMH'sı yükselen bir ekonomi için üretim kapasitesinin arttığı söylenebilir. İktisadi açıdan irdelendiğinde ise üretimin artması, parasal anlamda da genişlemeye imkan tanımaktadır. Ayrıca bireylerin tüketim tercihleri de zamanla değişiklik gösterebilir, daha

⁹¹Robert HART ve Thomas MOUTOS, **Human Capital, Employment and Bargaining**, 1. Baskı, Cambridge: Cambridge University Publications, 1995, s.567.

⁹²Erdinç KARADENİZ, "Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi", (Yayınlanmamış Doktora Tezi: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2008) s.64.

çok üreten ve tüketen topluma doğru bir dönüşüm söz konusu olabilir. GSMH verileri ışığında bir ekonominin büyüme hızına da ulaşılmaktadır. Ekonomik büyüme eğer nüfus artış hızının üzerindeyse, toplumsal huzur ve refahında artış göstereceği dile getirilebilir.⁹³

GSMH'nin işletmelerin sermaye yapısı üzerinde etkisi ise borçlanma davranışları üzerinde görülebilir. Nitekim daha fazla üretim yapmak isteyen ve büyümek isteyen işletmeler, daha fazla borçlanarak üretim seviyelerini arttırmak isteyebilirler. Netice itibarıyla talep konusunda herhangi bir eksiklik söz konusu olmayabilir. Ayrıca işletmeler faaliyetlerini yalnızca yurtiçi ile sınırlı tutmaksızın küresel çapta da faaliyet göstermeyi amaçlayabilirler.⁹⁴

2.2.2.3. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) ve Sektörel Özellikler

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın (GSYH) ekonomik büyüme göstergelerinden birisi olduğu söylenebilir. Bir ülkedeki refah seviyesinin artışını da yansıtabilme özelliğine sahiptir. GSYH'nin artışı üretim verimliliği ve teknolojik ilerlemeler gibi bir dizi değişkene bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. GSYH rakamlarındaki azalma ise ülke ekonomisinin mevcut durumuna ve geleceğine ilişkin uyarılar verebilir. Ayrıca ekonomik durgunluk, işsizlik, üretimdeki azalma ve talep fazlalığı sebebiyle enflasyonun artması gibi sonuçlar da ortaya çıkabilir.⁹⁵

GSYH'nin artması işletmeler için sermaye birikimine olanak tanıyabilmektedir. Ayrıca ekonomik büyüme üretim kaynaklarının artışına ve üretim için sermaye kullanımına fırsat sunmaktadır. Bu durumda da şirketler yatırımlarını genişleterek, karlılık seviyelerini arttırabilirler. GSYH seviyesinin yükselmesinin bir diğer etkisi,

⁹³ Özgür UYSAL, “Sürdürülebilir Büyüme Kavramının Çevre ve Ekonomik Boyutlarının Ayırıştırılması”, **Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt:5, Sayı:2, (2013), ss.111-112.

⁹⁴ Ahmet Levent YENER, “Türk Firmaların Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Beş Yüz Büyük Firmadan Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Görenler İçin Bir Analiz”, (**Yayınlanmamış Doktora Tezi**. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002), s.17.

⁹⁵ Fazıl Akın OLGUN, Şule IŞIN ve Ferruh IŞIN, “Türkiye’de Tarımsal GSYH ile Tarımsal Yatırımlar Arasında Nedensellik İlişkisi”, **Tarım Ekonomisi Dergisi**, Cilt:24, Sayı:1, (2018), ss.63-65.

işletme değerinin artmasına sebep olmasıdır. Ayrıca işletmelerin hisse senetlerinin de bu duruma paralel olarak değerlendirilmesi beklenmektedir.⁹⁶

İşletmelerin faaliyet gösterdikleri sektörün özellikleri ve sektördeki rekabet ortamının durumu, işletmelerin sermaye yapıları üzerinde etkili olabilir. Tahmin edilebileceği üzere bir sektörde büyük şirketler de küçük şirketler de yer almaktadır. Bazı şirketler pazar lideri olma özelliğine sahipken, bazıları ise bu işletmeleri takipçi konumundadır. Rekabetin düşük olması ihtimalinde işletmelerin daha kolay dış borca yöneldikleri söylenebilir. Çünkü artan rekabet aynı zamanda riski de beraberinde getirmektedir. Bu yüzden rekabetin yüksek olduğu sektörlerde şirketlerin öncelikle içsel kaynakları kullanmaları çoğunlukla gözlemlenen bir durumdur. Pazar payını arttırmak isteyen bir işletmenin yapmış olduğu hamlelerin, diğer şirketlere göre zamansal olarak geride kalması, yeni yatırımların sektör tarafından yenilikçi bulunulmaması gibi durumlar işletmenin marka değerini de zedeleyici özelliğe sahiptir.⁹⁷

2.2.2.4. Enflasyon

Enflasyonun en genel tabirle fiyatlar genel seviyesindeki artış olduğu söylenebilir. Enflasyon olgusu ülkenin yerel para biriminin değer kaybetmesi sonucunu da doğurabilir. Bu noktadan hareketle bireylerin alım gücünde de kayıplar ortaya çıkmaktadır. Enflasyonist baskının hissedildiği bir ülkede fiyatlar genel seviyesinin durağanlığı zarar görebilir. Bu durumun olumsuz bir getirisi olarak da piyasalardaki belirsizlik artmaktadır.⁹⁸

Finansal açıdan irdelendiğinde ise enflasyonun işletme maliyetlerini arttırması, satış fiyatlarındaki hesaplamaların sağlıklı bir şekilde yapılamaması, insanların alım gücünün azalması ile doğru orantılı olarak satış miktarlarının azalması gibi sonuçları olabilir. Ayrıca nominal seviyede işletmelerin satış rakamlarının ve karlılıklarının artış gösteriyor olmasına karşın reel anlamda her iki değişkenin de azalabilmesi gibi sonuçları

⁹⁶Mirza Onur DOĞAN, “Sermaye Yoğun İşletmelerde Sermaye Yapısının Belirleyicileri ve Risk, Getiri ve Yatırım Kararları Üzerine Etkisi”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2015), s.48.

⁹⁷Kenneth MARKS, *Handbook of Financing Growth*, 1. Baskı: New Jersey: John Wiley and Sons Publications, 2007, s.31.

⁹⁸TCMB, *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı Raporu*, Ankara, 2013, ss. 1-5.

ortaya çıkabilir. Bu durumun piyasalardaki riski de arttırabileceğini söylemek hiç kuşkusuz ki ihtimal dahilindedir. Riskin yüksek olduğu bir finansal piyasada da borçlanmak daha da maliyetli hale gelebilir.⁹⁹

Ayrıca hükümetlerin enflasyonu baskılamak için faiz oranlarına ve döviz kurlarına müdahalesi, işletmelerin borçlanma davranışları üzerinde etkili olabilecek ve işletmelere ek maliyetler getirecektir. Bu durumun olağan bir sonucu olarak da firmaların yatırımları olumsuz etkilenecektir. Dış borçlanma maliyetleri dışında yatırımcılar da enflasyona karşı kendilerini korumak isteyecekler ve sermayelerinden mahrum kalmaları karşılığında, getiri beklentilerini yükselteceklerdir. Her iki durumda da işletmenin ihtiyaç duydukları fonlara ulaşımı daha da zorlaşacak ve artan maliyetler sebebiyle işletme küçülme kararı dahi alabilecektir. Bunun yanı sıra işletmeler yeni yatırım kararlarını da ertelemek mecburiyetinde kalabilirler. Araştırma Geliştirme faaliyetleri için yeterli bütçe bulunamaması da işletmelerin yatırım ve projelerinin sektöre uğramasına neden olabilir. Finansal piyasalarda yaşanan sorunlar, hisse senetlerine ilginin azalmasına neden olabilir ve işletmelerin değer kaybetmesi sonucu ortaya çıkabilir.¹⁰⁰

2.2.2.5. Faiz Oranları

Banka kredilerinin faiz oranlarının yükselmesi, işletmelerin dış borçlanma maliyetlerini arttırıcı bir etkiye sahiptir. Bu durum işletmelerin yeni yatırım kararları üzerinde de olumsuz etkiye sahip olmaktadır. Ayrıca işletmeler likidite sorunları yaşadıklarında veya borç ödeme kapasitelerinin daralması nedeniyle, kredi ödeme şekillerini veya kredi vadelerini yenilemek istediklerinde daha yüksek maliyetlere maruz kalmaktadır.

Dış kaynaktan fon temininde zorluk çeken bir işletme pekala içsel kaynaklara yönelebilir. Böyle bir durum yatırımcıların kardan pay beklentilerinin yükselmesine sebep olabilir. Bu noktadan hareketle işletmelerin yüksek faiz oranları nedeniyle dış kaynaklardan uzak durması, özsermayeden fon kullanımını da maliyetli hale

⁹⁹Murat DÜZER, “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB’de Bir Uygulama, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi , Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü , 2008), s.43.

¹⁰⁰Songül KAKİLİ ACARAVCI, ”Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısı Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004) ss.47-50.

getirebilir.¹⁰¹ Özet olarak faiz oranlarının artması işletmelerin daha az borç kullanmalarına neden olurken, faiz indirimleri tersi bir etkiye sebep olmaktadır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak işletme değeri olumsuz etkilenmektedir. İşletme riski de yükseleceği için yatırımların sabit getiriye sahip menkul kıymetlere yönelmesi beklenebilen bir sonuçtur.¹⁰²

2.2.2.6. Döviz Kurları

Üretim ve tüketim için dışa bağımlılık düzeyi yüksek ekonomilerde, döviz kurlarında meydana gelen yukarı yönlü hareketler, ağırlıklı olarak yabancı para ile borçlanan işletmelerin yerel para cinsinden borçlarının da yükselmesine neden olmaktadır. Hatta kimi zaman ani döviz şoklarının meydana getirdiği sert hareketler, işletmelerin borçlarını yönetilemez hale getirmektedir. Devalüasyon kararları da bu duruma etki etmektedir.¹⁰³ İthalat yaparak, yurtdışından satın alınan malları işleyip ya da doğrudan tüketiciyle buluşturan işletmelerin maliyetlerinin artması ve borçlarının yükselmesi böyle bir ortamda gözlemlenebilir.

İşletmeler döviz kurlarındaki ani hareketlerin sonuçlarından daha az etkilenebilmek adına öngörü sahibi olarak, döviz stoklayabilirler ve yabancı para cinsinden kredi kullanım miktarlarını azaltma eğiliminde olabilirler. Sonuç olarak döviz kurlarında meydana gelen artış borç bileşenleri içerisinde yabancı kaynağın oranını arttırarak, işletmenin toplam pasifleri içerisinde özsermaye oranını azaltmaktadır. Buna karşın yerel para biriminin dövize karşı değer kazandığı durumlarda, yabancı kaynak oranının toplam borç içerisinde düşüş gösterebileceği tahmin edilebilir.¹⁰⁴

2.2.2.7. Vergiler

Vergiler işletmelerin dış kaynaktan elde ettikleri fonların geri ödemelerindeki maliyetlerden birisi olan faizlerin, gider kalemi olarak gösterilmesine olanak tanıyan

¹⁰¹Firdevs Sena ÖCAL ve Fetullah AKIN, "TCMB İmalat Sanayi Sektörel Bilançoları Kullanılarak İktisadi Parametrelerin Sermaye Yapısına Etkisi Üzerine Bir Uygulama", **Akademik Hassasiyetler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:10, (2018), s.221.

¹⁰²Rıdvan KARACAN, "Faiz, Döviz Kuru İlişisinin Makroekonomik Performansa Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:20, (2010), ss.72-73.

¹⁰³Eugene BRIGHAM ve Joel HOUSTON, **a.g.e.**, s.600.

¹⁰⁴Hoyt BLEAKLEY ve Kevin COWAN, "Corporate Dollar Debt and Depreciations: Much a Do About Nothing?", **The Review of Economics and Statistics**, Cilt:90, Sayı: 4, (2008), ss.612-614.

etkenlerden birisidir. Bir diğ er ifadeyle işletmeler faiz  demelerine karşılık vergi avantajı elde etmektedir. Bu avantajdan faydalanmak isteyen işletmelerin borçlanma davranışları, içsel kaynaktan önce dışsal kaynakları kullanma yönünde olabilir. Vergi oranlarının yükselmesi durumunda işletmeler dış kaynak kullanımını arttırmak istemektedir. Bu noktadaki eşik ise kredi kullanımından elde edilen vergi avantajı ile yatırımların getirisi arasındaki ilişkidir.

Eğ er yatırımların getirisi, vergi avantajından ya da bir diğ er ifadeyle faiz gelirlerinden düşükse, işletmeler dış kaynaklardan fon elde etmek yerine, özsermayeyi daha yoğ un ve etkin bir şekilde kullanmayı tercih etmektedirler. Aksi halde ise işletmeler en yüksek avantajı elde etmek için yabancı fon kullanımını eğiliminde olmaktadır. Kurumlar vergisinin yanı sıra bireysel gelir vergisi ile işletmenin taşınmazları ve taşınırları için ödedikleri vergiler için h k metler indirim ya da istisna imkanı getirmektedirler. Bu durum da borçlanmayı teşvik edici bir niteliğ e haiz olmaktadır.¹⁰⁵

2.2.2.8. Borç Verecek Kişilerin Beklentileri

İşletmeler dış kaynaklardan fon temin etmek istediklerinde, borç veren kişi ya da kuruluşlara başvurmaktadırlar. Bu kişilerin beklentileri ve tutumları, işletmelere fonların aktarımı noktasında önem arz etmektedir.  rneğ n borç verecek kişiler bu kredilerin zamanında ve eksiksiz olarak ödenmesini bekleyebilirler. Bunun için de borç verecek kişiler, kredi talebinde bulunan işletmenin önceki dönemlerdeki borç geri ödeme davranışlarını ve mevcut finansal gücü ile sahip olduğu risklerin seviyelerini incelemektedirler. İşletmenin kredibilitesi aynı zamanda borç verenlerin uygulayacakları faiz oranları üzerinde de etkili olmaktadır. Eğ er kredi verenler işletmenin kredi taleplerini reddetme eğiliminde olurlarsa ya da yüksek maliyetli krediler vermeyi teklif ederlerse, bu taktirde işletmelerin içsel kaynaklara yönelmeleri ve borçluluk yapılarında özsermayeye ağırlık vermeleri söz konusu olabilir.¹⁰⁶

¹⁰⁵FRANK ve VİDHAN, *Financial Management Magazine*, s.10.

¹⁰⁶ ztin AKG   , *a.g.e.*, s.512.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SİGORTACILIK SEKTÖRÜ ÖZELİNDE

SERMAYE YAPISI VE SERMAYE YETERLİLİĞİ

Çalışmanın bu bölümü ülkemiz sigortacılık sektörü özelinde sermaye yapısını ele almaktadır. Bu kapsamda ilk olarak sigortacılık sektörünün, Türk finans sektörü içerisindeki yeri ve önemi değerlendirip, sektöre özgü sermaye yapısının özellikleri hakkında bilgi verilecektir. Bununla birlikte risk yönetim aracı olan sigortacılık faaliyetlerine özgü risklerden bahsedilecek olup, sigortacılıkta sermaye yeterliliği anlamına gelen solvency hakkında bilgi verilecektir. Ayrıca sermaye yeterliliğine ilişkin ülkemizdeki hukuki düzenlemeler incelenecek ve çeşitli kurum ve kuruluşların raporlarından derlenen bilgiler doğrultusunda, hem dünyada hem de Türkiye’deki sigortacılık sektörün genel görünümü hakkında detaylı bir değerlendirme yapılacaktır.

3.1. Sigortacılıkta Sermaye Yapısı

Türk Ticaret Kanunu’nun (TTK) altıncı kitabı olma özelliğini taşıyan Sigortacılık Kanunu’na göre, ülkemizde faaliyet göstermek isteyen sigortacılık ve reasürans şirketlerinin, bu kanunun üçüncü maddesinin birinci fıkrası uyarınca, ticari işletme türleri arasında sayılan anonim şirket ya da kooperatif şirket şeklinde kurulmaları gerekmektedir.¹⁰⁷ Bununla birlikte aynı kanunun beşinci maddesinin hükümlerine göre bu şirketlerin hayat ya da hayat dışı branş sigortaları bakımından yalnızca birisinde faaliyet göstermeleri zorunludur. Başka bir ifadeyle sigorta şirketi sadece bir sigorta grubunda poliçe düzenleyebilme ruhsatına sahip olabilmektedir.¹⁰⁸

Sigorta şirketlerinin yürütmüş oldukları faaliyetlerin nitelikleri dikkate alındığında, bu şirketlerin toplumsal açıdan bir güvence unsuru oldukları ifade edilebilir. Sigortacılığın hem bireyler ve kurumlar hem de ülke ekonomileri için günden güne artan önemi, bu şirketlerin mali açıdan da güçlü olması gerekliliğini de beraberinde

¹⁰⁷Türk Ticaret Kanunu Beşinci Kitap, “Sigorta Hukuku”, Birinci Kısım, Sayı:27846, 2011, Madde:3. <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.5684.pdf> (Erişim Tarihi: 28.03.2022)

¹⁰⁸Türk Ticaret Kanunu Beşinci Kitap, “Sigorta Hukuku”, Birinci Kısım, Sayı:27846, 2011, Madde:5. <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.5684.pdf> (Erişim Tarihi: 28.03.2022)

getirmektedir. Dolayısıyla sigorta şirketlerinin finansal krizler yaşamamaları adına sermaye yapılarının ve borçluluk kararlarının sağlıklı olması ve sermaye yapısı ile ilgili olarak ulusal ve uluslararası düzenlemelerin dikkate alınması gerekmektedir.¹⁰⁹ Bu kapsamda sigortacılık faaliyetlerinin temel fonksiyonlarına kısaca değinip, sigortacılık sektörünün ülkemiz finans sektörü içindeki yerine, sermaye yapısı kararlarına ilişkin sigortacılık faaliyetlerine özgü özelliklerine değinip ve bu konudaki yasal düzenlemeleri gözden geçirmek yerinde olacaktır.

3.1.1. Sigortacılık Sektörünün Finans Sektörü İçerisindeki Yeri

Sigortacılık, sigortalıların gelecekte yaşayabilecekleri zararların olası maddi kayıplarından korunabilmeleri için sigorta şirketlerinden bir prim karşılığında teminat satın almaları olarak tanımlanmaktadır. Sigortacılık faaliyetlerinin bireylere ve kurumlara sunduğu en önemli imkanlardan birisi, bu kişilerin gündelik yaşantılarında karşılaşılabilecekleri risklerin etkilerini minimize edebilmek olduğu söylenebilir. Riskin tamamen ortadan kaldırılması söz konusu olmasa bile, sigorta yaptıran kişilerin daha dikkatli ve bilinçli bir şekilde hareket etmeleri öngörülebilir. Ayrıca sigortalılar, herhangi bir tehlike ile karşılaştıklarında, sigorta şirketleri tarafından maruz kaldıkları zararların karşılanacağını da farkında olmaktadır. Bu durum sigorta şirketlerinin, toplumsal huzur ve refahı arttırıcı bir role sahip olduklarının bir göstergesidir.¹¹⁰

Ayrıca sigortacılık faaliyetlerinin hiç icra edilmediği varsayımı altında, bireylerin bu zararların üstesinden tek başına gelemeyecekleri de yadsınamaz bir gerçektir. Böyle bir durumda devlet bu kayıpların karşılanması görevini üstlenilebilmektedir. Sonuç olarak devletin omuzlarındaki yükün daha da artacağı öngörülebilir. İşte bu değerlendirmelerin ardından sigorta şirketlerinin yürüttükleri faaliyetlerin hem toplumsal açıdan hem de ülke ekonomileri bağlamında hayati bir konuma sahip olduğu ifade edilebilir.¹¹¹

¹⁰⁹Judy Feldman ANDERSON, **Risk and Insurance**, 2. Baskı, Amerika Birleşik Devletleri: Society of Actuaries Publication, 2005, ss.2-3.

¹¹⁰Ahmet KÜÇÜKŞAHİN ve Diğerleri, “Güvenlik Bağlamında Risk ve Risk Yönetimi”, **Güvenlik Stratejileri Dergisi**, Cilt:5, Sayı:10, (2009) s.14.

¹¹¹Murat ÖZPOLAT, **Temel Sigortacılık**, 5.Baskı, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2011, ss.34-35.

Sigorta şirketlerinin finans sektörü içerisindeki yeri ve önemini anlayabilmek adına, öncelikle sigorta şirketlerinin yürüttükleri faaliyetlerin, ülke ekonomileri açısından özelliklerini incelemek gerekmektedir. Bilindiği üzere ülkemiz finans sektörü başta bankalar olmak üzere, sigorta şirketleri, yatırım kuruluşları, aracı kişi ve kurumlar, tüketici finansman şirketleri gibi kurum ve kuruluşlardan meydana gelmektedir. Finans sektörünün sunmuş oldukları hizmetlere de finansal hizmet adı verilmektedir. Dolayısıyla sigorta şirketlerinin de finansal hizmet sunma özelliğinin bulunduğu ifade edilebilir. Finansal piyasaların en önemli işlevlerinden birisinin, fon fazlasına sahip tasarruf sahipleriyle, fon ihtiyacı bulunan kişi ve kurumlar buluşturmak olduğu söylenebilir. Bir diğer ifadeyle bu piyasalarda fon fazlası olanlardan, fon ihtiyacı olanlara doğru bir fon akışı söz konusu olmaktadır. Bu sayede bir taraf tasarrufları sayesinde daha fazla para kazanmayı amaçlarken, diğer taraf ise yatırımları için ihtiyaç duydukları fonları finanse etmektedir.¹¹²

Sigortacılık faaliyetlerinin önemli fonksiyonlarından bir tanesinin, bu sektörün fon oluşturabilme kapasitesinin mevcudiyetidir. Sigorta şirketleri bünyesinde toplanan fonların ekonomiye kaynak aktarımı işlevine sahip olduğu ifade edilebilir. Bu durumdan hareketle sigortacılık sektörünün ekonomik gelişme ve kalkınmaya yardımcı olmak, ekonomilerdeki kaynak verimliliğini arttırmak, bireylerin gelir düzeyini yükseltmek gibi birçok önemli rol üstlendiğinden bahsedilebilir. Gelişmiş ülkelerin finans sektörleri incelendiğinde, sigortacılık sektörünün öncü sektör olduğu görülmektedir. Hatta gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler ayrımı altında, bu ülkelerin finans sektörleri ele alındığında, gelişmiş ülkelerdeki sigortacılık sektörünün, gelişmekte olan ülkelere nazaran bankacılık sektöründen daha yüksek paya sahip olduğu gözlemlenmektedir. Tarihsel süreç içerisinde de gelişmiş ülkelerde ilk önce sigortacılık faaliyetleri ortaya çıkmakta ve daha sonra sigortacılık faaliyetlerinden elde edilen fonların yatırım aracı olarak kullanılabilmesi adına bankacılık faaliyetleri gelişme göstermektedir.^{113 114}

¹¹²Hilmi ACINAN ve İlyas AKHİSAR, **Reasürans**, 1.Baskı, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2014, s.3.

¹¹³Sezin ELÇİN CENGİZ, “Sigortacılık Sektöründe Rekabet Hukuku Uygulamaları AB Düzenlemeleri ve Türkiye İçin Çıkarımlar”, (**Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri**, Rekabet Kurumu, 2007), s.65.

¹¹⁴T.C. Kalkınma Bakanlığı, **Finansal Hizmetler Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, 2014, ss.84-86. https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/10/10_FinansalHizmetler.pdf. (Erişim Tarihi: 28.03.2022)

Hayat dışı sigorta branşlarında faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin satmış oldukları poliçeler genellikle bir yıl sürelidir. Bu yüzden bu işletmelerin kısa vadeli kullanıma hazır fon birikimine sahip oldukları söylenebilir. Buna karşın, hayat grubunda faaliyette bulunan sigorta şirketlerinin ise sigortalılara sunmuş oldukları teminatlar uzun vadelidir. Dolayısıyla hayat branşında faaliyet gösteren sigorta şirketlerin uzun vadeli fon oluşturabilme imkanına sahip oldukları söylenebilir. Sigorta şirketleri elde etmiş oldukları bu fonları devlet tahvili, hazine bonosu, repo, forward, futures, halka açılma yoluyla hisse senedi ihracı, gayrimenkul yatırımları, ipotek karşılığı ödünç para verme işlemleri gibi birçok yöntemle kullanmaktadırlar.¹¹⁵

Tablo 2. Türkiye’deki Finans Kuruluşların Aktif Büyüklüğü (2020, Milyar Türk Lirası)

Sektör	Tutar	Toplam İçindeki Pay (%)
Bankalar	6.004	84
Portföy yönetim şirketleri	351	5
Sigorta şirketleri	283	4
İşsizlik sigortası fonu	110	2
Emeklilik yatırım fonları	159	2
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	91	1
Finansal kiralama şirketleri	57	1
Faktoring şirketleri	34	0
Finansman şirketleri	37	1
Aracı kurumlar	34	0
Reasürans şirketler	6	0
Girişim sermayesi*	4	0
Menkul kıymet yatırım ortaklıkları	0.14	0
Toplam	7.172	100
*Tebliğ değişikliği nedeniyle 31.12.2013 tarihinden itibaren girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının portföy tablosu hazırlama yükümlülüğü bulunmamaktadır.		

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği (TBB)

Tablo 2’de Türkiye’deki faaliyet gösteren finans kuruluşlarının aktif büyüklükleri gösterilmektedir. Türk finans sektörünün aktif büyüklüğü incelendiğinde, 2020 yılı itibariyle sektörün toplam aktif büyüklüğü 7.172 milyar Türk Lirası’dır (TL). Bu rakam içerisindeki en büyük pay 6.004 milyar TL değeriyle bankalara aittir. Bankaların aktif

¹¹⁵BERK, Sigortacılıkta Fon Yönetimi, ss.7-14.

büyükölük içerisindeki yüzdesel payı ise %84'tür. Ülkemiz finans sektörü içerisinde bankalardan sonra en önemli kuruluşlardan bir diğeri ise portföy yönetim şirketleridir. Bu şirketler 351 milyar TL aktif büyüklüğü ile finans sektörü içerisinde toplam %5'lik bir paya sahiptir. Sigorta şirketleri ise 2020 yılı itibariyle 283 milyar TL aktif büyüklüğe haizdirler ve bu rakamla sektörde %4'lük bir dilime sahiptirler. Bu şirketleri ise %2'şer paya sahip olan işsizlik sigorta fonu ve emeklilik yatırım fonları takip etmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, finansal kiralama şirketlerinin ve finansman şirketlerinin ise %1'lik paya sahip oldukları ifade edilebilir. Tablodan da görülebileceğı üzere sigorta şirketleri, ülkemiz finans sektörü içerisinde önemli bir paya sahiptir.¹¹⁶ Sigorta bilincinin yükselmesi ve insanların ekonomik refahının artması ile birlikte bu payın ilerleyen yıllarda daha da artması öngörülmektedir. Böylece sigortacılık şirketlerinin hem ülke ekonomilerinin hem de finans sektörlerinin önemli bir paydaşı olmaya devam edeceği düşünülmektedir.¹¹⁷

3.1.2. Sigortacılık Sektörü Özelinde Sermaye Yapısı ve Önemi

Sigorta şirketleri sigortalılardan topladıkları primleri yatırımlara yönlendirmektedir. Bu sayede sigorta şirketleri hem sigortacılık faaliyetleri kapsamında teknik kar elde etmeyi amaçlamakta, hem de toplamış oldukları fonları yatırımlara yönlendirerek yatırım karı elde etmeyi hedeflemektedirler. Dolayısıyla sigorta şirketlerinin mali karının, teknik kar ve yatırım karından oluştuğı ifade edilebilir. Bu kapsamda dikkat çekilmesi gereken önemli bir nokta ise, sigorta şirketlerinin kar politikalarını başarılı bir şekilde yönetebilmelerinin yanı sıra sigortalılara karşı yükümlölüklerini yerine getirebilecek mali güce de sahip olmalarıdır.¹¹⁸

Sigorta poliçesi kapsamında teminat verilen riskler meydana geldiğinde, sigortalılar poliçede yazılı teminat tutarları nispetinde sigorta tazminatı istemektedirler. Bu durumun doğal bir sonucu olarak yeterli finansal güce sahip olmayan sigorta şirketleri, bu tazminat taleplerini karşılayamamakta ve sigortalıları mağdur edebilmektedirler.

¹¹⁶Türkiye Bankalar Birliğı, **Bankalarımız 2021**, Yayın Numarası: 339, İstanbul, Mayıs 2021, s.20. https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7766/Bankalarimiz_2020.pdf. (01.05.2022).

¹¹⁷Haşim ÖZÜDOĞRU ve Çiğdem ÇETİN, "Türkiye'de Sigortacılıkta Güncel Sorunlar", **Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi**, Cilt:5, Sayı:2, (2017), ss.60-66.

¹¹⁸Uğur ÖZER, "Kasko ve Trafik Sigortaları Kârlılık Değerlendirmesi", **Reasürör Dergisi**, Sayı:76,(2010), ss.22-23.

Bununla birlikte sigorta sektörüne duyulan güven sarsılarak, bu durum sigortalanma oranının da düşmesine sebebiyet vermektedir.¹¹⁹ Böyle bir durumun önüne geçebilmek için hem devlete hem de sigorta şirketlerine önemli görevler düşmektedir. Devlet bu alanda yapmış olduğu yasal düzenlemeler ile sigorta şirketlerinin sermaye yapılarına ilişkin birtakım kısıtlamalar getirmektedir. Ayrıca devlet, sigorta şirketlerine birtakım kolaylıklar da sunmaktadır. Sigorta şirketleri ise yatırım kararları alırken veya borçlanma kararı verirken öncelikle bu kısıtlamalara uymaları gerekmektedir. Örneğin sigorta şirketleri, sigortalılara karşı yükümlülüklerini yerine getirebilecek asgari mali güce sahip olması gerekmektedir.¹²⁰

Sigorta şirketlerinin finansal yapısını oluşturan değişkenlerin, diğer üretim, hizmet ve finans sektörlerine göre farklılık arz ettiği ifade edilebilir. Örneğin prim gelirleri, sigorta şirketlerinin varlık yapısını oluşturan en önemli kalem olarak görülebilir. Buna karşın tazminat ödemeleri ise sigorta şirketlerinin en önemli giderleri arasında yer aldığı söylenebilir. Tazminat ödemelerinin ön plana çıkan rolü ise ancak hasar meydana geldiğinde ödenebilir olmasıdır. Ayrıca, sigortalıların poliçe süresi içerisinde herhangi bir riske maruz kalmamaları tazminat ödemelerini gerektirmediği için prim miktarı sigorta şirketinin teknik kar hanesine yazılmaktadır.¹²¹

Sigorta şirketleri üstlendikleri riskleri paylaşabilmek adına, sigortanın sigortası olarak da tanımlayabileceğimiz reasürans faaliyetleri yürütmektedir. Reasürans sözleşmeleri çerçevesinde sigorta şirketleri belirli oranlardaki primleri reasürörlere devretmekte ve reasürörler de bu nispette hasar maliyetlerine ortaklık yapmaktadırlar. Ayrıca bazı durumlarda sigorta şirketleri tazminat ödemesini reddetmekte ya da sigortalıların istedikleri ölçüde tazminat ödemesini geri çevirmektedirler. Bu durumda sigorta şirketi ve sigortalılar arasındaki uyuşmazlık hukuki bir hal almakta, arabuluculuk görüşmelerinden sonra bu uyuşmazlık mahkemeye taşınabilmektedir. Bu süreçte sigorta şirketleri ödeme yapmadıkları ve davalar uzun sürelerde sonuçlanabilmektedir. Bu

¹¹⁹Günay Deniz DURSUN, “Sigorta Şirketlerinde Rücuen Tazminat İşlemleri ve Muhasebeleştirilmesi”, **Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi**, Cilt:13, Sayı:50, (2018), s.76.

¹²⁰Said Alpagut ŞENEL, “Sigorta Şirketlerinde Mali Yeterlilik”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:8, Sayı:2, (2006), s.312.

¹²¹Fevzi TOPSOY, “Sigorta Primlerinin Zamanında Ödenmemesi ve Bu Nedenle Sigortacının, Gemi İpoteki Alacaklısına Karşı Tazminat Ödeme Borcundan Kurtulması”, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Özel Sayı**, Cilt:1, Sayı:1, (2015), ss.30-32.

davalar sonucunda şirketlerin aleyhine bir karar çıkması durumunda, şirketler bu ödemeleri faizleri ile birlikte yapmak durumunda kalmaktadırlar. İşte bu ve benzeri durumlar sigorta şirketlerinin ekonomik ve finansal yapısını etkilemektedir.¹²²

Yukarıdaki açıklamalardan sonra sigorta şirketlerinin mali yapısının güçlü olması gerekliliğinin, hem sigortalıları hem de lehtarları koruyabilmek adına önem arz ettiği söylenebilir. Ayrıca hem sigortacılık sektörünün ülke ekonomisi adına sahip olduğu rolün pekiştirilmesi hem de finans sektörünün güçlenmesi için sigorta şirketlerinin sermaye yapısına etki eden faktörlerin ele alınması yerinde olacaktır. Bu işletmelerin sermaye yapısına etki eden içsel faktörler arasında sigorta şirketlerinin riski derecelendirmesi, risklerin seçimi, reasürans işlemleri, poliçe sayıları gibi faktörler yer almaktadır. Buna karşılık dışsal faktörler arasında ise enflasyon oranları, faiz oranları, sermaye piyasasının durumu, toplumsal açıdan sigortacılığa yaklaşım, ülkenin genel ekonomik durumu, sektördeki rekabet gibi etkenler bulunmaktadır.¹²³

Sigorta şirketleri çok yüksek riskli poliçeler sattıklarında, kimi zaman ortaya çıkabilecek hasar miktarının da büyük olması söz konusu olmaktadır. Bu durumun yanı sıra her ne kadar ilgili riskin frekansı yani meydana gelme ihtimali düşük olsa da, bu risk meydana geldiğinde büyük yıkımlar ortaya çıkabilir. Deprem gibi katastrofik riskler buna örnek verilebilir. Sigorta şirketlerinin böyle bir poliçe kapsamında elde ettiği prim miktarının, hasarları karşılaması beklenemez. İşte bu şekilde zor bir durumla karşılaşmak istemeyen sigorta şirketinin öncelikle mevcut riski derecelendirip, akabinde poliçe kapsamında teminat verilen halleri, ek prim ile teminat altına alınabilecek durumları ve teminat dışında bırakılan klostları ince eleyip, sık dokuyarak poliçeyi satması beklenmektedir. Hatta sigorta şirketleri zorunlu poliçeler arasında yer almamak kaydıyla, bu risklere güvence vermemeleri yerinde bir karar olacaktır. Aksi halde ekonomik açıdan bir yıkımla karşı karşıya kalma ihtimalleri bulunan sigorta şirketleri, iflasa kadar sürüklenebilir.¹²⁴

¹²²Mehmet ÖZDAMAR, "Sigorta Hukukunda Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim Sistemi", **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi** Cilt:17, Sayı: 1-2, (2013), ss.832-833.

¹²³Serhat YANIK, "Sigorta İşletmelerinde Mali Yeterlilik Analizi ve Türk Sigorta Sektöründe Bir Uygulama Örneği (Bayındır Hayat Sigorta Anonim Şirketi)", (**Yayınlanmamış Doktora Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2000), ss.61-62.

¹²⁴Mahir ÇİPİL, **Risk Yönetimi ve Sigortacılık**, 2. Baskı, Ankara: Nobel Yayınevi, 2013, ss.176-177.

Sigorta şirketleri düşük rizikolu ve küçük miktarda hasar ödemesi ortaya çıkartabilecek riskleri üzerinde tutarak, bu poliçeler için reasürans anlaşması yapmamayı tercih edebilir. Buna karşılık riskin yüksek olduğu durumlarda, riski reasüre etmek sigorta şirketlerinin faaliyetleri kapsamında beklenebilen, makul bir durumdur. Çünkü meydana gelme sıklığı ve tazminat talebinin düşük olduğu bir risk için sigorta şirketinin sedan şirkete prim devretmesi, sigorta şirketinin karlılığını düşürebilecek bir etkidir. Buna karşın yüksek riskli bir durumu ise yeniden sigorta ettirmemek, sigorta şirketleri için yıkıcı sonuçları beraberinde getirebilir. Bu bilgiler ışığında sigorta şirketlerinin reasürans işlemleri için aldıkları kararların finansal açıdan önem arz ettiği söylemek mümkündür.¹²⁵

Sigorta şirketleri ne kadar çok poliçe satarlarsa, o kadar fazla prim geliri elde etmektedirler. Fakat burada ince bir çizgi olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Sigorta şirketlerinin likiditesini arttırabilmek için her riski üstlenip, çok sayıda sigorta sözleşmesi akdetmeleri yüksek tazminat ödemeleri ile karşılaşabilmeleri sonucunu ortaya çıkartabilir. İçsel faktörler yanında dışsal faktörler de sigorta şirketlerinin finansal yapısını etkilemektedir. Enflasyonun yüksek olduğu durumlarda, sigorta şirketlerinin nominal karı yükselse bile, reel karının düşebileceği ifade edilebilir. Sigorta şirketlerinin sermaye yapısının faiz oranlarından etkilendiğini söylemek de mümkündür. Örneğin faiz oranlarının düşürülmesi, sigorta şirketlerinin yatırım karları üzerinde olumsuz etkiye sahip olabilir.

Hukuki düzenlemeler yapabilme yeteneğine sahip kurumların, sigortacılık faaliyetleri üzerine yaptıkları düzenlemeler de sigorta şirketlerinin mali yapısını ilgilendirmektedir. Örneğin bir sigorta branşında serbest tarife uygulanıyorsa, sigorta şirketleri prim miktarlarını serbestçe belirlemektedirler. Bazen ise tavan fiyat uygulamaları ile birlikte sigorta şirketlerinin kazanabilecekleri prim miktarı sınırlandırılmaktadır. Bu duruma paralel olarak teminat verilen haller ile ilgili yapılan düzenlemeler, hasar ödemelerindeki üst limit düzenlemeleri, bazı branşlarda poliçe yapılmasının zorunlu hale getirilmesi gibi durumlar sigorta şirketlerinin prim geliri ve

¹²⁵Hilmi ACINAN ve İlyas AKHİSAR, a.g.e. ss.5-7.

tazminat ödemeleri üzerinde etkili olmaktadır. Netice itibariyle bu değişimler şirketlerin sermaye yapısı kararları üzerinde de belirleyici olmaktadır.¹²⁶

İnsanların alım güçleri, tasarruf düzeyleri, eğitim seviyeleri ve sigorta faaliyetleri konusunda bilinçli olmaları, sigorta yaptırmaya eğilimlerini şekillendirmektedir. Bu durum geçimini zor bir şekilde sağlayan ya da işsiz birisinin sigorta yaptırmak için tasarrufta bulunamayacak durumda olması ile açıklanabilir. Bu yüzden de insanların gelir seviyeleri ve yaşam standartlarının yükselmesi, bu kişilerin sigorta yaptırmaya eğiliminde olmalarına imkan tanımaktadır. Ayrıca sigortacılık faaliyetlerine ilişkin önyargılı olmayan bireylerin, sigortacılığa karşı daha bilinçli ve daha duyarlı olmaları beklenebilir. Böyle durumlarda sigorta poliçe sayıları yükselebileceği için şirketler daha fazla prim geliri elde ederek, likidite seviyelerini ve yatırımlarını arttırabilir. Tabii ki yüksek poliçe sayısına karşın, üstlenilen risklerin arttıracığı gerçeği de bu noktada göz ardı edilmemelidir.¹²⁷

Sigorta sektöründeki rekabet, şirketlerin yenilikçi ve dinamik yapıya sahip olmalarına imkan sunmaktadır. Günümüzde sigortacılık sektörü teknolojik gelişmeler ile birlikte yepyeni bir boyut kazanmıştır. Ayrıca ülkemize yönelik yabancı sermayenin ilgisinin artması ile birlikte uluslararası şirketlerin sektörde ağırlık kazanmaya başladıkları ifade edilebilir. Bu durumun yanı sıra toplumsal ve küresel gelişmelere bağlı olarak daha önce tanımlanmamış, sigortalanmamış birçok yeni riski ortaya çıkarmaktadır. Bu risklerin sigortalanmaları için yapılan çalışmaların, araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin sektörde atılım yapmak isteyen şirketler için önemli bir fırsat olduğundan da bahsedilebilir. Bu sayede diğer şirketlerden önce, bu yeni risklere ilişkin uygulamalar geliştiren şirketlerin pastadan daha fazla pay alarak, rekabet gücünü arttırabileceği ve pazarda öncü ya da lider şirket haline gelebileceğinden söz edilebilir. Rekabet gücü elde etmek isterken mevcut risklerin dikkate alınması, bazı olumsuz sonuçları beraberinde getirebilir. Çünkü bu noktada şirketlerin kar beklentileri, yüksek hasar ödemeleri

¹²⁶Behice AYDIN, “Sigorta Sektöründe Mali Yeterlilik ve Türk Sigorta Sektörünün Analizi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2007), s16..

¹²⁷Davut KARAMAN, “Sigortacılık Sektörünün Güncel Sorunlarının Belirlenmesi: Alanya’da Bir Araştırma”, *Uluslararası Yönetim ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Cilt:5, Sayı:10, (2018), ss.35-36.

nedeniyle teknik zarar ile sonuçlanabilir ve şirketler likidite sorunlarına maruz kalarak, daha fazla borçlanmak zorunda kalabilirler.¹²⁸

3.2. Sigortacılıkta Risk Yönetimi ve Mali Yeterlilik (Solvency)

Çalışmanın bu kısmında öncelikle sigortacılıkta risk yönetimi konusu ele alınacaktır. Sonrasında ise İngilizce dilinden Türkçe'ye mali yeterlilik olarak tercüme edilen solvency kavramının tanımı ve önemi hakkında bilgi verilecektir. Daha sonra ise sırasıyla Solvency I ve Solvency II alt başlıkları altında sigortacılıkta mali yeterlilik kuralları ve kıstaslarına değinilerek, sermaye yeterliliğine ilişkin ülkemizdeki hukuki altyapı irdelenecektir.

3.2.1. Sigortacılıkta Risk Yönetimi

Sigortacılık faaliyetleri ile risk arasındaki ilişkiyi anlayabilmek için sigortacılığın tanımını irdelemek yerinde olacaktır. Sigorta benzer ya da aynı risklere maruz kalan kişilerin, bu riskler meydana geldiğinde karşılaşılabilecekleri kayıpları en aza indirmek amacıyla, bir prim karşılığında sigorta şirketlerinden teminat satın almaları olarak tanımlanabilir. Bu ifadeden de anlaşılabilceği üzere sigortacılık ve risk iç içedir. Sigortacılığın aslında bir risk yönetim türü olduğu ifade edilebilir. Hatta risk sigortacılığın olmazsa olmaz bir parçasıdır.¹²⁹ Buna karşın daha önceden de bahsedildiği üzere risk kelimesinin, farklı sektörler için değişik anlamlara gelebilmesi mümkündür. Bu sebepten dolayı da sigortacılık ve risk arasındaki ilişkiyi ayrı bir başlık altında incelemek yerinde olacaktır.

3.2.1.1. Sigortacılık Açısından Riskin Önemi ve Risk Yönetimi

Tarihsel gelişim süreci içerisinde sigortacılık sektörü ülke ekonomilerinin büyümesinde ve ülkelerin kalkınmasında önemli bir role sahip olmuştur. Sigortalılar ya da kimi durumlarda sigorta ettiren olarak isimlendirilen sigorta müşterileri günlük yaşantılarındaki belirsizliklerden korunabilmek amacıyla, sigortacılık sektörünü bir

¹²⁸Tuncay ÇELİK ve Muhittin KAPLAN, “Türk Sigortacılık Sektöründe Rekabet: 2002-2004”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt:22, Sayı: 251, (2007), ss.52-54.

¹²⁹Yıldırım Kemal ÇUHACI, **Açıklamalı Sigorta ve Reasürans Terimleri Sözlüğü**, 1. Baskı, İstanbul: Milli Reasürans TAŞ, 2004, s. 148.

güvence olarak görmektedirler. Bu durum sigortacılık faaliyetlerinin gelişmesine imkan sunarak, ulusal ve uluslararası birçok sigorta şirketinin kurulmasına zemin hazırlamıştır.¹³⁰

Söz konusu duruma ek olarak teknolojik gelişmeler ve küreselleşmeyle birlikte birçok yeni risk türü de ortaya çıkmıştır. Bu risklerin bazıları sadece bireylerin hayatlarını etkilemekteyken, bazıları ise şirketlerin mali ve finansal yapılarını zedelemektedir. Bu risklerin ortaya çıkardığı kayıplar, sektörel ve uluslararası krizlere sebep olmaktadır. Bu sebepten dolayı sigortacılıkta risk yönetimi hayati bir öneme sahiptir. Aksi halde sigorta şirketleri müşterilerine karşı sorumluluklarını yerine getirememekle birlikte kendileri de birçok sorunla yüzleşmek zorunda kalmaktadırlar. Sektörün yaşayabileceği bir kriz ülke ekonomisine doğrudan ya da dolaylı olarak etki edebilmekte, bunun sonucu olarak da toplumsal huzur ve güven zedelenmektedir.¹³¹

Sigorta şirketlerinin faaliyetlerine sağlıklı bir şekilde devam edebilmeleri için de sigortacılıkta riskleri tanıma, riskleri analiz etme ve risk yönetimi konularına değinmek gerekebilir. Bu noktadan hareketle ilk olarak sigortacılıkta riskin tanımını yapmak yerinde olacaktır. Sigortacılık literatüründe risk genellikle riziko anlamında kullanılmaktadır. Sigortacılık literatüründe riziko ise bir tehlikenin ortaya çıkması ya da kayıp ortaya çıkartacak bir olayın vuku bulması olarak tanımlanmaktadır. Rizikonun muhakkak gelecekte meydana gelmesi, ortaya çıktığında maddi bir kayıp ortaya çıkartması, belirli bir frekansa ve şiddete sahip olması, yasal yani hukuka uygun olması ve sigortalının sigortalabilir menfaatinin bulunması gerekmektedir.¹³²

Rizikonun özelliklerini örnekler ile açıklayacak olursak, kasko sigortası kapsamında meydana gelebilecek bir kaza, kural olarak sigorta poliçesi yapıldıktan sonra ve sigorta süresi içerisinde gerçekleşmesi gerekmektedir. Kaza meydana geldiğinde sigortalının aracı hasar görmekte ve maddi bir kayıp ortaya çıkmaktadır. Trafik kazalarının ise dünyanın hemen hemen her yerinde belirli sıklıkta meydana geldiği

¹³⁰Haydar ARSEVEN, “Sigortanın Tarihçesi ve Geri Kalmışlığımızın Sebepleri”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 43, (1987), ss.417-418.

¹³¹Sertuğ SUNAY, “Geleceğin Riskleri”, **Reasürör Dergisi**, Sayı: 98, 2015, ss. 13-14.

¹³²SEGEM, **Sigorta Acenteleri Teknik Personel Eğitim Programı**, İstanbul, 2012, s.7. (https://www.segem.org.tr/Acente/acenteders_2208.pdf), (27.04.2021).

söylenabilir. Bu durum rizikonun gerçekleşme sıklığını yani frekansını ifade etmektedir. Ayrıca kim kazalarda araçlar tamamen kullanılamaz hale gelebilirken, kimi durumlarda ise küçük çaplı zararlar ortaya çıkmaktadır. Kazanın sigortalı tarafından kasıtlı olarak yapılmaması ise olayın hukuki boyutunu kapsamaktadır. Araçta meydana gelen zarar ise sigortanın konusunu oluşturan sigortalanabilir menfaatin zedelenmesi anlamını taşımaktadır.¹³³

Sigortacılıkta riskin tanımı ile birlikte bu riskin analizi de risk yönetimi açısından yol gösterici bir niteliğe sahiptir. Nispeten uzun ve karmaşık bir süreç olan risk analizi sigortacılık özelinde tanımlanan risklerin tüm boyutları ile ele alınması olarak tanımlanmaktadır. Bu noktada rizikonun meydana gelmesine sebep olabilecek tüm tehditler sigortacı tarafından detaylı bir şekilde incelenmekte, risk değerlendirilmesi, risk sınıflandırılması yapılmakta ve sigorta poliçeleri hazırlanırken, riskin hem genel şartlara hem de özel şartlara ilişkin etkileri araştırılmaktadır. Ayrıca risk faktörleri fiyatlandırmaya da etki etmektedir. Başarılı bir risk analizi, sigorta şirketlerinin sürpriz sonuçlar ile karşılaşmasını engelleyerek, finansal ve mali açıdan başarılı bir şekilde faaliyetlerine devam edebilmesine imkan tanımaktadır. Ayrıca bu durum şirketlerin sağlıklı bir risk yönetim politikasına sahip olmasına olanak sunmaktadır.

Sigortacılıkta risk yönetimi, risk analizinde tespit edilen unsurların, sigortacılık tekniği kapsamında birçok modelleme yapılarak yönetilmesi olarak ifade edilebilir. Sigortacılıkta risk yönetimi karşılaşılmaması muhtemel risklere karşı tedbir alınması, maliyet analizi yapılması, riskleri fırsata çevirebilme imkanının araştırılması gibi sonuçları da beraberinde getirecektir. Risk yönetimi esasında bir süreçtir. Risklerin tanımlanması, değerlendirilmesi ve analizi aslında büyük fotoğrafın birer parçası olmalarından ziyade, birbirini takip eden zincirin halkaları olarak ele alınabilir. Bu noktada her bir halkanın birbirini dolaylı ya da doğrudan etkileyebildiği söylenebilir. Sürecin herhangi bir noktasında yapılan hatanın, risk yönetiminin etkinliğini ve verimliliğini azaltıcı bir role sahip olduğu ifade edilebilir.¹³⁴

¹³³Burcu AYTEN, **Felaket Modellerinin İşleyiş Mekanizması ve Felaket Risklerinin Reasüransı**, 1. Baskı, İstanbul: Ceyma Matbaacılık, 2007, ss.6-7.

¹³⁴SEGE, **Sigorta Acenteleri Teknik Personel Eğitim Programı**, İstanbul, 2012. s.8. (<https://sorhocam.com/uploads/docs/segem-acente-ders-notlari-12UDR.pdf>)

3.2.1.2. Sigorta Şirketleri Açısından Riskler

Sigorta şirketleri, faaliyet gösterdikleri sektörün özellikleri sebebiyle diğer alanlara göre çok daha farklı riskler ile karşı karşıya kalmaktadır. Öncelikle sigorta şirketleri sigortalıların risklerini üstlerine almaktadırlar ve riskin meydana gelip gelmemesi şirketlerin kontrollünde değildir. Sigortalıların davranışları ve sigortalıların sahip oldukları risklerin özellikleri rizikonun meydana gelip gelmemesinde etkin bir rol oynamaktadır. Ayrıca bu durum sigortalılara ödenecek tazminat türü ve tazminat miktarı ile yakından ilişkilidir. Nihayetinde sigorta şirketlerinin en önemli gelir kalemlerinden birisi sigortalılardan alınan prim gelirleridir. Buna karşılık sigorta şirketlerinin en önemli gider kalemlerinden birisi ise sigortalılara yapılan tazminat ödemesidir. Eğer prim miktarı tazminat miktarını karşılayamazsa, sigorta şirketleri sigortalılara karşı yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanacaklardır. Bu duruma ek olarak sigorta şirketlerinin vergi ödemeleri, personel giderleri gibi birçok sabit ve değişken maliyetleri mevcuttur. İşte bu noktada sigorta şirketleri doğru planlamalar yapamaz ve stratejik risk yönetimi konusunda başarılı olamazlar ise, bu şirketlerin finansal ve mali açıdan birçok sorun yaşamaları söz konusu olacaktır.¹³⁵

Sigorta şirketlerinin ekonomik yönden güçlü olabilmeleri, giderlerini yani bilançolarındaki pasifleri nasıl yönettiklerine, bir başka deyişle maliyetlerini nasıl fonlayabildiklerine bağlıdır. Sigortalanabilir risklerin bazıları düşük frekansa sahip olmasına karşın, meydana geldiklerinde büyük kayıplara yol açmaktadır. Bazı riskler ise yüksek frekansa sahip olmakla birlikte ortaya çıkan hasarın şiddeti düşük olmaktadır. Her iki durumda da sigorta şirketlerinin sigortalılardan talep edebileceği prim miktarı rizikonun şartlarına göre belirlenmektedir. Ayrıca zorunlu sigortalar istisna olmak üzere, sigorta şirketleri bazı riskleri üstüne alıp almama yani sigorta poliçesi akdetme noktasında karar verme yetkisine sahip olmaktadır.

Sigorta şirketleri yalnızca sigorta ürünlerinden kaynaklı risklere maruz kalmamaktadırlar. Bunun yanı sıra mikro ve makro birçok faktörden de etkilenmektedirler. Piyasada meydana gelebilecek kriz, enflasyon, döviz ya da faiz

¹³⁵ Deloitte, **Strategic Risk Management in Insurance**, 9. Baskı, Londra, Ağustos 2015, ss.8-10.

oranlarındaki değişimler, kanun koyucu tarafından sigorta mevzuatına yönelik düzenlemeler, teknolojik gelişmeler ve küresel bazda meydana gelebilecek olaylar sigorta şirketlerinin faaliyetlerini yakından ilgilendirmektedir. Bu durumları bir bütün olarak ele aldığımızda sigorta şirketlerinin kendilerine yönelik güçlü yanlarını, zayıf yönlerini, fırsatlarını ve tehditlerini iyi analiz etmesi gerekmektedir. Bu duruma ek olarak sigorta şirketlerinin mevcut ya da potansiyel risklerini doğru bir şekilde tanımlamalarının, bu riskleri derinlemesine analiz etmelerinin ve riskleri yönetmek amacıyla alternatifli stratejiler geliştirmelerinin; bu şirketlerin faaliyetlerinin sürekliliği için hayati bir öneme sahip olduğu söylenebilir.¹³⁶

3.2.1.3. Sigortalanabilir Risklerin Özellikleri

Sigortacılık bünyesinde tüm risklerin sigortalanması beklenemez. Sigortalanmaya uygun risklerin bazı temel özellikleri taşıması gerekmektedir. Bunlar aşağıdaki gibi ifade edilebilir:¹³⁷

➤ Risk tesadüfi olarak meydana gelmelidir ve risk gerçekleştiğinde maddi ya da manevi kayıp ortaya çıkmalıdır: Sigortalının maruz kalacağı riskin, sigortalının iradesi dışında ortaya çıkması beklenmektedir. Risk beklenmedik bir durumda ve umulmadık bir zamanda gerçekleşmelidir. Riskin oluşmasında sigortalının kasıtlı bir davranışının ya da katkısının olmaması gerekmektedir. Bu durumun yanı sıra sigortacılık bir zenginleşme aracı değildir. Aynı zamanda riskin gerçekleşmesinin kesin ya da imkansız olmaması istenilmektedir. Risk meydana geldiğinde ise sigortalının bir zarara uğraması şarttır. Eğer kayıp ortaya çıkmazsa sigorta tazminatının oluşması ve ödenmesi de gündeme gelmemektedir.

➤ Sigortacılık tekniği açısından prensip olarak benzer ya da aynı risklere maruz kalan sigortalıların sigorta edilmesi kabul edilmektedir: Bu noktada ise sigorta edilen risklerin çeşitliliğinden söz etmek gerekmektedir. Hayat ve hayat dışı sigorta branşlarında birçok farklı risk sınıflandırılarak, güvence altına alınmaktadır. Bireylerin maruz kalabilecekleri riskler birbirinden farklılık arz edebileceği için benzer özelliklere

¹³⁶Ayşegül BÖLÜKBAŞI ve Baturalp PAMUKÇU, **Sigortacılıkta Risk Yönetimi**, 2. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitapevi, 2010, s.47-55

¹³⁷Beyhan YASLIDAĞ, **Sigortacılık, Sigorta Aracıları-Sigorta İşlemleri**, 2.Baskı, Ankara: Seçkin Yayınları, 2014, s.54.

sahip rizikoların bir arada tutulması, poliçe içeriğinin, sigorta şartlarının, prim ve tazminat ödemelerinin de belirli bir sistematığe göre yapılması, sigortacılık tekniğine de uygun düşmektedir. Ayrıca sigortacılıkta büyük sayılar kanunu kendisine yer bulmaktadır. Benzer ya da aynı riske sahip bireylerin sayısı ne kadar artarsa, riskin o ölçüde geniş kitlelere dağıtılabileceği, riskin tanınması ve risk analizi konusunda da kolaylık sağlayacağı söylenebilir.

➤ Riskin hukuka ve kamu düzenine uygun olması: Sigorta edilen risk genel ahlaka, örf ve adetlere, hukuka aykırı olmamalıdır. Hukuka aykırı eylem ve fiillerin sigortalanması kabul edilmemektedir. Örneğin kumar oynamayı düşünen birisinin, bu oyun için kaybetme riskini sigortalatması düşünülemez. Bu durum hem hukuka hem de kamu düzenine aykırılık teşkil etmektedir.

➤ Riskin belirli bir frekansı olmalıdır: Sigorta işletmeleri riskleri analiz edip, risklerin meydana gelme ihtimali ve ortaya çıkartabileceği zararlar hakkında tahminler yaparlarken, bu risklerin geçmişte gerçekleşme sıklıklarından faydalanmaktadır. Örneğin yüz ya da iki yüz yılda bir meydana gelen risklerin ne zaman yeniden gerçekleşeceği ve gerçekleştiğinde ne ölçüde bir yıkıma sebep olabileceğini kestirmek oldukça zordur. Bu tarz riskler hakkında yorum yapmak da oldukça zordur. Buna karşın gündelik hayatta sıklıkla karşılaşılan olayları irdelemek ve analiz etmek daha kolaydır. Bu risklerin şiddetini ölçümlemek de ayrıca sigorta şirketlerinin uygulayacağı politikalar üzerinde belirleyici bir özelliğe sahiptir.

➤ Hasarın ve hasarın boyutlarının belirlenebilir ve ölçülebilir olması gerekmektedir: Hasarın meydana geldiği yerin, ortaya çıkış sebebinin tespit edilmesi ve meydana gelen kaybın hesaplanabilmesi sigortalanan riskin özellikleri arasında yer almaktadır. Çünkü sigortacılığın temelinde, sigortalının maruz kaldığı zararın telafi edilmesi ve sigortalanan menfaatin eski haline dönüştürülmesi amacı yatmaktadır.¹³⁸

¹³⁸Mahir ÇİPİL, a.g.e., ss.3-4.

3.2.1.4. Sigortacılık Risklerinin Sınıflandırılması

Sigortacılık sektörü kendisine has özelliklere ve prensiplere sahip olduğu için sigortacılık faaliyetleri kapsamında ele alınan risk türlerini ayrıca incelemek yerinde olacaktır:

✓ **İş Kabul Riskleri:** İngilizce underwriting kelimesinden Türkçe'ye iş kabul riski olarak çevrilen bu risk türü, sigorta şirketlerinin sigortalılar ile sigorta sözleşmesi yaptıkları esnada, sigortalılardan devraldıkları riskleri doğru bir şekilde tanımlamaları gerekliliğini ele almaktadır. Ayrıca sigorta şirketlerinin, sigortalılardan talep edecekleri prim miktarı ile ortaya çıkabilecek hasar miktarı arasında ilişki kurması ile alakalı bir risk türüdür. Diğer bir ifadeyle hasar meydana geldiğinde hesaplanan tazminat miktarı, sigorta poliçesi düzenlenirken tahmin edilen hasar miktarından yüksek ise iş kabul riski gerçekleşmiş demektir.¹³⁹

İş kabul riskinin üç farklı görünümünün olduğu söylenebilir. Bunlar karşılık riski ismiyle de bilinen rezerv riski, felaket riski ve prim riski olarak sayılabilir. Sigorta işletmeleri önceki dönemlerde meydana gelen hasarlardan ötürü yapmış oldukları tazminat ödemeleri miktarından yola çıkarak, sonraki takvim yılına ilişkin bilançolarında karşılık (ihtiyat) ayırmaktadır. Eğer bu hesaplama hatalı bir şekilde yapılır ya da öngörülmeyecek derecede yüksek bir hasar miktarı meydana gelirse, sigorta şirketlerinin hem bilançolarında dengesizlik meydana gelebilecek hem de şirketler sonraki yıl için daha yüksek düzeyde karşılık ayırmak zorunda kalmaktadırlar. İşte bu riske verilen isim karşılık riski olarak ifade edilmektedir. Sel, deprem, heyelan gibi doğal afetler beklenenin üstünde bir şiddetle meydana gelir ve büyük hasarlara yol açarlarsa tabii ki bu durum sigorta şirketlerini olumsuz etkilemektedir. Felaket riski de kendisine bu noktada yer bulmaktadır. Son olarak prim riski ise beklenenin üstünde hasar meydana gelmesi ve prim tutarlarının bu zararları karşılayamayacak ölçüde olması takdirinde ortaya çıkmaktadır.¹⁴⁰

✓ **Piyasa Riski :** Finansal bir risk türü olan piyasa riski, sigorta işletmelerinin bilançolarında yer alan aktif ve pasif hesaplarında dengesizlikler ortaya

¹³⁹Yıldırım Kemal ÇUHACI, a.g.e., s.245.

¹⁴⁰BERK (b), Sigorta Şirketlerinin Mali Yeterlilik ve Risk Yönetimi: Türkiye'de ve AB'de Yeni Düzenlemeler, s.45.

çıkartmaktadır. Döviz kurlarındaki şoklardan, faiz oranlarındaki artışlardan ya da azalışlardan, hisse senetleri fiyatlarındaki değişimlerden kaynaklı meydana gelen bir risk türüdür.¹⁴¹

✓ **Kredi Riski:** Sigorta şirketleri, kredi sözleşmesi akdetmiş oldukları kişi ya da kurumlara karşı, sözleşme kapsamındaki yükümlülüklerini yerine getirememeleri durumunda kredi riski ile karşılaşmaktadırlar. Sözleşmenin tarafları arasında sigorta şirketlerinin karşısında; müşteriler, bankalar, reasürans şirketleri, acente ya da broker gibi kurumlar bulunmaktadır. Kredi riskinin azaltılabilmesi için sigorta şirketleri risk derecelendirme faaliyetleri yürütmektedirler. Buna ek olarak sigorta şirketleri kimi durumlarda odaklanma stratejileri de izlemektedirler. Odaklanma stratejileri kapsamında, bir risk yüksek getiriye sahip olabilme potansiyeline sahip olsa bile, riskin gerçekleşme ihtimali yüksek olabilmektedir. Bu yüzden sigorta şirketleri, bu risklerden uzak durmayı tercih etmektedirler. Dolayısıyla sigorta şirketlerinin teknik zarar etmemeye odaklanmaları söz konusu olmaktadır.¹⁴²

✓ **Likidite Riskleri:** Sigorta şirketleri, sigorta tazminatlarını genellikle nakit ödeme yaparak karşılamaktadırlar. Bu gibi durumlarda şirketlerin hesaplarında yeterli miktarda nakit bulunmamaktaysa, likidite riskinin mevcudiyetinden bahsedebiliriz. Bu sonuç bizlere sigorta şirketlerinin ödeme güçlüğü çekmekte olduğunu ve alacaklılarına karşı yükümlülüklerini yerine getiremediklerini göstermektedir. Likidite probleminin sebepleri arasında; sigortalılardan yeteri kadar prim tahsil edilememesi, beklenmedik bir dönemde yüksek meblağlı hasar ödeme durumunun ortaya çıkması gibi faktörler yer almaktadır. Bilindiği üzere sigortacılık faaliyetlerinin temel misyonlarından birisi toplumsal güven ve huzuru sağlamak amacıyla güvence tesis etmesidir. Eğer ki sigorta şirketleri sorumluluklarını yerine getiremezler ise sigortacılığın güvence fonksiyonu zedeleneyecek ve sigorta şirketlerinin imajları bu durumdan olumsuz etkilenecektir.¹⁴³

✓ **Faaliyet Riskleri:** Faaliyet riski finansal olmayan bir risk türüdür. Bu riskin finansal risklere göre hesaplanması ve tahmin edilmesi daha zor olduğu söylenebilir. Faaliyet riski sigorta işletmelerinin faaliyetlerinin, içsel ve dışsal

¹⁴¹Güzin ER, “Risk Yönetimi ve Piyasa Riski Üzerine Bir Uygulama”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007), ss.2-4.

¹⁴²Anadolu Sigorta, **2014 Yılı Faaliyet Raporu**, İstanbul, 2015, s.63. https://www.anadolusigorta.com.tr/i/content/221_1_anadoluSigorta_on_2014.pdf. (27.04.2022).

¹⁴³Tuğba SAKA, “Sigortacılıkta Risk Yönetimi ve Aşırı Uç Değer Teorisi”, (Yayınlanmamış Doktora Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010), ss.44-45

faktörlerden etkilenmesine bağlı olarak karşımıza çıkmaktadır. İş akış süreçlerinde meydana gelen hatalar, eksik bilgi ile süreçlerin devam ettirilmesi, personelin teknik bilgi eksiklikleri, risk yönetim süreçlerindeki plansızlıklar ve aksaklıklar, yolsuzluk ya da rüşvet gibi suçların işletme bünyesinde işlenmesi, teknolojik alt yapıdan kaynaklı sorunlar ve işletmenin sistemlerine yapılan siber saldırılar faaliyet riskleri kapsamında değerlendirilmektedir.¹⁴⁴

✓ **İş Riskleri:** Sigortacılık sektörünün oldukça dinamik bir sektör olduğu söylenebilir. Özellikle son yıllarda yabancı şirketlerin ülkemiz sigorta sektörüne ilgisinin giderek arttığı gözlemlenmektedir. Bu durum sektörde rekabeti de arttırmaktadır. Ayrıca gün geçtikçe yeni risklerin ortaya çıkması, bu risklere yönelik yeni sigorta branşlarını da ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Sigorta şirketleri de ekonomik güçleri doğrultusunda pazarda güçlü olabilmek, büyüebilmek, pastadan daha fazla pay almak istemektedirler. Buna karşın sektördeki yeniliklerin yeterli ölçüde takip edilmemesi, rakiplerin stratejilerinin izlenmemesi, fiyat değişikliklerine karşı duyarsız kalınması, sigortalıların değişebilen beklentilerinin anlaşılabilmesi durumunda iş riskinin ortaya çıktığından bahsedebiliriz.¹⁴⁵

✓ **Yasal ve Düzenleme Riskleri:** Sigorta hukuku, ticaret hukukunun bir alt dalıdır. Sigorta sözleşmesi başta olmak üzere, sigortacının ve sigortalının karşılıklı yükümlülükleri gibi birçok faktörün, bu hukuk disiplini ile doğal bir bağlantısı mevcuttur. Yasa koyucular da tarafların hak ve yükümlüklerini hem belirlemek hem de korumak amacıyla birçok düzenleme ve değişiklik yapmaktadırlar. Bu durum sigorta şirketlerinin faaliyetlerini de doğrudan ilgilendirmektedir. Örneğin bir sigorta branşında poliçe yapılıp yapılmaması irade serbestisi ilkesi çerçevesinde tarafların isteğine bırakılmışken, kanun değişikliği sonucunda bu sigorta branşı zorunlu hale gelmektedir.¹⁴⁶

3.2.2. Solvency Tanımı ve Önemi

Sigorta şirketlerinin finansal yönetimi kapsamında önemli bir gösterge olan sermaye yeterliliği, şirketlerin sigortalılara karşı yükümlülüklerini yerine getirebilme gücü anlamına gelmektedir. Bu açıdan bakıldığında solvency için yükümlülük karşılama

¹⁴⁴ Mehmet BOLAK, **Risk ve Yönetimi**, 1. Baskı, İstanbul: Birsan Yayınevi, 2004, s.12.

¹⁴⁵ BERK (b), **a.g.e.**, s.49.

¹⁴⁶ Tuğba SAKA, **a.g.e.** s.49.

yeterliliği de denilmektedir. Sigorta şirketleri öngöremedikleri düzeyde hasar ödemeleri talepleri ile karşılaşmaktadırlar. Ayrıca sigorta prim gelirleri sayesinde elde ettikleri fonları, yatırımlara yönlendirmektedirler. Ancak yatırım sonuçları her zaman beklenen karlılığı getirmemektedir. Bu ve benzeri nedenlerden ötürü sigorta şirketlerinin, sigortalılara karşı yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri amacıyla sahip olmaları gereken asgari sermaye tutarının belirlenmesi noktasında mali yeterlilik kavramı önemli olmaktadır.¹⁴⁷ Solvency teorisinin usul ve esasları, sigortacılık sisteminin istikrarının sağlanmasını amaçlamaktadır. Sigorta şirketlerinin karşılaşabilecekleri olası risklerin tamamının üstesinden gelebilecek yetenek ve kapasiteye sahip olması da mali yeterliliğin bir diğer amacı olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla Solvency'in ülke ekonomileri ve finans sektörü için çok değerli bir yere sahip olduğu ifade edilebilir.¹⁴⁸

Teknolojik ve küresel gelişmeler ile birlikte sigorta işlemleri küresel çapta yaygınlaşmaktadır. Bu duruma ek olarak insanlar sigortacılık konusunda daha bilinçli ve duyarlı olmaya başlamışlardır. Böylece sigortalılık oranı yükselme trendine girmiş ve son yıllarda sigorta şirketleri daha fazla poliçe akdetmeye başlamışlardır. Bu olumlu ilerlemelere paralel olarak sektörün yönettiği sermaye miktarının oldukça büyüdüğü de ifade edilebilir. Bu durumun yanı sıra toplumsal ihtiyaçlar ve dönüşümler sonucunda, yıllardır uygulanagelen sigortacılık faaliyetleri dışında yeni riskler ortaya çıkmaktadır. Bu risklere ilişkin yeni sigorta branşlarının geliştirilmesi ve potansiyel hasar bedellerinin tespit edilmesi her zaman sağlıklı bir şekilde yapılamamaktadır. Böyle bir durumda ortaya çıkabilecek büyük hasarlar, sigorta şirketlerinin mali yapısını zorlayıcı bir özelliğe sahip olmaktadır.¹⁴⁹

Ayrıca sigorta şirketlerinin yatırımları da piyasa riski, faiz oranları, enflasyon, şirket içi riskler gibi birçok mikro ve makro faktörden etkilenmektedir. Günün sonunda sigorta şirketlerinin üstlendikleri en önemli fonksiyonun sigortalıların tazminat taleplerini ödeyerek, hasarlarını karşılayarak, kayıpları eski haline getirmek olduğu

¹⁴⁷Abdul Aziz Abdul RAHMAN, "The Relationship Between Solvency Ratios And Profitability Ratios: Analytical Study In Food Industrial Companies Listed In Amman Bursa", **International Journal of Economics and Financial Issues**, Cilt:7, Sayı: 2, (2017), ss.86-93.

¹⁴⁸Ahmad Abdelrahim DAHIYAT , Sulaiman Raji WESHAH ve Mohammad ALDAHIYAT, "Liquidity and Solvency Management and Its Impact on Financial Performance: Empirical Evidence from Jordan", **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, Cilt: 8, Sayı: 5, (2021), ss.135-136.

¹⁴⁹Sertuğ SUNAY, **a.g.m.**, s.20.

düşünüldüğünde; sigorta şirketleri bu durumu başarabilecek finansal güce sahip olamamaktadır. Bu yüzden de sektöre duyulan güven sarsılmaktadır. Ayrıca kimi durumlarda sigorta şirketlerinin iflası ya da tasfiyesi dahi gündeme gelmektedir. Garanti fonu hesabının yeterli olmaması gibi durumlar sonucunda devletin mağdur insanların zararlarını karşılaması söz konusu olabilmekte ve bu durumun sonucu olarak da devlet maliyesine yük binmektedir. Sigorta şirketlerinin ödeme gücüne sahip olması ayrıca vadesi gelen ödemelerini zamanında yapabilecekleri anlamını taşımaktadır. Aksi halde borçlar gecikme faizleri ile büyüyecek ve sigorta şirketleri ekstra külfete katlanmak zorunda kalacaklardır. Sigorta şirketlerinin bu şekilde riskler ile karşılaşmamları için sermaye yeterliliği ilkeleri çerçevesinde politikalar yürütmeleri beklenmektedir.¹⁵⁰

Sigortacılıkta sermaye yeterliliğinin tanımlanarak, önemine ilişkin açıklama yapıldıktan sonra solvency hakkında tarihsel sürece değinmek yerinde olacaktır. Küresel bazda yaşanan finansal krizler sigortacılık sektörünü de etkilemektedir. Bu krizlerin yıkıcı etkilerinden hem sigorta şirketlerini hem de sigortalıların haklarını koruyabilmek için risk temelli, yeni risk yönetim sistemleri geliştirilmeye çalışılmaktadır. Bu yöntemler ile birlikte sigorta şirketlerini denetleyen kişi ve kurumlara, yeni denetim tekniklerini kullanma imkanı da sunulmaktadır. Finansal piyasalarda önemli ölçüde fon büyüklüğüne sahip olan sigorta şirketlerinin sağlam mali güce sahip olmaları, sektörün dinamizmini korumak ve sigortacılık faaliyetlerini genişletmek için önemlidir. İşte bu amaçla Avrupa Birliği (AB) 1970’li yıllardan günümüze sigortacılık sektörü özelinde birçok çalışma yapmıştır.¹⁵¹

AB tarafından sigortacılık sektörüne ilişkin ilk düzenlemeler; hayat dışı sigorta branşlarında faaliyet gösteren sigorta şirketlerine ilişkin 1973 yılında, hayat sigortaları branşlarındaki poliçe satan şirketler için ise 1979 yılında yapılmıştır. Daha sonrasında ise her iki sigorta türü için sırasıyla 1988 ve 1990 yıllarında ikinci nesil düzenlemeler yapılmıştır. İkinci nesil yönergeler ile birlikte sigorta şirketleri AB’ye üye olan herhangi bir ülkede kurulu bulunmak şartıyla, bütün Avrupa çapında faaliyet yürütebilme imkanına

¹⁵⁰Hatice DOĞUKANLI ve Yıldırım ÜNAL, “Sigorta Şirketlerinde Denetim ve Ödeme Gücünün Belirlenebilmesi Uygulamaları”, **Reasürör Dergisi**, Sayı:38, (2000), s.30.

¹⁵¹Philipp KELLER, “Supervisory Framework for Risk Assessment and Risk- Based Solvency”, **Bundesamt für Privatversicherungen**, 28 Nisan 2006, s.5. <https://www.slideserve.com/pascha/nadz-r-ubezpiecze-u-progu-solvency-ii>. (28.04.2022).

sahip olmuşlardır. 1992 yılında yapılan mevzuata ilişkin düzenlemelerin önemi ise sigorta şirketlerinin sadece tek lisansla kıta çapında çalışma imkanını getirmiş olmasıdır. Sigorta şirketlerinin asgari sermaye yeterliliğine sahip olmasına ilişkin esasları içeren ilk düzenleme ise Solvency I olarak bilinmektedir. Yıllar içerisinde sektörde yaşanan gelişmeler, sermaye yeterliliğine ilişkin yeni yaklaşımların geliştirilmesini zorunlu hale getirmiştir. Bu kapsamda Solvency II'nin altyapısı 1994 yılında atılmıştır. Bu doğrultuda da Dr. Müller tarafından 1996 yılında oluşturulan çalışma grubunun raporları çerçevesinde sermaye yapısına ilişkin bir dizi yeni teknik ve yöntem geliştirilmeye başlanmıştır.¹⁵²

3.2.3. Solvency I

Solvency I sigorta şirketlerinin, sigortalılara karşı yükümlülüklerini karşılayamamaları durumunda oluşabilecek mağduriyetleri en aza indirgeyebilmek için geliştirilmiş bir yöntemdir. Ayrıca sigorta şirketlerinin sermaye miktarlarının asgari düzeyin altında düşmesi durumunda, şirketlerin karşılaşılabilecekleri muhtemel riskleri azaltabilmek adına erken uyarı sistemi kurmalarını hedeflemektedir. Solvency I'in sistemi içerisinde sigortacılık sisteminin istikrarının sağlanması ve sigorta şirketlerinin mali açıdan güçlü olmasına yönelik düzenlemelere de yer verilmiştir.¹⁵³ Bu çerçevede hayat dışı sigorta dalları için 2002/13/EC numaralı direktif¹⁵⁴ ve hayat sigortaları dalları için ise 2002/12/EC numaralı direktif¹⁵⁵ hazırlanmıştır. Bu düzenlemeler 2004 yılından itibaren uygulanmaya başlanmıştır. Solvency I sigorta şirketlerinin sahip olmaları gereken özsermaye miktarlarının sadece belirli dönemlerde değil, her zaman bilançoda yer alması gerektiğini şart koşturmaktadır. Bunun belirlenmesi için de sigorta şirketlerinin sermayelerinin mali yeterlilik marjına eşit ya da daha yüksek olması beklenmektedir.

¹⁵²Neşe ÇOBAN, "Sigortacılık Sektöründe Solvency II ve Yönetişim Sistemi", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt: 2, Sayı:2, (2010), ss.90-91.

¹⁵³HM Treasury Financial Services Authority, **Solvency II: A New Framework for Prudential Regulation of Insurance in the EU**, Norwich, Şubat 2006, s.14.

¹⁵⁴Directive 2002/13/EC Of The European Parliament And Of The Council Of 5 March 2002, "Amending Council Directive 73/239/EEC As Regards The Solvency Margin Requirements For Nonlife Insurance Undertakings", **Official Journal Of The European Communities**,(2002) Sayı: 77

¹⁵⁵Directive 2002/12/EC Of The European Parliament And Of The Council Of 5 March 2002, "Amending Council Directive 79/267/EEC As Regards The Solvency Margin Requirements For Life Assurance Undertakings", **Official Journal Of The European Communities**, (2002) Sayı: 77

Sermaye yeterliliği marjı ya da bir diğer ifadeyle sermaye yeterliliği oranı, sigorta şirketlerinin bilançolarındaki varlıklar ve yükümlülükler arasındaki belirli bir zamandaki fark olarak açıklanmaktadır.¹⁵⁶ Bu oranı oluşturan iki adet değişken olduğu söylenebilir: Bunlardan ilki olan asgari garanti fonu; sigorta şirketinin bilançosunda göstermesi gereken en düşük sermaye tutarı olarak ifade edilmektedir. Buna karşın mali yeterlilik marjı ise sigorta işletmelerinin faaliyetlerini yürütürken sahip olmaları gereken sermaye tutarını belirtmektedir.¹⁵⁷

Solvency I, Sigorta şirketlerinin mali yeterlilik ölçütlerine uygun davranmaması durumunda, denetim kurumlarının sigorta şirketleri üzerinde bazı haklara sahip olmalarına imkan tanımıştır. Örneğin denetim kuruluşu, sigorta işletmelerinin mevcut yatırımlarının kısıtlanması ya da yeni yatırım yapmalarının yasaklanması kararı alabilmektedir. Buna ek olarak denetim örgütleri sigortalıların haklarının korunması adına her türlü tedbiri alabilme yetkisiyle donatılmıştır.¹⁵⁸ Solvency I hem hayat sigortası dalları hem de hayat dışı sigortaları kapsamında sigorta şirketlerinin sahip olmaları gereken özsermaye tutarlarını, hesaplaması oldukça kolay işlemler vasıtasıyla ortaya koymaktadır. Buna karşın Solvency I'in reasürans riskini kapsamlı bir şekilde içermemesi, sigorta şirketlerinin maruz kalabilecekler içerisinde yalnızca sigorta riskine yer vermesi ve diğer riskleri dikkate almaması, sigorta işletmelerinin piyasa değerine yönelik hesaplamaları içermemesi gibi zaaflarının olduğu söylenebilir.¹⁵⁹

3.2.4. Solvency II

Önceki başlıkta anlatılan Solvency I'in eksiklikleri ve zayıf yönleri nedeniyle, AB'nin yeni teknikler ve yöntemler geliştirme çabası içerisine girdiğini söylemek mümkündür. Bu durumun sebepleri arasında Solvency I'in uygulanmaya başlanmasından

¹⁵⁶Federal Financial Supervisory Authority, **Solvency I** https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/VersichererPensionsfonds/Aufsichtsregime/SolvencyI/solvency_I_node_en.html, (28.04.2022)

¹⁵⁷ Thomas HOLZHEU ve Beatrix MEYER, "Solvency Of Non-Life Insurers: Balancing Security And Profitability Expectations", **Swiss Reinsurance Company**, Sayı: 1, 2000, s.25. https://www.researchgate.net/publication/316583830_Solvency_of_nonlife_insurers_Balancing_security_and_profitability_expectations/link/5bf82144299b1a0202dcef1/download, (01.05.2022).

¹⁵⁸Oscar ESPINOSA ve Armando ZARRUK, "The Importance of Actuarial Management in Insurance Business Decision-Making in the Twenty-First Century", **British Actuarial Journal**, Sayı:26, (2021), s.7.

¹⁵⁹Emine ÖNER KAYA, Semih Hüseyin TOKAY ve Bekir KAYA, "Sigorta Sektöründe Sermaye Yeterliliği ve Türk Sigorta Sektörünün Solvency II Kapsamında Değerlendirilmesi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:63, (2014), ss.110-111.

sonra küresel ve teknolojik alandaki gelişmelerinde etkisi olmuştur. Dolayısıyla Solvency II fikrinin ortaya çıkmasında, sigorta şirketlerinin yalnızca sigortacılık risklerinin değil, ayrıca bu şirketlerin karşılaşılabilecekleri riskleri kapsayacak ölçüde optimum sermaye yeterliliğine sahip olması düşüncesini yer almaktadır. Solvency II denetim faaliyetlerinin güçlendirilmesi ve sigorta firmalarının kendi denetim mekanizmalarını etkin ve verimli bir şekilde kullanabilmesi amacını da taşımaktadır.¹⁶⁰

Solvency II genel olarak teknik karşılıkları, varlık / yatırım riskini, aktif – pasif yönetimini, reasürans ve mali yeterlilik marjı gerekliliğini ve sigortacılık muhasebe sistemini ele almaktadır.¹⁶¹ Solvency II'nin diğer amaçları ve sahip olduğu özellikler şu şekilde sıralanabilir:¹⁶²

- ✓ AB sigorta sistemini tek bir bütün haline getirmek.
- ✓ Sigorta şirketlerinin rekabet gücünü arttırmak ve sigortalıların hak ve menfaatlerinin daha iyi derecede korunmasını temin etmek.
- ✓ Risk yönetim stratejileri ile birlikte denetimin gücünü arttırmak.
- ✓ Sigorta şirketlerinin daha sağlıklı bir şekilde yatırım yapabilmeleri ve faaliyetlerine devam edebilmeleri adına sermaye gereksinim düzeylerini ortaya koymak.
- ✓ Şirketlerin uluslararası piyasalara entegre olmasına imkan tanımak ve şeffaflığı arttırabilmek.
- ✓ Muhasebe ilke ve standartlarına uyum sürecini geliştirmek.

Sigorta şirketlerinin sermaye yapılarının belirli bir standartta olmasını hedefleyen Solvency II, Solvency I'deki iki farklı yönergeden ziyade mevzuatı tek bir yönerge altında toplamayı öngörmektedir. Solvency II kapsamında işletmelerin kazanmış oldukları primlerden, sermaye yeterliliği marjı için belirli bir oranda aktif ayırmaları gerekliliğine vurgu yapılmaktadır. Bu sayede sigorta şirketleri öngörülemeyen risklere maruz kalsalar bile sermaye yapılarını sarsabilecek sonuçlardan uzak kalacaklardır. Bu doğrultuda Müller Raporu'ndan da esinlenerek Solvency II'nin geliştirilmesi aşamaları

¹⁶⁰Fitch Ratings,, **Solvency II – What is Happening?**, Fitch Ratings Special Report, Nisan 2005, s.2

¹⁶¹European Commission, **The Review of The Overall Financial Position of An Insurance Undertaking: (Solvency II Review)**, MARKT /2095/99, s.3-6.

¹⁶²Onur ACAR, Avrupa Birliği Solvency II Projesi, **Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği Yayınları**, 2007, s.9.

başlatılmıştır. Bu süreçte KPMG ve Sharma Raporları ön plana çıkmaktadır. KPMG Raporu mevcut Avrupa sigorta pazarının durumunu ele almaktadır. Sigorta şirketlerinin maruz kalabilecekleri yeni riskler, bu risklerin birbirleriyle etkileşimleri ve bu riskleri azaltma yönündeki çözüm önerileri rapor kapsamında yer almaktadır. Ayrıca sigorta şirketlerinin sermaye yeterliliğine ilişkin üç ayaklı çerçevenin de ilk adımları bu rapor doğrultusunda atılmıştır.

Sharma raporu ise üç sütundan oluşan Solvency II yapılanmasını ayrıntılı bir şekilde düzenlemiş ve sigorta şirketlerinin karşılaştıkları risklerin, bu şirketlerin sermaye yapısı üzerine etkilerine değinmiştir.¹⁶³ Solvency II'nin yasal zemine oturtulmasını amaçlayan ve bu sürecin dört farklı aşamadan oluşmasını öngören Lamfasully Süreci 2004 yılında başlamıştır. Bu sürecin Solvency II direktifi, uygulama tedbirleri, denetim standartları ve değerlendirme olmak üzere dört basamaktan oluştuğu ifade edilebilir.¹⁶⁴ Bu açıklamalardan sonra sistemin ana omurgasını oluşturan üç sütunlu Solvency II'nin yapısını değerlendirmek yerinde olacaktır.

Tablo 3. Solvency II'nin Üç Sütunlu Yapısı

1.Sütun(Nicel Gereklilikler)	2.Sütun(Nitel Gereklilikler)	3.Sütun(Raporlama Gereklilikleri)
Sermaye Yeterliliği Hesaplamaları	Denetim	Kamuya açıklama
Teknik Karşılıklar	Kurumsal Yönetim	Denetçilere Raporlama
Özsermaye	ORSA (Öz Risk ve Sermaye Yeterliliği Değerlendirmesi)	
Yatırımlar		

Kaynak: Onur Acar, Avrupa Birliği Solvency II Projesi, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği (TSRŞB), 2007, s.18.

Tablo 3 incelendiğinde Solvency II'nin üç sütunun ilkinin, sigorta şirketlerinin yerine getirmeleri gereken nicel ölçütteki yeterlilik kriterlerini düzenlediği söylenebilir. İkinci sütunda ise nitel kriterlere yer verilmekle birlikte, son sütun ise raporlama

¹⁶³European Commission, **Solvency II Overview – Frequently Asked Questions**, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_15_3120. (28.04.2022)

¹⁶⁴David BUCKHAM, Jason WAHL ve Stuart ROSE, **Executive's Guide to Solvency II**, 1. Baskı, New Jersey: John Wiley & Sons, Incorporation. 2011, s. 46.

gerekliklerini ele almaktadır.¹⁶⁵ Her üç sütunla ilgili önem arz eden hususlar şu şekilde açıklanabilir:

1.Sütun: Bu sütunla ilgili en önemli unsur SCR (Solvency Capital Requirement) ve MCR (Minimum Capital Requirement)'e yer verilmiş olmasıdır. Ödeme yeterliliği sermayesi anlamına gelen SCR, sigorta şirketlerinin faaliyetlerine sağlıklı bir şekilde devam edebilmeleri adına gerekli olan sermaye miktarını ifade etmektedir. MCR ise asgari sermaye gerekliliği anlamı taşımaktadır. Sigorta şirketlerinin sermaye rakamları MCR değerinin altına düşmesi halinde, denetçilere radikal kararlar alabilme yetkisi verilmektedir. Bu durumlarda denetçiler sigorta şirketlerinin yeni yatırımlar yapmalarına mani olabilmek, ruhsat iptali, şirketlerin portföylerinin devri gibi hak ve yetkilere sahip olmaktadır. Denetçilerin müdahaleleri sigorta şirketinin sermaye yeterliliğinin ölçüsüne göre şekillenmektedir. Bu işlemlerin sırasını belirleyen sisteme de müdahale merdiveni adı verilmektedir.¹⁶⁶

2.Sütun: İlk sütunda sigorta işletmelerinin risk hesaplamalarına ilişkin sayısal hesaplamalara yer verilmiştir. Bu aşamadan sonra sigorta şirketlerinin başarılı bir sermaye yapısı yönetimine sahip olmaları için gerekli olabilecek nitel şartlara değinilmektedir. Bunu sağlayabilmek için de Solvency II üst düzey kurumsal yönetimi gerekli kılmaktadır. Düzgün işleyen bir iç denetim mekanizması, sigorta şirketlerinin riskleri bir bütün olarak değil, tek tek ele alarak profesyonelce yönetebilmelerine imkan tanıyacaktır. Kurumsal bir sigorta işletmesinin bunu yapabilmesi için de ORSA ismiyle kısaltılan Öz Risk ve Sermaye Yeterliliği fonksiyonuna haiz olmalıdır. Dolayısıyla 2. sütunun sermaye yeterliliğine ilişkin sayısal değerlere sahip olmanın tek başına yeterli olmadığını ortaya koyduğu söylenebilir. Bu sütunun gereklilikleri, sigorta şirketlerinin risk yönetiminin ve iç denetiminin önemini de vurgulamaktadır.¹⁶⁷

3.Sütun: Bu başlığın temel amacının sistemin şeffaf olmasını sağlamak olduğu ifade edilebilir. Sigorta şirketlerinin kamuoyuna yapacakları açıklamalara ve hazırlayacakları finansal raporlara belirli standartların getirilmesi hedeflendiği

¹⁶⁵Onur Acar, **a.g.e.**, s.18.

¹⁶⁶Rene DOFF, **Risk Management for Insurers**, 2. Baskı, Londra: Published by Risk Books, 2011. s.80.

¹⁶⁷Onur ACAR, **a.g.e.**, s.14.

söylenbilir. Bu noktada güdülen asıl gayenin poliçe sahiplerinin, sigorta şirketlerinin yatırımcı ve ortaklarının ve sigorta şirketlerinin karşı karşıya kaldıkları riskin açık, şeffaf bir şekilde yansıtılmasıdır. Bu kapsamda sigorta şirketlerinden uluslararası muhasebe standartlarına, teknik karşılıkların hazırlanmasında kullanılan yöntemlere, uygun ve paralel bir şekilde çalışmaları beklenilmektedir. 3. sütun çerçevesinde Sigorta şirketleri “Sermaye Yeterliliği ve Finansal Durum Raporu” ve “Denetim Raporu” yayınlamak zorundadırlar. İlk rapor sayesinde hem sigortalılar hem de yatırımcılar sektör hakkında yorum yapabilme, bilgi edinebilme, sigorta şirketlerini mukayese edebilme imkanına erişeceklerdir. İkinci raporun hazırlanma amacı ise şirketin geçtiği denetim aşamalarına ilişkin bilgilere yer vermektedir.¹⁶⁸

Solvency ile ilgili genel başlıklar ele alındıktan sonra mali yeterlilik sisteminin, ülkemizde nasıl bir etkiye sahip olduğu incelenmesi yararlı olacaktır. Bu bağlamda Sigortacılık Kanunu kapsamında bir dizi yönetmeliğin çıkartıldığı söylenebilir. Bu çerçevede ülkemizde sermaye yeterliliğinin hukuki alt yapısı bir sonraki alt başlıkta ele alınacaktır.

3.2.5. Türk Sigortacılık Sektöründe Sermaye Yeterliliğine İlişkin Mevzuat

Sigortacılık ile ilgili en temel kanun, 03.06.2007 tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından kabul edilip, 14.06.2007 tarihli, 26552 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 5684 sayılı Sigortacılık Kanunu’dur. Bu kanunun dördüncü bölümü sigorta şirketlerinin mali bünyesine ilişkin düzenlemeleri kapsamaktadır. Kanunun ilgili bölümünün 16. maddesi sigorta şirketlerinin sigortalılara karşı yükledikleri sorumlulukları yerine getirebilmeleri için teknik karşılık ayırmaları gerektiğini belirtmektedir. Bu maddenin ilgili bentlerinde teknik karşılık türleri; devam eden riskler karşılığı, dengeleme karşılığı, hayat matematik karşılığı, muallak tazminat karşılığı, ikramiyeler ve indirimler karşılığı olarak sayılmaktadır. Aynı maddenin dokuzuncu fıkrasında sigorta şirketlerinin varlıklarının, teknik karşılıkları karşılayabilecek güçte olmaları gerektiğine değinilmektedir. Sermaye yapısına ilişkin bu önemli düzenleme

¹⁶⁸Abdullah Buğra SOYLU, “Türk Sigortacılık Sektöründe Kurumsal Değişim: Solvency II Adaptasyonu ve Yönetmelik Farkındalık”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 46, (2015),s.34.

sigorta şirketlerinin sigortalıları mağdur etmemeleri için finansal güce sahip olmaları gerektiğini de açık bir şekilde ortaya koymaktadır.¹⁶⁹

Sigortacılık Kanunun 17. Maddesi ise teminatlar başlığı altında düzenlenmiştir. Madde hükümleri incelendiğinde sigorta şirketleri, sigortalılar ile düzenlemiş oldukları sigorta sözleşmeleri kapsamında teminat ayırmakla mükellef tutulmaktadırlar. Bu maddenin dördüncü fıkrasında, hayat dışı sigorta şirketlerinin sahip olmaları gereken asgari sermaye tutarının en az üçte biri oranında teminat ayırmaları gerektiği belirtilmektedir. Ayrıca bu maddenin altıncı fıkrasında sigorta şirketlerinin iflas etmeleri halinde bu teminatların öncelikle sigortalıların tazminat ödemelerinde kullanılmaları gerektiği düzenlenmektedir.

Kanunun 18. maddesi ise hesap esasları, kayıt düzeni ile temel mali tablo ve mali bünye düzenlemelerini içermektedir. 19. ve 20. Maddeler ise aktif azaltıcı işlem yasağını ve mali bünyenin güçlendirilmesi konularını ele almaktadır. 19. Madde kapsamında sigorta şirketlerinin sahip oldukları kaynakları hangi amaç için kullanabileceklerini dile getirilirken, ayrıca yapılması yasak işlem ve harcamaları da ele alınmıştır. Maddenin amacının şirketlerin kaynaklarını keyfi olarak kullanmasının, finansal yapının zayıflamasının ve sigortalıların hak ve menfaatlerini ihlal etmelerinin önüne geçmek olduğu söylenebilir. 20. madde ise sigorta şirketlerinin kanun kapsamında öngörülen ve şart koşulan sermaye yapısına sahip olamaması durumunda Hazine ve Maliye Bakanı'nın sahip olduğu hak ve yetkileri dile getirmektedir. Kanun kapsamında incelenmesi gereken bir diğer durum ise sigorta şirketlerinin sigortalılara karşı yükümlülüklerini yerine getirememeleri durumunda ruhsatlarının iptal edilebileceğine ilişkin 7. maddede yer alan düzenlemedir.¹⁷⁰

Sigorta şirketlerinin sermaye yapısını ilgilendiren bir diğer hukuki kaynak ise Sigortacılık Kanununa dayanılarak çıkartılan Sigorta ve Resürans ile Emeklilik Şirketlerinin Sermaye Yeterliliklerinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik'tir. 23.08.2015 tarihli, 29454 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan

¹⁶⁹Türk Ticaret Kanunu Beşinci Kitap, "Sigorta Hukuku", Birinci Kısım, Sayı:27846, 2011, Madde:16. <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.5684.pdf> (Erişim Tarihi: 28.03.2022)

¹⁷⁰Türk Ticaret Kanunu Beşinci Kitap, "Sigorta Hukuku", Birinci Kısım, Sayı:27846, 2011, Madde:20. <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.5684.pdf> (Erişim Tarihi: 28.03.2022)

yönetmeliğin çıkartılma gayesinin sigorta şirketlerinin karşılaşılabilecekleri risklere ilişkin sermaye yeterliliğine sahip olmasının sağlanmasıdır. Yönetmeliğin ülkemizde faaliyet gösteren bütün sigorta ve emeklilik şirketlerini kapsama altına aldığı söylenebilir.

Yönetmelik maddeleri incelendiğinde ise ilk olarak sigorta şirketlerinin özsermayelerinin nasıl hesaplandığı açıklanmaktadır. Daha sonra gerekli özsermaye miktarından bahsetmektedir. Bu kapsamda sigorta şirketlerinin sahip olmaları gereken özsermaye miktarlarının iki farklı yöntem kullanılarak hesaplandığını ifade ederek, bu hesaplamaların nasıl yapıldığını anlatmaktadır. Sigorta şirketleri sermaye yeterlilik tablolarını yılda iki dönem halinde düzenlemektedirler. Bu dönemler haziran ve aralık dönemleri olarak sayılabilir. Yönetmelikte değinilen bir diğer durumun ise sigorta şirketlerinin yönetmeliğin ilgili hükümleri uyarınca, gerekli sermaye yeterlilik oranlarına ulaşamaması durumunda idari tedbirlere maruz kalacağıdır.¹⁷¹

Konu ile ilgili bir diğer hukuki düzenlemenin ise 07.08.2007 tarihli, 26606 sayılı Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Mali Bünyelerine İlişkin Yönetmelik olduğu ifade edilebilir. Bu yönetmeliğin çıkartılma amacının sigorta şirketlerinin ekonomik yapısına ilişkin düzenlemeleri kaleme almak ve sigortalılar ile lehtarların mağdur olmaması için alınabilecek önlemleri belirtmektir. Ayrıca yönetmelik kapsamında finansal açıdan güçlü olmayan sigorta şirketlerine yönelik de hususlara yer verilmektedir. Yönetmeliğin ikinci bölümünde Sigortacılık Kanunu'nda düzenlenen teminat ayrılması başlığına ilişkin ayrıntılara yer verilmektedir. Ayrıca bu bölümde sigorta şirketlerinin faaliyet gösterdikleri alanlara göre teminat ayrılması gereken oranlara, teminat sayılan hallere ve teminatların nasıl değerlendirileceğine ilişkin hükümlere yer verilmektedir. Sigorta şirketlerini mali ve finansal açıdan güçlendirmek için yapılabilecek işlemler ve ilgili bakanlığın bu konuda sahip olduğu yetki ve haklar ise üçüncü bölümde düzenlenmektedir. Dördüncü bölümde ise varlıkların yönetilmesine yönelik hükümler yer almaktadır.¹⁷²

¹⁷¹Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Sermaye Yeterliliklerinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik, Sayı: 29454, 2015, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2015/08/20150823-2.htm>, (29.04.2022).

¹⁷²Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Mali Bünyelerine İlişkin Yönetmelik, Sayı26606, 2007, <https://www.mevzuat.gov.tr/anasayfa/MevzuatFihristDetayIframe?MevzuatTur=7&MevzuatNo=11492&MevzuatTerTip=5>, (29.04.2022)

Son olarak ise 24.08.2007 tarihli, 26623 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Sigorta Şirketleri ve Reasürans Şirketlerinin Kuruluş ve Çalışma Esaslarına İlişkin Yönetmelik’e değinilecektir. Bu yönetmeliğin temel maksadının ülkemizde faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin kuruluş şartları, ruhsat alması, ana sözleşmede yapılabilecek değişiklikler, hisse devri ve tasfiye gibi durumlarda uyulacak hükümlere yer vermek olduğu söylenebilir. Sigorta şirketlerinin kurulması ve ruhsat alması aşamalarında yerine getirmeleri gereken sermaye yeterliliğine ilişkin hükümlere yer vermektedir. Yönetmelik uyarınca sigorta şirketlerinin iş planları ve fizibilite raporları içerisinde, sigortalılara karşı yüklendikleri teminatları karşılayacak ölçüde sermaye yapısı tahminlerinin bulunması gerektiği belirtilmektedir. Ayrıca yönetmeliğin dördüncü bölümünde hisse sahiplerinin, hisse devri esnasında ve sigorta şirketlerinin sermaye artışı yaparlarken uymaları gereken usul ve esaslara yer verilmiştir.¹⁷³

3.3. Dünya’da ve Türkiye’de Sigortacılık Sektörünün Değerlendirilmesi

Çalışmanın bu aşamasında dünyadaki ve ülkemizdeki sigortacılık sektörüne ait veriler, çeşitli kurumların kaynaklarından derlenerek, yorumlanacak olup, devamında Türk sigortacılık sektörünün de genel bir değerlendirmesi yapılacaktır.

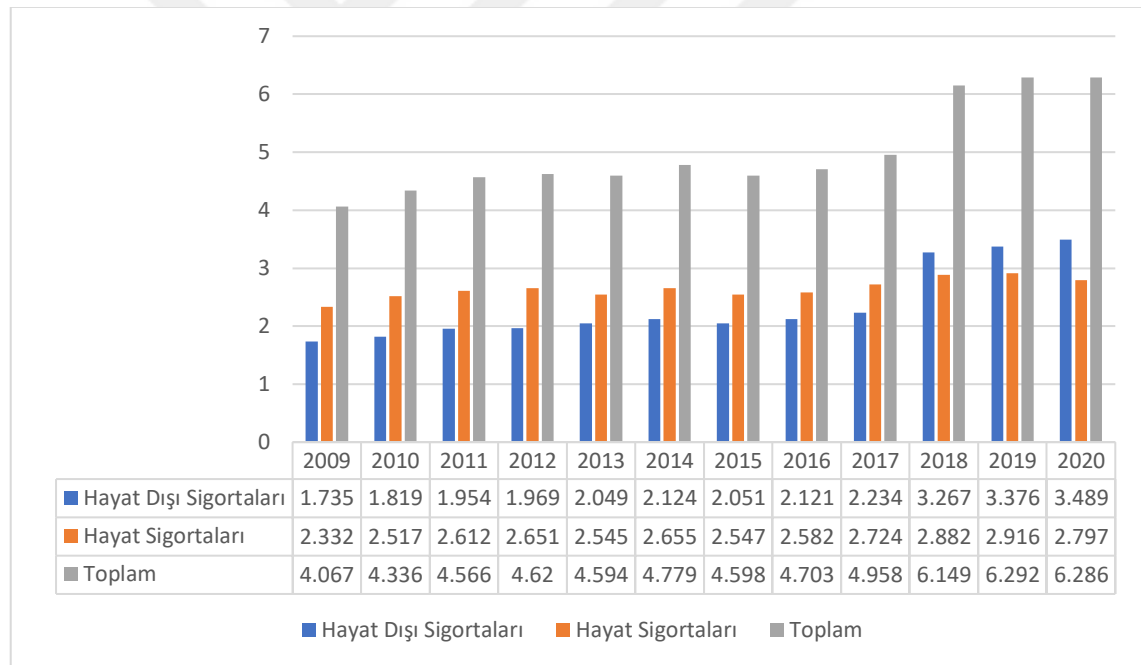
3.3.1. Dünya Geneline Sigortacılık Sektörü Verilerine Bir Bakış

Bölgesel bazlı ve küresel ölçekteki ekonomik krizler, dünyadaki sigortacılık sektörü faaliyetlerinin gelişimi üzerine etkili olmaktadır. Ülkelerin giderek birbirlerine bağımlı hale gelmesi, teknolojik gelişmeler, toplumsal olaylar, savaşlar ve hatta küresel salgınlar dahi, ülkelerin sigortacılık sektörlerinin performansları üzerinde belirleyici olmaktadır. Finans sektörünün mihenk taşlarından bir tanesi olan sigortacılık sektörü, kırılgan ekonomik yapıya sahip ülkelerde dışsal faktörlerden daha kolay etkilenmektedir. Ayrıca ticaretin serbestleşmesi ve genişlemesi birçok uluslararası sigorta şirketinin farklı ülkelerde faaliyet gösterebilmesine imkan tanımaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki sigortacılık sektörünün, büyüme ve gelişme potansiyelini gören yabancı şirketler

¹⁷³Sigorta Şirketleri ve Reasürans Şirketlerinin Kuruluş ve Çalışma Esaslarına İlişkin Yönetmelik, Sayı:26623, 2007, <https://www.mevzuat.gov.tr/anasayfa/MevzuatFihristDetayIframe?MevzuatTur=7&MevzuatNo=11492&MevzuatTerip=5>, (29.04.2022).

yatırımlarını bu ülkelere kanallere ederek sektör payını da ele geçirebilmektedir.¹⁷⁴ Bu ve benzeri birçok etken sebebiyle sektörde kimi dalgalanmaların söz konusu olabileceği söylenebilir. Bu kapsamda KPMG, Sigma Insurance, Türkiye Sigorta Birliği (TSB) ve Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu'ndan (SEDDEK) derlenen veriler doğrultusunda dünya sigortacılık sektörü hakkında bilgiler verilecektir.

Veriler derlenirken hem ulusal hem de uluslararası resmi ve özel kuruluşların raporlarında ve internet sayfalarında bazı verilerin 2013 yılı öncesi değerlerine ulaşılammıştır. Ayrıca 2021 yılına ilişkin bazı verilerin henüz yayınlanmadığı tespit edilememiştir. Bu sebepten dolayı bazı tablo ve grafikler 2013-2020 arası dönemi ele alırken, bazı tablo ve grafiklerde ise tezin analiz bölümünde kullanılan verileri de içerdği üzere 2009-2020 yılları arasındaki değerler yer almaktadır.



Grafik 1. 2009-2020 Döneminde Dünya’da Toplam Prim Üretim Tutarları (Milyar Dolar)

Kaynak: *KPMG 2020 Sigortacılık Sektörüne Genel Bir Bakış

**Sigma Insurance Report 2021/3

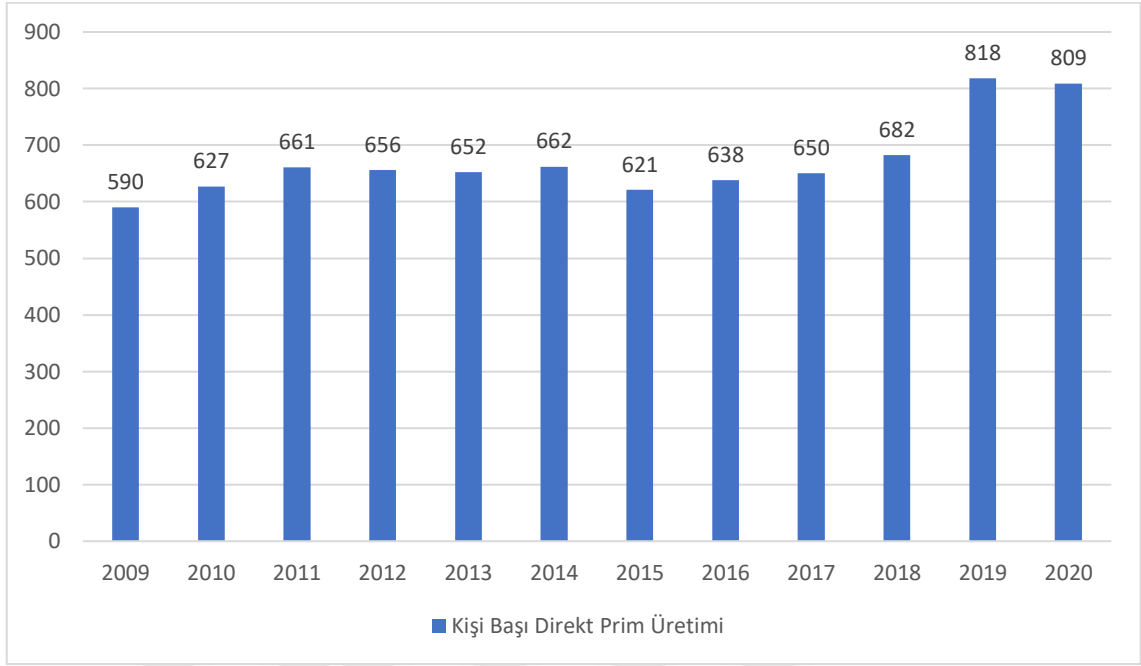
¹⁷⁴Faruk AKIN ve Kazım KARABOĞA, “Küresel Finansal Krizin Sigorta Sektörü Üzerindeki Etkileri : Türk Sigorta Sektörü Üzerine Bir Araştırma”, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt:5, Sayı:3, (2011), ss.1-3.

Yukarıdaki grafik küresel sigorta sektöründe üretilen prim miktarını yıllar itibariyle yansıtmaktadır. Tabloda hayat dışı sigorta dalları için üretilen prim miktarı, hayat sigortaları adına toplanan prim miktarı ve her iki branş türlerindeki toplam prim miktarı milyar dolar bazında gösterilmektedir. 2009 ile 2020 yılları arasındaki veriler ışığında, hayat dışı sigorta dalları için özellikle son üç yılda önemli ölçüde prim artışının gerçekleştiği ifade edilebilir. Bu doğrultuda 2009 yılında hayat dışı sigortalar için prim miktarı toplam 1.735 milyar dolar iken bu rakam 2014 yılında 2.124 milyar dolardır. 2018 yılındaki sıçramayla birlikte 3.267 milyar dolara ulaşan bu değer, 2020 yılı itibariyle 3.489 milyar dolarlık bir fona sahiptir.

Hayat sigortaları branşları incelendiğinde ise 2018 yılına kadar hayat sigortalarında üretilen prim miktarının, hayat dışı sigortalarda üretilen prim miktarından yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Bu yıldan itibaren ise hayat dışı sigortaların prim üretiminde daha fazla paya sahip olduğu söylenebilir. Hayat sigortalarında da zaman zaman dalgalanmanın söz konusu olduğu söylenebilir. Hayat dışı branşlardaki artış ivmesi kadar yüksek olmasa da hayat branşlarında da prim artışının olduğu ifade edilebilir. 2009 yılında bu branşlar 2.332 milyar dolar prim üretimine sahipken, 2014 yılında bu rakam 2.644 milyar dolara ulaşmıştır. Sonraki iki yıl bir miktar düşme söz konusudur. 2018 ve 2019 yıllarındaki gözle görülür artışa karşın 2020 yılında önceki iki yıla göre düşüş gerçekleşerek toplam 2.797 milyar dolar prim üretimi gerçekleştirilmiştir. Toplam prim üretiminde ise 2009-2017 yılları arasındaki prim miktarlarının toplamı, birbirine yakın değerlerdeyken, 2018 yılı itibariyle hayat dışı sigorta dallarının önemli katkısıyla yükseliş trendine sahip olduğu söylenebilir.^{175 176}

¹⁷⁵KPMG, Sigortacılık Sektörüne Genel Bir Bakış, 2021, s.32, <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2021/11/global-insurance-ceo-outlook-2021.html>, (29.04.2021).

¹⁷⁶SİGMA, **Insurance Report 2021** / 3, 2021, s.30, <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2021-03.html>, (29.04.2021).



Grafik 2. 2019-2020 Döneminde Dünya’da Kişi Başı Direkt Prim Üretim Tutarı (Dolar)

Kaynak: *KPMG 2020 Sigortacılık Sektörüne Genel Bir Bakış

**Sigma Insurance Report 2021/3

Grafik 2’de dünya genelinde kişi başı direkt prim üretim miktarları dolar bazında gösterilmektedir. Bu kapsamda on iki yıllık periyodun ilk dokuz yılında kişi başı prim üretim miktarının 590 dolar ile 652 dolar arasında değerler aldığı söylenebilir. Bu süreçte keskin bir artış ya da düşüşten söz edebilmek mümkün gözükmemektedir. Bu duruma karşın 2018 yılında bu rakam 682 dolar olarak gerçekleşmiştir. 2019 ve 2020 yıllarında ise 818 dolar ve 809 dolar olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla 2018 yılında yukarı yönlü başlayan ivmenin 2019 yılında ciddi anlamda artış gösterdiği söylenebilir. 2020 yılında bir miktar azalma olmasına karşın, bu yıla ait rakam önceki yıllara nazaran kişi başı prim üretiminin yükseldiğini göstermektedir.^{177 178}

¹⁷⁷KPMG, Sigortacılık Sektörüne Genel Bir Bakış,2021, s,5, <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2021/11/global-insurance-ceo-outlook-2021.html>. (29.04.2021).

¹⁷⁸ SİGMA, **Insurance Report 2021 / 3**, 2021, s.30, <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2021-03.html>, (29.04.2021).

Tablo 4. Seçilmiş Ülkelerin, 2020 Yılına Ait Sigortacılık Sektörüne İlişkin Verileri

Dünya Sıralaması	Ülke Adı	Toplam Prim Üretimi*	Toplam Prim Üretimi Bazında Dünya Sigortacılık Pazarındaki Payı (%)	Sigortacılık Sektörünün Ülkeye Ait GSYH İçerisindeki Payı (%)
1	Amerika Birleşik Devletleri	2.530.570	40.25	12.0
2	Çin	655.874	10.43	4.5
3	Japonya	414.805	6.60	8.1
4	İngiltere	338.321	5.38	11.1
5	Almanya	258.566	4.11	6.8
6	Fransa	231.347	3.68	8.6
7	Güney Kore	193.709	3.08	11.6
8	İtalya	161.973	2.58	8.6
9	Kanada	143.468	2.28	8.7
10	Tayvan	113.304	1.80	17.4
38	Türkiye	10.803	0.17	1.5

Kaynak: Sigma Insurance Reports 2021/3

*Milyon Dolar

Tablo 4’te seçilmiş ülkelere ilişkin, 2020 yılına ait sigortacılık verilerine yer verilmiştir. Bu ülkeler dünyadaki sigortacılık sektörünün prim üretiminde ilk 10 sıra içerisinde yer alan şirketler olarak belirlenmiştir. Ayrıca ülkemizin dünya sıralamasındaki yerine değinmek için de Türkiye ile ilgili veriler de bu kapsamda yer almaktadır. Tabloda ülkelerin toplam prim üretim miktarları, dünya sigortacılık sektöründeki payı ve prim üretimlerinin GSYH içindeki payları gösterilmektedir. Bu kapsamda dünya genelinde en yüksek prim üretim miktarının 2.530 milyon dolarlık rakamla Amerika Birleşik Devletleri’ne ait olduğu ifade edilebilir. Amerika’nın dünya sigorta pazarındaki payının ise %40,25 olduğu söylenebilir. Sigortacılık sektörü Amerikan ekonomisinin %12’sine katkı sunmaktadır. Amerika’yı yıllık 655.874 milyon dolarlık prim üretimiyle Çin Halk Cumhuriyeti takip etmektedir. Çin’in dünya sigorta sektöründe %10,43’lük bir dilime sahip olduğundan bahsedilebilir. Çin ekonomisinin %4,5’lik büyüklüğü, sigortacılık sektörünün üretmiş olduğu primlerden beslenmektedir. Ülkemizin ise yıllık prim üretim

miktarı 2020 yılı için 10.803 milyon dolardır. Türkiye bu prim üretim miktarıyla dünya sıralamasında 38. sırada yer almaktadır. Sigorta sektörünün Türk ekonomisi içerisindeki payı ise %1,5'tir.¹⁷⁹¹⁸⁰

Tablo 5. Seçilmiş Ülkelerin, 2020 Yılına Ait Hayat Dışı Branşlarına İlişkin Verileri

Dünya Sıralaması	Ülke Adı	Toplam Prim Üretimi	Toplam Prim Üretimi Bazında Dünya Sigortacılık Pazarındaki Payı	Hayat Dışı Branşlarının Toplam Sigorta Sektörü İçerisindeki Payı	Sigortacılık Sektörünün Ülkeye Ait GSYH İçerisindeki Payı
1	Amerika Birleşik Devletleri	1.897.883	54.39	75.0	9.0
2	Çin	308.330	8.84	47.0	2.1
3	Almanya	151.995	4.36	58.8	4.0
4	Japonya	120.308	3.45	29.0	2.4
5	İngiltere	99.430	2.85	29.4	2.3
6	Fransa	94.736	2.71	40.9	2.3
7	Güney Kore	87.565	2.51	45.2	5.2
8	Kanada	85.234	2.44	59.4	5.2
9	Hollanda	73.609	2.11	84.1	8.1
10	Avustralya	48.266	1.38	76.8	3.6
32	Türkiye	8.765	0.25	81.1	1.2

Kaynak: Sigma Insurance Reports 2021/3

*Milyon Dolar

Tablo 5 ise dünya genelinde hayat dışı branşlarda en çok prim üretimine sahip ilk 10 ülkenin 2020 yılı verilerine ışık tutmaktadır. Önceki tabloya ek olarak hayat dışı branşlarındaki prim üretim tutarlarının, ilgili ülkenin sigortacılık sektöründe ne kadarlık bir paya sahip olduğunu da yansıtmaktadır. Bu noktadan hareketle hayat dışı sigorta branşlarında dünyada %54.39'luk bir paya sahip olan Amerika, 2020 yılında bu dallarda toplam 1.897 milyon dolarlık prim üretimine haizdir. Hayat dışı sigorta dalları, Amerikan

¹⁷⁹ SİGMA, **Insurance Report 2021 / 3**, 2021, s.32, <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2021-03.html>, (29.04.2021).

sigortacılık sektörünün %75'ini oluşturmaktadır. Bu branşların Amerikan ekonomisine katkısı ise %9 olarak hesaplanmıştır.

Tablonun ikinci sırasında ise Çin bulunmaktadır. Çin'in hayat dışı sigortaları kapsamında toplam prim üretimi 2020 yılı itibariyle 308.330 milyon dolardır. Çin sigortacılık sektörünün hayat ve hayat dışı branşlarında Amerika'ya nazaran daha dengeli dağıldığı ifade edilebilir. Sigortacılık sektörü prim üretiminin %47'sini oluşturan bu branşlar, Çin ekonomisine ise %2.1'lik katkı sunmaktadır. Tablodaki diğer ülkeler incelendiğinde ise İngiltere'de hayat dışı sigortalarındaki prim üretiminin, hayat branşlarının gerisinde kaldığından bahsedilebilir. Hollanda, Avustralya ve Türkiye gibi ülkelerde ise hayat dışı sigorta dalları, bu ülkelerin sigortacılık sektörlerinde baskın durumda oldukları söylenebilir.¹⁸¹

Tablo 6. Seçilmiş Ülkelerin, 2020 Yılına Ait Hayat Branşlarına İlişkin Verileri

Dünya Sıralaması	Ülke Adı	Toplam Prim Üretimi	Toplam Prim Üretimi Bazında Dünya Sigortacılık Pazarındaki Payı	Hayat Branşlarının Toplam Sigorta Sektörü İçerisindeki Payı	Sigortacılık Sektörünün Ülkeye Ait GSYH İçerisindeki Payı
1	Amerika Birleşik Devletleri	632.687	22.62	25.0	3.0
2	Çin	347.545	12.42	53.0	2.4
3	Japonya	294.497	10.53	71.0	5.8
4	İngiltere	238.890	8.54	70.6	5.6
5	Fransa	136.611	4.88	59.1	8.8
6	İtalya	118.612	4.24	73.2	6.3
7	Almanya	106.571	3.81	41.2	2.8
8	Güney Kore	106.143	3.79	54.8	6.4
9	Tayvan	91.155	3.26	80.5	14
10	Hindistan	81.251	2.90	75.2	3.2
47	Türkiye	2.039	0.07	18.9	0.3

Kaynak: Sigma Insurance Reports 2021/3

*Milyon Dolar

¹⁸¹SİGMA, **Insurance Report 2021 / 3**, 2021, s.34, <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2021-03.html>, (29.04.2021).

Tablo 6 ise 2020 yılında hayat sigortası dallarında en çok prim üretimine sahip ilk 10 ülkeyi listelemektedir. Bu dallarda da ilk iki sıra Amerika ve Çin tarafından paylaşılmaktadır. Bu iki ülkeyi dünya pazarının %10,53 ve %8.54’lik paylarına sahip olan Japonya ve İngiltere takip etmektedir. Türkiye ise hayat sigortası branşlarında 2.039 milyon dolarlık prim üretim miktarıyla dünya genelinde 47. sırada yer almaktadır. Ülkemizdeki hayat branşlarının hem toplam sigorta sektörü içerisinde hem de GSYH içerisindeki payının oldukça düşük olduğu söylenebilir.¹⁸²

3.3.2. Türk Sigortacılık Sektörünün Genel Bir Değerlendirmesi

Türk sigortacılık sektörünün son yıllarda önemli ölçüde büyüme ve gelişme kaydettiği ifade edilebilir. Bu durum sigortacılık sektörünün hem Türk ekonomisi hem de Türk finans sektörü içerisinde giderek artan öneme sahip olmasına imkan sunmaktadır.¹⁸³ Bu yüzden de ülkemizin sigortacılık sektörünün değerlendirilmesi için ayrı bir başlık açmak yerinde olacaktır. Bu kapsamda da SEDDK ile TSB’den elde edilen veriler doğrultusunda sektörün 2009-2020 dönemindeki genel görünümü ele alınacaktır.

Tablo 7. 2009-2020 Dönemi’nde Türk Sigortacılık Sektörünün Prim Üretimi ve Ödenen Tazminat Miktarları (Milyar TL)

Branş / Yıl	Hayat Dışı Prim	Hayat Dışı Tazminat	Hayat Prim	Hayat Tazminat	Toplam Prim	Toplam Tazminat
2009	7.1	7.1	1.2	1.5	8.3	8.6
2010	11.9	7.2	2.2	1.5	14.1	8.7
2011	14.5	8.3	2.7	1.6	17.2	9.9
2012	17.1	9.4	2.7	1.8	19.8	11.2
2013	20.8	9.8	3.4	2.1	24.2	11.9
2014	22.7	11.3	3.3	2.1	26	13.4
2015	27.3	13.9	3.8	2.1	31.1	16
2016	35.4	15.9	5	2.3	40.4	18.2
2017	39.7	19.2	6.8	2.5	46.5	21.7
2018	47.7	24.1	6.9	2.6	54.6	26.7
2019	57.4	28.6	11.4	3.5	68.8	32.1
2020	68.1	39.4	14.4	4.6	82.5	44

Kaynak: *Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları (2009-2019)

**Türkiye Sigorta Birliği, Sektör Raporu, 2020

¹⁸²SİGMA, **Insurance Report 2021 / 3**, 2021, s.32, <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2021-04.html>, (29.04.2021).

¹⁸³Yavuz KOTAN, “Sigortacılık Sektörünün Gelişimi ve Dijitalleşmesi Sürecinin SWOT Analizi: Erzurum İli Üzerine Bir Araştırma”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt: 12, No: 2 2020, s.179.

Tablo 7, Türk sigorta sektörünün prim üretim miktarlarını ve ödenen tazminat miktarlarını göstermektedir. 2009-2020 döneminde hayat dışı sigortalarda üretilen primin, düzenli olarak artış gösterdiği ifade edilebilir. Ödenen tazminatlar için de her yıl yukarı yönlü bir hareketten bahsedilebilir. Bu duruma karşın son üç yılda üretilen prim miktarının önemli ölçüde artış gösterdiği gözlemlenmektedir.

2018-2020 yılları arasında hayat dışı sigorta dalları için ödenen tazminatın da prim miktarındaki artışa paralel olduğu söylenebilir. Hayat branşlarının verileri incelendiğinde, 12 yıllık süreçte hem üretilen prim miktarının hem ödenen tazminat tutarının yükseliş gösterdiği gözlemlenmektedir. Bu duruma paralel olarak sektörün üretilen toplam prim miktarı ve ödenen tazminat miktarları bu süreçte yükselmiştir. Tabloda dikkat çekebilecek bir diğer hususun ise hayat dışı sigortalarında üretilen prim miktarı, hayat sigortalarında üretilen toplam prim miktarından oldukça yüksek düzeydedir. Ayrıca prim miktarının, ödenen tazminatları hem hayat dışı branşlarında hem de hayat branşlarında karşıladığı ifade edilebilir.^{184 185}

Tablo 8. 2009-2020 Dönemi Türk Sigortacılık Sektörüne İlişkin Seçilmiş Veriler

Branş / Yıl	Kişi Başı Direkt Prim Üretimi*	Hayat Dışı Branşları Özsermaye **	Hayat Branşları Özsermaye **	Emeklilik Şirketleri **	Reasürans Şirketleri **	Toplam Özsermaye** é
2009	113	7.170	1.688***		781	9.639
2010	125	5.023	457	1.710	799	7.989
2011	134	5.148	818	2.257	447	8.671
2012	143	5.058	189	3.326	658	9.232
2013	163	6.915	207	3.557	702	11.380
2014	149	8.106	252	4.077	753	13.187
2015	141	7.231	270	4.592	1.184	13.278
2016	164	9.167	301	5.409	1.401	16.279
2017	149	12.306	376	6.733	1.918	21.333
2018	128	13.995	652	6.857	1.836	23.340
2019	134	18.806	780	8.847	2.380	30.815
2020		24.180	11.133***		3.208	38.523

Kaynak: *Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları (2009-2019)

**Türkiye Sigorta Birliği, Sektör Raporu, 2020

¹⁸⁴Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), **Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları**, (2009-2019), <https://seddk.gov.tr/raporlar-sigortacilik-ve-bes-faaliyetleri.html>, (29.04.2022).

¹⁸⁵Türkiye Sigorta Birliği, **2020 Sektör Raporu**, 2021, s.3., https://tsb.org.tr/media/attachments/2020_YILI_SEKTOR_C3%96R_RAPORU.pdf, (29.04.2022).

Not: 2009 yılına ilişkin verilerde hayat ve emeklilik şirketleri birlikte değerlendirildiği için tabloda yer almamaktadır. Ayrıca 2020 yılına ait kişi başı direkt prim üretimine ulaşılamamıştır.

*Dolar

**Milyar Türk Lirası

*** Hayat Sigortaları Şirketleri ve Emeklilik Şirketlerinin toplamın özsermaye değeridir.

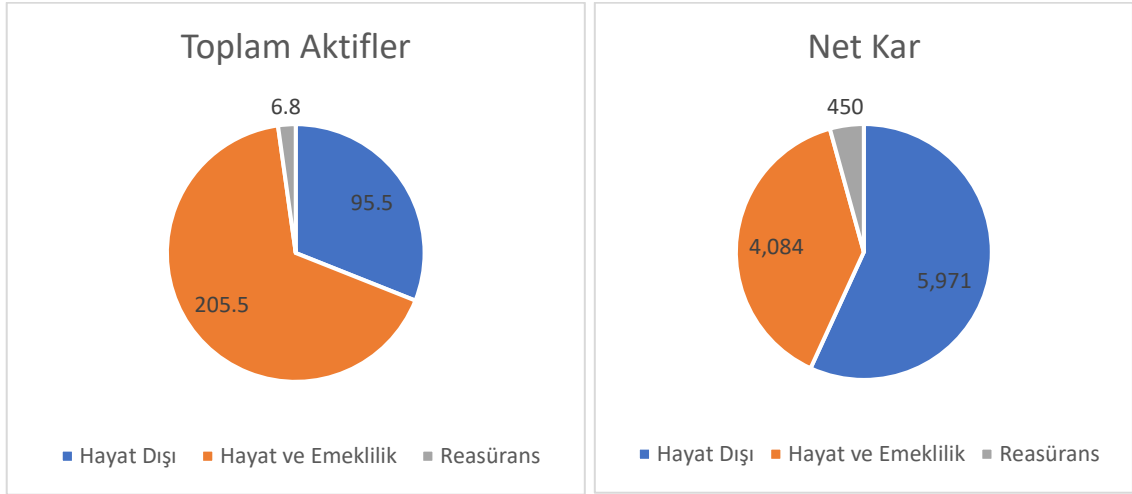
é Emeklilik ve Reasürans şirketlerinin özsermayeleri dahildir.

Tablo 8’de dünya sigortacılık sektörünün değerlendirilmesinde kullanılan verilerin, ülkemizdeki değerlerine yer verilmiştir. Ayrıca sektörün özsermaye değerleri de tabloda yer almaktadır. Tablo incelendiğinde ilk olarak ülkemizde kişi başı üretilen prim miktarı tutarının yıllar itibarıyla dalgalı bir seyir izlediğinden bahsedilebilir. 2009 yılında 113 dolar olan bu rakam, 2013 yılına kadar her geçen yıl artış göstermiştir. Bu yıldaki kişi başı prim üretim miktarı 163 dolardır. Sonraki iki yılda düşüş göstermesine karşın 2016 yılında 164 dolara yükselerek, 2009-2019 dönemindeki en üst değerine ulaşmıştır. Son üç yılda ise dalgalı bir trende sahip olduğu söylenebilir. 2019 yılında kişi başı prim üretim miktarı ise 134 dolardır.

Tabloda yer alan bir diğer değişken ise sigortacılık sektörünün özsermaye değerleridir. Toplam sermaye değeri hayat dışı sigorta şirketlerinin, hayat sigorta şirketlerinin, özel emeklilik şirketlerinin ve reasürans şirketlerinin özsermaye değerlerinin toplamından oluşmaktadır. 2009 ve 2020 yıllarındaki raporlar hayat sigortası şirketleri ile emeklilik şirketlerinin özsermaye miktarlarını birlikte verdiği için, bu branşların değerleri ayrı ayrı gösterilmemektedir. Tablodaki değerler incelendiğinde ise sektördeki en yüksek özsermaye tutarları hayat dışı sigorta şirketlerine aittir. Emeklilik şirketleri bu kapsamda ikinci sırada yer alırken; bu şirketleri reasürans şirketleri ve hayat sigortası şirketleri takip etmektedir. Özsermaye değerleri yıllar içerisinde zaman zaman dalgalı bir seyir göstermiş olmasına rağmen özellikle 2015 yılından itibaren yükselme trendindedir. Bu durum sektörün büyümeye devam ettiğini göstermektedir.^{186 187}

¹⁸⁶Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), **Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları**, (2009-2019), <https://seddk.gov.tr/raporlar-sigortacilik-ve-bes-faaliyetleri.html>, (29.04.2022).

¹⁸⁷Türkiye Sigorta Birliği, **2020 Sektör Raporu**, 2021, s.3., https://tsb.org.tr/media/attachments/2020_YILI_SEKT%C3%96R_RAPORU.pdf, (29.04.2022).



Şekil 1. 2020 Yılı İtibariyle Sigortacılık Sektöründe Faal Şirket Sayısı, Toplam Aktifler ve Net Kar Rakamları

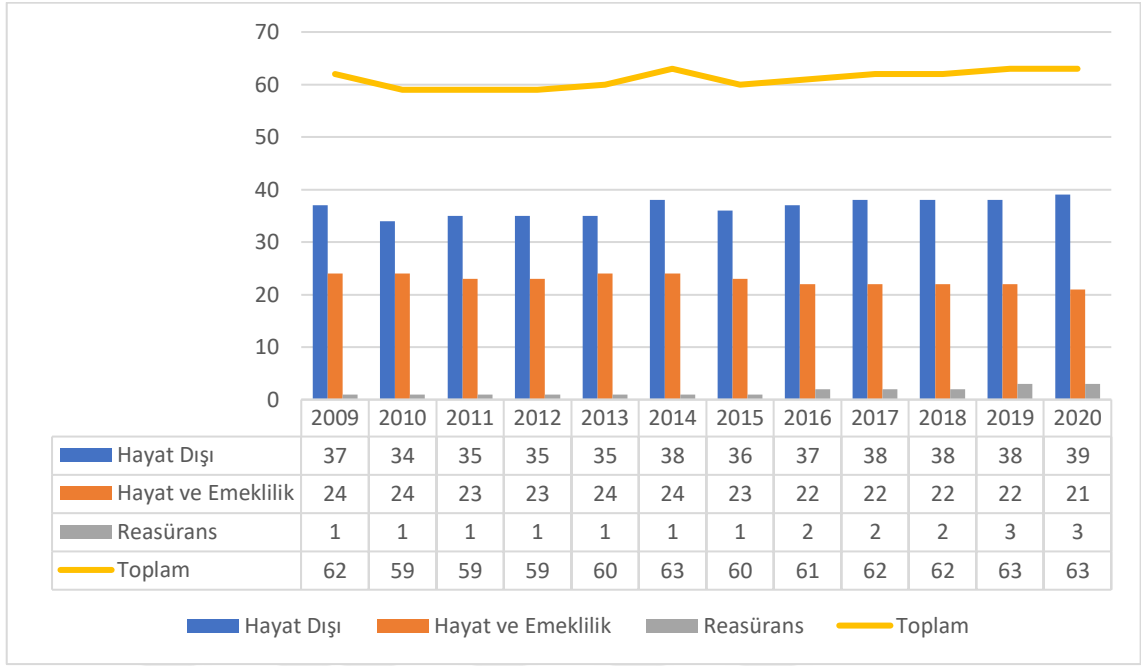
Not: Toplam Aktifler milyar TL türünden hesaplanmışken, Net Kar milyon TL olarak belirtilmiştir.

Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği, Sektör Raporu, 2020

Şekil 1’de 2020 yılına ait sigorta sektörünün toplam aktifleri ve net karına ilişkin veriler yer almaktadır. Toplam aktiflere ilişkin değerler irdelendiğinde hayat ve emeklilik şirketlerinin, bu yıla ait toplam aktifinin 205.5 milyar TL olduğu söylenebilir. Bu rakam hayat dışı sigorta şirketleri için 95.5 milyar TL iken, reasürans şirketleri için 6.8 milyar TL’dir. Bir diğer değişken olan net kar bazında ise hayat dışı sigorta şirketlerinin, hayat sigortalarında faaliyet gösteren şirketlere nazaran daha yüksek net kara sahip olduğu ifade edilebilir. 2020 yılında hayat dışı sigorta şirketleri 5.971 milyon TL net kar elde etmişken, hayat sigortalarında bu değer 4.084 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.^{188 189}

¹⁸⁸Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), **Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları**, (2009-2019), <https://seddk.gov.tr/raporlar-sigortacilik-ve-bes-faaliyetleri.html>, (29.04.2022).

¹⁸⁹Türkiye Sigorta Birliği, **2020 Sektör Raporu**, 2021, ss.3-4., https://tsb.org.tr/media/attachments/2020_YILI_SEKT%C3%96R_RAPORU.pdf, (29.04.2022).



Grafik 3. Türkiye’de 2009-2020 Dönemi Sigorta Şirketi Sayısı

Kaynak: *Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları (2009-2019)

**Türkiye Sigorta Birliği, Sektör Raporu, 2020

Yukarıdaki grafikte 2009-2020 yılları arasındaki Türk sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren sigorta şirketleri sayısına yer verilmiştir. Sektördeki şirketlerin en çok hayat dışı sigorta branşlarında faaliyet gösterdikleri ifade edilebilir. Reasürans şirketleri sayısının ise oldukça sınırlı olduğu söylenebilir. Yıllar içerisinde sigorta şirket sayısının her üç sigorta dalında da önemli ölçüde değişim göstermediği ifade edilebilir. Şirket sayısında nicel olarak bir farklılık olmamasına karşın, sektördeki şirketlerin birbirlerini satın ya da devralmaları ve şirket birleşmeleri yoluyla pazarda daha çok söz sahibi olmaya çalıştıklarından bahsedilebilir. Sektöre yeni girmek isteyen şirketler de bu yöntemleri uygulamaktadırlar.^{190 191}

¹⁹⁰Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), **Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları**, (2009-2019), <https://seddk.gov.tr/raporlar-sigortacilik-ve-bes-faaliyetleri.html>, (29.04.2022).

¹⁹¹Türkiye Sigorta Birliği, **2020 Sektör Raporu**, 2021, s.3., https://tsb.org.tr/media/attachments/2020_YILI_SEKT%C3%96R_RAPORU.pdf, (29.04.2022).

Tablo 9. Türk Sigortacılık Sektörü Hayat Dışı Sigorta Şirketlerine İlişkin Finansal Oranlar (2009-2019)

Finansal Oranlar**	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Özsermaye / Varlık Toplamı*	47.4	35.2	32.1	28.1	30.1	30.3	24.3	23.1	26.1	24.8	26.1
Özsermaye / Teknik Karşılıklar	112.9	46.3	59.7	47.9	52.5	52.2	38.8	35.7	42.0	39.3	42.5
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	200	144.5	128.5	107.6	125	136.4	106.2	120.4	148.9	145	155.4
Teknik Karşılık Rasyosu	136.1	131.1	128.7	122.5	126.8	120.1	122.7	124.9	125.5	120.9	121.7
Cari Oran	153.1	118.2	118.6	113.6	117.9	81.9	110.1	105.8	116.8	117.3	119.6
Likidite Oranı	71.4	69.6	67.6	68.6	77.2	12	76.1	75.1	86.3	86	89.6
Özsermaye Karlılığı	8.6	-1.7	1.2	-10.4	14.7	3.4	-5.5	17.5	21.2	29.2	36.5
Aktif Karlılığı	1.7	-0.7	0.4	-3.4	4.2	3.4	-1.5	3.7	4.8	6	7.9

Kaynak: Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları (2009-2019)

* Varlık toplamı: Emeklilik saklayıcı şirketlerinden alacaklar hariçtir.

**Oranlar yüzde cinsindendir.

Tablo 9'da Türk sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren hayat-dışı sigorta şirketlerinin 2009-2019 yıllarına ilişkin hesaplanan bazı finansal oranları yer almaktadır. Şirketlerin varlık toplamı içerisinde özsermayenin büyüklüğünü gösteren Özsermaye/Varlık Toplamı rasyosu 2009 yılından 2012 yılına kadar bir azalış eğilimi gösterirken, 2012 yılından 2014 yılına kadar ise bir artış eğilimi göstermiştir. Özsermayenin varlık toplamı içerisindeki oransal büyüklüğünün en yüksek olduğu yıl ise, %47,4 ile 2009 yılıdır. 2009 yılında %47,4 olan bu rasyo, yıllar itibariyle %45 oranında azalarak 2019 yılında %26,1 seviyelerine gerilemiştir.

Şirketlerin Özsermaye/Teknik Karşılıklar rasyosunun en yüksek olduğu yıl 2009 yılıdır. Bu rasyo, 2009 yılında %112,9 olarak hesaplanmış ve 2009 yılından 2019 yılına kadar %62,4 oranında azalarak %42,5 seviyelerine gerilemiştir. Bu rasyonun en düşük

olduğu yıl ise %35,7 oranı ile 2016 yılıdır. Teknik Karşılıklar Rasyosu yıllar itibarıyla incelendiğinde ise, 2009 yılından 2012 yılına kadar bu rasyoda bir azalış gözlemlenirken, 2012 yılından 2014 yılına kadar bir artış eğilimi gözlemlenmiştir. Bu rasyonun en yüksek olduğu yıl %200 oranı ile 2009 yılı iken, en düşük olduğu yıl ise %106,2 ile 2015 yılıdır. 2009 yılından 2019 yılına kadar bu oran %22,3'lük bir azalış göstermiştir.

Şirketlerin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösteren cari oran, sigorta şirketleri için oldukça önem arz etmektedir. Bu oranın oldukça yüksek ya da düşük olması istenmemektedir. Oldukça yüksek olması şirketler için atıl kapasite durumu ortaya çıkarırken oldukça düşük olması durumunda ise, şirketlerin vadesi gelen borçlarının ödenmesini zorlaştırmaktadır. Hayat dışı branşlarda faaliyet gösteren şirketlerin 2009-2019 yılları arasındaki verileri incelendiğinde ise, bu oranın en yüksek olduğu yıl %153,2 oranı ile 2009 yılı olurken, en düşük olduğu yıl ise %81,9 oranı ile 2014 yılıdır. Bu oran, 2009 yılından 2019 yılına kadar %21,9 azalarak %119,2 seviyelerine gerilemiştir.

Likidite oranı, cari oranı daha anlamlı hale getirmektedir. Hayat-dışı branşlarda faaliyet gösteren şirketlerin likidite oranları incelendiğinde ise, bu oranın en düşük olduğu yıl %12 ile 2014 yılıdır. 2013 yılında %77,2 olan bu rasyo, 2014 yılında %84,5 oranında ciddi bir şekilde azalarak %12 seviyelerine gerilemiştir. Bu oranın en yüksek olduğu yıl %89,6 ile 2019 yılıdır. 2009 yılından 2019 yılına kadar bu oran yıllar itibarıyla %25,5 artarak %89,6 seviyelerine yükselmiştir.

Hayat-dışı branşında faaliyet gösteren şirketlerin özsermaye karlılıkları incelendiğinde ise 2010, 2012 ve 2015 yıllarında zarar elde ettikleri görülmektedir. 2016 yılında %17,4 olan özsermaye karlılıkları 2017 yılında %21,2, 2018 yılında %29,2 ve 2019 yılında %36,2 olarak sürekli bir artış eğilimi göstermiştir. 2009 yılından 2019 yılına kadar %324,53 artarak %36,2 seviyelerine yükselmiştir. Şirketlerin aktif karlılıkları incelendiğinde ise, hayat dışı branşlarda faaliyet gösteren şirketlerin 2010, 2012 ve 2015 yıllarında zarar elde ettikleri görülmektedir. En yüksek zararı %3,4 ile 2012 yılında elde etmişlerdir. Aktif karlılıkları 2016 yılından 2019 yılına kadar bir artış eğilimi

içerisindedir. 2009 yılından 2019 yılına kadar aktif karlılıkları %372,61 artarak %7,9 seviyelerine yükselmiştir.¹⁹²

Tablo 10. Türk Sigortacılık Sektörü Hayat Dışı Sigorta Şirketlerine İlişkin Teknik Oranlar (2009-2019)

Teknik Oranlar*	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Prim Artış Hızı	3.9	14.5	21.6	19.1	21.7	8.4	20.4	29.9	11.6	19.8	21.8
Konservasyon Oranı	75.5	79.9	80.1	81.4	80.3	80	80	82.5	76.1	73.6	74.3
Tazminat Prim Oranı	78.3	69.7	68	74.5	68.6	69.4	79.6	74.2	77.2	85.3	75.7
Bileşik Rasyo	102.1	96.2	96	96.7	92.8	92.	102.1	95.	97.4	104.9	95.4
Teknik Karlılık	1.1	0.0	0.4	-3.5	4.1	4.7	-1.8	5.1	5.5	6.6	8.7

Kaynak: Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları (2009-2019)

*Oranlar yüzde cinsindendir.

Tablo 10'da Türk sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren hayat-dışı sigorta şirketlerinin 2009-2019 yıllarına ilişkin hesaplanan bazı teknik oranları yer almaktadır. Tablo 10 incelendiğinde hayat-dışı branşlarda faaliyet gösteren şirketlerin prim artış hızları 2009 yılından 2011 yılına kadar bir artış eğilimi içerisinde olduğu görülmektedir. Prim artış hızının en düşük olduğu yıl %3,9'lık oranla 2009 yılı olurken, en yüksek olduğu yıl ise %29,9'lık oran ile 2016 yılı olmuştur. Prim artış hızlarının 2014 ve 2017 yıllarında bir önceki yıla kıyasla ciddi bir düşüş yaşandığı gözlemlenmiştir. Şirketlerin prim artış hızları 2009 yılından 2019 yılına kadar yıllar itibariyle %458 oranında artarak %21,8 seviyelerine yükselmiştir.

Hayat-dışı branşında faaliyet gösteren şirketlerin konservasyon oranları incelendiğinde, 2009 yılından 2019 yılına kadar ciddi bir dalgalanma yaşanmadığı gözlemlenmiştir. Konservasyon oranlarının en yüksek olduğu yıl %82,5'lik oranla 2015 yılı olurken, en düşük olduğu yıl %73,5'lik oran ile 2018 yılı olmuştur. 2009 yılından 2019 yılına kadar yıllar itibariyle şirketlerin konservasyon oranları %1,6'lık düşüş ile

¹⁹²Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), **Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları**, (2009-2019), <https://seddk.gov.tr/raporlar-sigortacilik-ve-bes-faaliyetleri.html>, (29.04.2022).

%74,3 seviyelerine gerilemiştir. Şirketlerin tazminat/prim oranları incelendiğinde ise yıllar itibariyle ciddi bir dalgalanma yaşanmadığı görülmektedir. Tazminat prim oranının en düşük olduğu yıl %8,6 ile 2013 yılı olurken en yüksek oldu yıl ise %85,3'luk oran ile 2018 yılı olmuştur.

Şirketlerin hasar prim oranı ile masraf oranının toplamından oluşan bileşik rasyoları incelendiğinde ise yıllar itibariyle ciddi bir dalgalanma yaşanmadığı görülmektedir. Hayat-dışı branşında faaliyet gösteren şirketlerin bileşik rasyoları incelendiğinde bu oranın en yüksek olduğu yıl %104,9 ile 2018 yılı olurken, en düşük olduğu yıl ise %92,5 oranı ile 2014 yılı olmuştur. 2009 yılından 2019 yılına kadar bu oran %6,5 azalarak %95,4 seviyelerine gerilemiştir. Şirketlerin ilgili yıllarda teknik karlılıkları incelendiğinde ise 2012 ve 2015 yıllarında teknik zarar elde ettikleri görülmektedir. 2015 yılından sonra 2019 yılına kadar şirketlerin teknik karlılıkları sürekli bir artış eğilimi göstermiştir. Şirketler en büyük teknik zararı -%3,5 ile 2012 yılında elde ederken en fazla teknik karı ise %8,7 ile 2019 yılında elde etmiştir. 2009 yılından 2019 yılına kadar bu oran yıllar itibariyle %647,4 artarak %8,7 seviyelerine yükselmiştir.¹⁹³

¹⁹³Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), **Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları**, (2009-2019), <https://seddk.gov.tr/raporlar-sigortacilik-ve-bes-faaliyetleri.html>, (29.04.2022).

Dördüncü Bölüm

Literatür Taraması

Çalışmanın konusu sigorta sektöründe faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen faktörlerin araştırılmasıdır. Çalışmada analiz yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgular sermaye piyasası teorileri ile karşılaştırılarak, sonuçların hangi teorilerle uyum içerisinde olup olmadığı tartışılacaktır. Bu doğrultuda literatür incelemesi yapılırken belirli bir sistematik izlenmiştir. Literatür çalışmasının ilk kısmında sermaye yapısına ilişkin ulusal ve uluslararası literatürdeki çalışmalar ele alınmıştır. Bu noktada belirtmek gerekir ki literatürde sigorta sektörünün, sermaye yapısını konu alan çok fazla çalışma bulunmamaktadır. Dolayısıyla sigortacılık sektörünün sermaye yapısını değerlendiren çalışmalar, Türk finans sektörüne ilişkin yapılan çalışmalar içerisinde incelenmiştir. En son olarak da sigorta sektörünün farklı özelliklerini araştıran ve panel veri analizi yöntemi kullanılmış çalışmalar değerlendirilmiştir.

4.1. Sermaye Yapısına İlişkin Ulusal Literatür Taraması

Topal (2006) BİST’de işlem gören imalat sanayi işletmelerinin sermaye yapılarını incelemiştir. Bunun yanında bu işletmelerin borçlanma maliyetleri ve karlılıklarına ilişkin değişkenleri de araştırmıştır. Ayrıca çalışma kapsamında kaldıraç oranlarının karlılık ile ilişkisi de tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda çalışmada 1997-2003 yılları arasındaki verilerden faydalanılmıştır. Elde edilen veri seti regresyon analiziyle test edilmiş ve değişkenler arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır. Kullanılan değişkenler ise işletmelerin gelir tabloları ve bilançolardan elde edilen kaldıraç oranları, karlılık oranları, özsermaye bileşenleri gibi faktörlerden türetilmiştir. Çalışmanın bulguları işletmelerin yatırımlarını dış borçlanma ile finanse etmeleri durumunda, özsermaye karlılığının belirli bir noktaya kadar arttığını göstermektedir. Bu noktadan sonra işletmeler dış kaynak kullanmaya devam ederlerse, özsermaye karlılığı azalmaya başlamaktadır. Analizde ulaşılan bir diğer sonuç ise; işletme ölçeğinin, kısa vadeli yabancı kaynak kullanma tercihlerinde şirketler için bir farklılık oluşturmadığıdır. Buna karşın uzun vadeli yabancı kaynak kullanımında küçük ölçekli şirketler daha temkinli

davranırken, büyük ölçekli şirketlerin daha rahat karar aldıkları söylenebilir. İşletmelerin ölçeği ile karlılık arasında doğrudan bir ilişki tespit edilememiştir. Son olarak da işletmelerin yabancı kaynak kullanımının aktif karlılıklarını ve brüt kar marjını çok fazla etkilemediği gözlemlenmiştir. Bu durumun aksine özsermaye karlılığının, yabancı kaynak kullanımından olumsuz yönde etkilendiği ifade edilebilir.¹⁹⁴

Korkmaz ve diğerleri (2009) BİST’de işlem gören, otomotiv sektöründe ve otomotiv sektörünün yan sanayisinde faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını belirleyici faktörleri araştırmışlardır. Bu kapsamda 16 firmanın verilerine ulaşılabilmiş olup, çalışmanın veri seti 2003-2006 yılları arasına aittir. Analiz yöntemi olarak da panel veri analizi tercih edilmiştir. Araştırmanın bulguları sermaye yapısının en çok karlılık ve borç dışı vergi kalkanı değişkeninden etkilendiğini göstermektedir. Ayrıca işletmelerin karlılık göstergeleri iyileştikçe, ilk olarak yeni yatırımlar için içsel kaynaklara yöneldikleri tespit edilmiştir. Bu sonucun finansal hiyerarşi teorisini desteklediği ifade edilebilir.¹⁹⁵

Okuyan ve Taşçı (2010) ülkemizde faaliyet gösteren sanayi firmalarının sermaye yapılarının şekillenmesinde rol oynayan faktörleri incelemişlerdir. Ayrıca bu firmaların borçlanma kararları alırken izledikleri yöntemlerin, sermaye yapısı teorileri ile ilişkilerini araştırmışlardır. Bu kapsam doğrultusunda İstanbul Sanayi Odası tarafından her sene tespit edilen 1000 adet firmanın 1993-2007 yılları aralığındaki verilerini kullanmışlardır. Çalışmada analiz yöntemi olarak dengesiz panel veri analizi tercih edilmiştir. Kurulan modelde borçlanma oranı bağımlı değişken olarak ifade edilmiştir. Bağımsız değişkenler ise sırasıyla işletme büyüklüğü (aktif büyüklüğünün doğal logaritması), vergi önce kar / toplam aktifler, brüt katma değer / aktif büyüklüğü, ihracat miktarının doğal logaritması ile birlikte firmaların ortaklık yapısı içerisindeki özel sektörün ve yabancı yatırımcıların payları olarak sayılabilir. Analiz neticesinde firmaların kaldırma oranını başarılı bir şekilde kullandıkları, dolayısıyla da borç kullanma yöntemi ile brüt katma değer yaratma

¹⁹⁴Yusuf TOPAL, “İMKB’ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları İMKB’ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 27, (2006), ss. 67-68.

¹⁹⁵ Turhan KORKMAZ, Ümit BAŞARAN, Rasim İlker GÖKBULUT, “İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt: 27, Sayı: 277, (2009), s.29.

değişkenleri arasında pozitif bir ilişkinin mevcudiyeti tespit edilmiştir. Firma büyüklüğü ile karlılığın, firmaların borç kullanma kararı almaları noktasında önemli bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Firmalar iç borçlanmaya öncelik verdikleri için firma büyüklüğü ve karlılığın artmasının, firmaların borçlanma düzeylerini azalttığı söylenebilir. Sonuç olarak çalışmanın bulguları finansal hiyerarşi teorisi ile tutarlılık içermektedir.¹⁹⁶

Leyli Elitaş ve Doğan (2013) Borsa İstanbul (BİST)'de kote edilmiş sigorta şirketlerinin sermaye yapılarına etki eden değişkenleri analiz etmişlerdir. Çalışma 2005-2011 yılları arasını kapsamaktadır. Veri setinde kaldıraç oranı, bağımlı değişken olarak seçilmiştir. Bunun yanı sıra duran varlıklar / toplam varlıklar, net kar / toplam varlıklar, toplam varlıkların doğal logaritması, sigorta şirketlerinin brüt primlerindeki artış ve cari varlıklar / kısa vadeli yükümlülükler faktörleri de bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Analiz yöntemi olarak da korelasyon ve çoklu regresyon metotları kullanılmıştır. Bulgular cari oran ve prim artış yüzdesinin, bağımlı değişkenle negatif ilişki içerisinde olduğunu göstermektedir. Bu durumun aksine diğer bağımsız değişkenlerin kaldıraç oranı ile pozitif ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Çalışmanın sonuçları sermaye yapısı teorilerinden dengeleme teorisi ile paralellik göstermektedir.¹⁹⁷

Sarioğlu ve diğerleri (2013) BİST'de işlem görmekte olan çimento, otomotiv ve bilişim sektörleri şirketlerinin sermaye yapılarını analiz etmişlerdir. Çalışmanın verileri 2007-2011 yılları arasını kapsamaktadır. Çalışmanın analiz yöntemi ise panel veri analizidir. Bağımlı değişken olarak finansal kaldıraç oranı seçilmiş olmakla beraber bağımsız değişkenler karlılık, büyüklük, varlık yapısı, likidite, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranlarıdır. Araştırmanın sonuçları her sektör için ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Bulgular değişkenlerin sektörel bazda farklı etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Örneğin çimento sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin aktif büyüklüğü ve karlılıkları, borçlanma kararlarında etkili olmaktadır. Buna karşın bilişim sektöründe borçlanma kararlarını büyüklük ve varlık yapısı değişkenleri etkilemektedir. Otomotiv sektöründeki

¹⁹⁶Aydın OKUYAN ve Mehmet TAŞÇI, “İMKB’de İşlem Gören Reel Sektör İşletmelerinde Sermaye Yapısının Belirleyicileri”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:21, Sayı:76, (2010), ss.111-116.

¹⁹⁷Bilge Leyli ELİTAŞ ve Mesut DOĞAN, “Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İMKB Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Araştırma”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 2, (2013), ss..52-53.

işletmelerin sermaye yapısı tercihleri incelendiğinde ise bağımlı değişken üzerindeki en önemli etkenin, satışların büyüme hızı olduğu ifade edilebilir. Buna ek olarak çalışma büyük şirketlerin riski daha kolay yönetebilmeleri becerileri sayesinde, daha yüksek oranda borçlandıklarını bulgulamaktadır. Bu noktadan hareketle analiz sonuçlarının dengeleme teorisini desteklediği söylenebilir.¹⁹⁸

Öztürk ve şahin (2013) çeşitli branşlarda faaliyet gösteren ve BİST’de kote edilmiş spor işletmelerinin sermaye yapılarına etki eden faktörleri araştırmışlardır. Çalışmanın verileri 2005-2011 yılları arasını kapsamaktadır. Oluşturulan veri seti çoklu regresyon metodu ile analiz edilmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak uzun vadeli yabancı kaynaklar / özsermaye oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler olarak ise net kar / toplam aktif, maddi duran varlık / toplam aktif, brüt satışların doğal logaritması ve toplam aktiflerin doğal logaritması kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar, karlılık ve aktif büyüklüğünün bağımlı değişkeni pozitif yönde etkilediği, buna karşın brüt satışların doğal logaritmasının bağımlı değişkeni negatif yönde etkilediğini göstermektedir. Diğer bağımsız değişkenlerle, bağımlı değişken arasında ise herhangi bir korelasyon olmadığı tespit edilmiştir. Bu açıdan bakıldığında karlılık ile bağımlı değişken arasındaki ilişki finansal hiyerarşi teorisini destekler niteliktedir. Firma büyüklüğüne ilişkin elde edilen bulguların dengeleme ve temsil maliyetleri teorilerini desteklediği ifade edilebilir. Nihai olarak spor işletmelerinin varlık yapısı ile borçlanma kararları arasında negatif ilişkinin var olması, finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir.¹⁹⁹

Abdioğlu ve Deniz (2015) Türkiye’de imalat sanayi alanında faaliyet gösteren ve BİST’de kote edilmiş şirketlerin, sermaye yapılarını etkileyen faktörleri araştırmışlardır. Çalışmada imalat sanayisine ait 8 alt sektör kullanılmıştır. Çalışmanın veri seti 2009-2013 yılları arasını kapsamaktadır. Veri setinin bağımlı değişkeni kaldıraç oranıdır. Bağımsız değişken olarak 8 adet değişken kullanılmıştır. Bu değişkenler varlık yapısı, karlılık, büyüklük, likidite, büyüme, faaliyet kaldıracı, satışlardaki dalgalanma ve borç dışı vergi kalkanı olarak sayılabilir. Analiz yöntemi olarak ise panel veri analizi kullanılmıştır.

¹⁹⁸Serra EREN SARIOğLU, Engin KURUN ve Harun GÜZELDERE, “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: İMKB’de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı Analizi”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt:13, Sayı:4, (2013), 491-492

¹⁹⁹Başaran ÖZTÜRK ve Eyyüp Ensari şAHİN, “İMKB’de İşlem Gören Spor Firmalarının Sermaye Yapısını Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz”, **Verimlilik Dergisi**, Sayı:1, (2013), ss.21-22

Araştırma sonucunda bulguların finansal hiyerarşi teorisini desteklediği ifade edilebilir. Bu durum karlılık ile likiditenin sermaye yapısını negatif etkilemesi ve satışlardaki dalgalanma faktörünün sermaye yapısını pozitif etkilemesi sonuçlarıyla desteklenmektedir. Buna karşın varlık yapısı kaldıraç oranını negatif etkilemektedir. Bu durum ise finansal hiyerarşi teorisinin aksine, dengeleme teorisi ile uyumaktadır.²⁰⁰

Taşkın ve Coşkun (2015) BİST’te kote edilmiş enerji firmalarının, sermaye yapılarına ilişkin araştırma yapmışlardır. Bu amaçla firmaların 2008-2012 yılları arasındaki finansal oranlarından veri seti hazırlamış olup, araştırma tekniği olarak panel veri analizi kullanmışlardır. Analizde kullanılan bağımlı değişkenler şirketlerin finansal kaldıraç oranları içerisinden seçilmiştir. Buna karşın bağımsız değişken olarak da karlılık, büyüme, borç dışı vergi kalkanı, teminat değeri, ortaklık yapısı, firma farkındalığı kullanılmıştır. Çalışmada elde edilen en önemli sonuçlardan bir tanesi ortaklık yapısının, sermaye yapısı üzerinde doğrudan etkiye sahip olduğudur. Buna ek olarak teminat değeri, borç dışı vergi kalkanı ve firma büyüklüğünün bağımlı değişkeni olumlu etkilemesine karşın; firma farklılığı ve karlılık değişkenleri borçlanma tercihlerini olumsuz yönde etkilemektedir.²⁰¹

Erol ve diğerleri (2016) imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısını etkileyen değişkenleri araştırmışlardır. Elde edilen sonuçların da sermaye yapısı teorileriyle ilişkilerini incelemişlerdir. Bunun içinde BİST’de kayıtlı olup, halka açık imalat sanayi işletmelerini analiz etmişlerdir. Çalışmada kullanılan veri setinin yıl aralığı 2009-2013’tür. Analizin bağımlı değişkenleri kısa vadeli borç, uzun vadeli borç ve toplam borcun tek tek toplam aktiflere bölünmesiyle türetilmiştir. Bunun yanı sıra toplam borç / özsermaye oranı da bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler olarak ise borç dışı vergi kalkanı, karlılık, büyüme, işletme riski, karlılık, büyüklük ve likidite gibi değişkenler seçilmiştir. Çalışmada analiz yöntemi olarak panel regresyon

²⁰⁰Nida ABDİOĞLU ve Devran DENİZ, “Borsa İstanbul’da İşlem Gören İmalat Sanayi Şirketlerinin Sermaye Yapılarının Firmaya Özgü Belirleyicileri”, **Sosyoekonomi Dergisi**, Cilt:23, Sayı:26, (2015), ss.203-211

²⁰¹Dilvin TAŞKIN ve Sedat COŞKUN, “Ortaklık Yapılarının Finansman Kararları Üzerine Etkisi: BİST Enerji Firmaları İncelemesi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 17, Sayı:1, (2015), s.105.

analizi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular sermaye yapısını etkilediği düşünülen değişkenlerin, finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu olduğunu göstermektedir.²⁰²

Bilgin (2016) yüksek lisans tezi kapsamında yapmış olduğu çalışmada, gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların sermaye yapılarını ve bu ülkelere özgü değişkenler (finansal sistem, finansal gelişmişlik ve hukuk sistemi) arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışma 2006 – 2012 yılları arasını kapsamakla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde 6466 firma analiz edilmiştir. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Modelin tahmininde Sistem GMM metodu tercih edilmiştir. Çalışmanın bulguları, sermayenin yoğun olduğu ve gelişmiş finansal sistemlere sahip ülkelerde, firmaların daha fazla borç kullandıklarını göstermektedir. Kıta Avrupası hukuk sistemi geleneğinden gelen ülkelerde kaldıraç oranının yüksek olduğu ifade edilmektedir. Yüksek enflasyon, politik istikrarsızlık ve hükümetin özel sektör gelişimini desteklememesi gibi nedenlerin, firmaların borç kullanımını arttırmasına neden olduğu gözlemlenmiştir. Karlılığı düşük, sabit varlıkların toplam varlıklarına oranı yüksek ve büyük ölçekli firmaların, kaldıraç oranlarının yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bunlara ek olarak bir ülkenin finansal sisteminin ve hukuk sisteminin, o ülkedeki firmaların sermaye yapısı üzerinde doğrudan etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.²⁰³

Alsu ve Yarımbaş (2017) panel veri analizi kullanarak imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını incelemişler ve elde ettikleri bulguları sermaye yapısı teorileri ile kıyaslamışlardır. Bu kapsamda ilgili sektörde faaliyet gösteren ve BİST’te kote edilmiş 132 firmanın verileri kullanılmıştır. Şirketlere ait veriler 2006-2016 yılları arasına aittir. Araştırmada kullanılan bağımlı değişkenler kaldıraç oranlarıdır. Bu bağlamda kısa vadeli yabancı kaynakların, uzun vadeli yabancı kaynakların ve toplam yabancı kaynakların, toplam aktiflere bölümü ile bağımlı değişkenler türetilmiştir. Bağımsız değişkenler ise likidite oranı, karlılık oranı, varlık yapısı, büyüklük, borç dışı vergi kalkanı gibi değişkenler olarak seçilmiştir. Elde edilen bulgular imalat sanayi

²⁰²Abdullah Ferit EROL, Sinan AYTEKİN ve Nida ABDİOĞLU, “İşletmelerin Sermaye Yapılarının Belirlenmesinde Finansal Hiyerarşi Teorisinin Kullanımı ve BİST’te Bir Uygulama”, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:13, Sayı:1, (2016), s.113.

²⁰³Rümeysa BİLGİN, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısı Belirleyicileri: Hiyerarşik Lineer Model Yaklaşımı”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 36, Sayı:3, (2016), ss.20-22.

firmalarının sermaye yapılarının, finansal hiyerarşi teorisini destekler nitelikte olduğunu yansıtmaktadır.²⁰⁴

Ayaydın ve diğerleri (2017) BİST’de kote edilmiş Kimyasal Ürünler, Diğer Kimyasal Ürünler Sanayi, Metal Ana Sanayi ve Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı ve Teknoloji alanında faaliyet yürütmekte olan şirketlerin sermaye yapılarını analiz etmişlerdir. Bu kapsamda 40 firma incelenmiş olup, çalışma 2008-2015 yılları arasında kapsamaktadır. Çalışmada panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Değişkenler bağımlı ve bağımsız değişkenler olarak iki farklı kategoriye ayrılmıştır. Bu kapsamda bağımlı değişkenler; kısa vadeli yabancı kaynaklar / toplam aktif, kısa vadeli yabancı kaynaklar / toplam aktif, uzun vadeli yabancı kaynak / toplam aktif ile özsermaye / toplam aktiftir. Buna karşın bağımsız değişkenler ise büyüme, büyüklük, borç dışı vergi kalkanı, varlık yapısı, karlılık, kar dağıtımı, cari oran, araştırma ve geliştirme giderleri, gayri safi yurt içi hasıla, borsa sermayesi, enflasyon ve faizdir. Elde edilen sonuçlar her değişken için ayrı ayrı ele alınmıştır. Bağımsız değişkenlerin her bir bağımlı değişkenle farklı ilişkiler içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Örneğin büyüme faktörü sadece kısa vadeli yabancı kaynaklar / toplam aktifler değişkeni için anlamlı sonuç vermişken, diğer değişkenler için anlamsız netice ortaya çıkmıştır. Ayrıca bu sonuçlar sermaye piyasası teorileri ile ilişkilendirilmeye çalışılmıştır.²⁰⁵

Topaloğlu (2018) Kurumsal Yönetim Endeksi’nde işlem gören şirketlerin sermaye yapıları üzerine çalışma yapmıştır. Çalışmanın amacı bu firmaların sermaye yapılarına etki eden faktörlerin tespit edilmesidir. Araştırmanın kapsamı 2007-2015 dönemidir. Araştırmada bağımlı değişken finansal kaldıraç oranı olarak seçilmiştir. Bağımsız değişkenler ise sırasıyla aktif karlılık oranı, firma büyüklüğü, likidite oranı, borç dışı vergi kalkanı, Tobin’s q, büyüme fırsatı, varlık yapısı ve faaliyet kaldırıdır. Araştırmada nicel araştırma yöntemlerinden birisi olan panel veri analizi kullanılmıştır. Araştırmanın bulguları likidite oranı, varlık yapısı ve aktif karlılık oranlarının bağımlı değişken finansal kaldıraç oranı ile negatif ilişkiye sahip olduğunu yansıtmaktadır. Bu

²⁰⁴Erkan ALSU ve Esra YARIMBAŞ, “Sermaye Yapılarının Belirlenmesinde Finansal Hiyerarşi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İmalat Sektörü Üzerine Ekonometrik Bir Analiz”, **Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:7, Sayı:7, (2017), s.95.

²⁰⁵Hasan AYAYRIN ve Diğerleri, “Borsa İstanbul’da İşlem Gören Yüksek Teknoloji Şirketlerinin Sermaye Yapılarının Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt:9, Sayı:2, (2017), ss.91-92.

durumun aksine firma büyüklüğünün bağımlı değişken ile pozitif ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Diğer bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasında herhangi anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.²⁰⁶

Söylemez (2019) BİST’te faaliyet gösteren demir çelik metal ana sanayi işletmelerinin sermaye yapılarını etkileyen faktörleri araştırmıştır. 13 firmanın verilerinin irdelendiği çalışma, 2010-2017 yılları arasını kapsamaktadır. Araştırma yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Kaldıraç oranları bağımlı değişken olarak kullanılmasına karşın, büyüklük, borç dışı vergi kalkanı, karlılık ve likidite bağımlı değişkenler olarak tercih edilmiştir. Borç dışı vergi kalkanı ve likiditenin, kaldıraç oranları ile negatif bir ilişkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca diğer iki değişkenin ise kaldıraç oranlarını pozitif yönde etkilediği gözlemlenmiştir. Bu sonuçların kısmen finansal hiyerarşi teorisini, kısmen ise dengeleme teorisini desteklediği ifade edilmektedir.²⁰⁷

Afşar ve Karaçayır (2021) BİST’te sınai endeksinde yer alan 100 işletmenin sermaye yapılarını etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Çalışmanın veri seti 2013-2017 dönemini kapsamaktadır ve yıllık veri kullanılmıştır. Araştırma yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz bulguları cari oran, finansman maliyeti, satış hacmi, borç dışı vergi kalkanı gibi bağımlı değişkenler ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Buna karşın büyüklük, 5 ve 10 günlük işlem hacmi değişkenleri; kaldıraç oranını pozitif yönlü olarak etkilemektedir. Ayrıca işletmelerin asimetrik bilgiye maruz kaldıkları da tespit edilmiştir.²⁰⁸

4.2. Sermaye Yapısına İlişkin Uluslararası Literatür Taraması

Jean Chen (2003) Çin’de faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapılarını analiz etmiştir. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. 1995-2000 yılları arasında faaliyet gösteren 88 firma üzerinde analiz yapılmıştır. Bağımlı değişken olarak kaldıraç oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler olarak ise karlılık, firma büyüklüğü, büyüme fırsatı,

²⁰⁶Emre Esat TOPALOĞLU, “Sermaye Yapısına Etki Eden Firmaya Özgü Faktörlerin Panel Veri Analizleri ile Belirlenmesi: Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı: 640, (2018), s.63.

²⁰⁷Yakup SÖYLEMEZ, “Firmaların Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Demir Çelik Metal Ana Sanayi Uygulaması”, **Sosyoekonomi Dergisi**, Cilt:27, Sayı:40, (2019), s.91.

²⁰⁸Emine KARAÇAYIR ve Aslı AFŞAR, “Borsa İstanbul’da Sermaye Yapısı Kararları ve Asimetrik Bilginin Etkisi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:41, (2021), ss.149-150.

varlık kalitesi, finansal borçlanma maliyeti ve vergi kalkanı kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları karlılık ile borçlanma arasında negatif ilişkinin varlığını göstermektedir. Bunun yanı sıra analiz sonuçları borçlanmanın büyüme fırsatı, duran maddi varlıklar ve firma büyüklüğü ile negatif ilişki içerisinde olduğunu yansıtmaktadır. Çalışmada Çin firmalarının kısa vadeli borçlanmayı tercih ettikleri ve mümkün olduğunca az miktarda borçlanma eğiliminde oldukları gözlemlenmiştir. Avrupa ülkeleri ile yakın ekonomik ilişkiler içerisinde olan Çin firmalarını etkileyen faktörlerin, finansal hiyerarşi teorisi ve bilgi asimetrisi teorisini destekleyici nitelikte oldukları söylenebilir.²⁰⁹

Huang ve Song (2006), Çin firmalarının sermaye yapılarını belirleyen faktörler üzerinde çalışma yapmışlardır. Bu kapsamda 1994-2003 yılları arasında Çin’de faaliyet gösteren 1200’den fazla firmanın kendilerine özgü değişkenleri incelenmiştir. Kaldıraç oranının bağımlı değişken olarak seçildiği çalışmada, bağımsız değişkenler; karlılık, firma büyüklüğü, duran mal varlığı, borç dışı vergi kalkanı, büyüme fırsatı, satışlardaki dalgalanma ve ortaklık yapısı gibi faktörler tercih edilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre Çin firmalarının, entegre oldukları gelişmiş ülkelerdeki diğer firmalara nazaran uzun vadede daha az borçlandıkları; kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerini olabildikleri kadar düşük düzeyde tutmak istedikleri ve özsermaye miktarını olabildiğince yüksek tutmaya çalıştıkları söylenebilir. Bu sonuçlar Çin firmalarının diğer ülkelere göre en önemli farklılıkları olarak göze çarpmaktadır.²¹⁰

Pinkova (2012) Çek Cumhuriyeti’nde faaliyet gösteren otomotiv şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen faktörleri irdelemiştir. Bu firmalar büyük ve orta ölçekli firmalar olmak üzere iki kategoriye ayrılmışlardır. Çalışma 2006-2010 yılları arasını kapsamakla birlikte, çalışmada 100 adet firma kullanılmıştır. Kaldıraç oranı bağımlı değişkenler olarak seçilmiştir. Verilerin analizi için varyans, korelasyon ve regresyon testleri yapılmıştır. Büyüklük, maddi duran varlıklar, karlılık ve likidite bağımsız değişkenler olarak tercih edilmiştir. Büyüklük ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Buna karşın diğer bağımsız değişkenler ise kaldıraç

²⁰⁹Jean CHEN, "Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies", **Journal of Business Research**, Cilt:57, Sayı:12, (2003), ss.1345-1348.

²¹⁰Guihai HUANG ve Frank SONG, "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", **China Economic Review**, Cilt:17, Sayı:1, (2006), ss.32-34

oranı ile anlamlı bir ilişki içerisindedir. Analizin sonuçları finansal hiyerarşi teorisi ve ödünleşme teorisi ile tutarlılık göstermektedir.²¹¹

Nejad ve Wasiuzzaman (2015), Malezya Borsası'nda işlem gören 171 firmanın sermaye yapısı belirleyicilerini 2005-2010 dönemini kapsayacak şekilde; ülke, endüstri ve firma seviyelerinde tespit etmeyi hedeflemişlerdir. Çalışmada sermaye yapısının göstergesi olarak finansal kaldıraç oranı kullanılmıştır. Büyüme fırsatı, karlılık (FVÖK/toplam varlık), firma büyüklüğü, sahiplik yapısı, kar payı dağıtımı, yönetim kurulu büyüklüğü, risk düzeyi, varlık yapısı, borç dışı vergi kalkanı, firma yaşı, likidite, endüstri kaldıraç oranı ve enflasyon oranı bağımsız değişkenler olarak analiz doğrultusunda incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre, büyüme fırsatı, karlılık, sahiplik yapısı, borç dışı vergi kalkanı, yönetim kurulu büyüklüğü, likidite, kar payı dağıtımı ile finansal kaldıraç arasında anlamlı ve negatif ilişkilidir. Firma büyüklüğü, endüstri kaldıraç oranı ve enflasyon oranının: finansal kaldıraç oranı ile anlamlı ve pozitif ilişkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Buna karşın çalışmada, firma yaşı, risk düzeyi ve varlık yapısı ile kaldıraç oranı arasında anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilememiştir.²¹²

Pratheepan ve Weerakoon Banda (2016) tarafından yapılan çalışmada, Sri Lanka Colombo Borsası, hisse senetleri piyasasında işlem gören 55 firmanın 2003-2012 yılları arasındaki verileri, panel veri yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada bağımlı değişken konumunda olan sermaye yapısı finansal kaldıraç oranı ile temsil edilirken, bağımsız değişken olarak ise firma büyüklüğü, büyüme fırsatı, borç dışı vergi kalkanı ve varlık yapısı belirlenmiştir. Analiz neticesinde, firma büyüklüğü ve büyüme fırsatı ile kaldıraç oranı arasında anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilirken; varlık yapısı ve borç dışı vergi kalkanı ile kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.²¹³

Arsov ve Naumoski (2016) Balkan ülkelerinde (Hırvatistan, Makedonya, Sırbistan) 2008-2013 yılları arasında faaliyet gösteren 173 halka açık firmanın sermaye

²¹¹Pavlina PINKOVA, "Determinants of Capital Structure: Evidence from the Czech Automotive Industry", *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, Cilt:60, Sayı:7, (2012), s.217.

²¹²Niloufar Rezaie NEJAD ve Shaista WASIUZZAMAN, "Multilevel Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysia", *Global Business Review*, Cilt:16, Sayı:2, (2015), s.199.

²¹³Tharmalingam PRATHEEPAN ve Weerakoon BANDA, "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Selected Listed Companies in Sri Lanka", *International Journal of Economics and Finance*, Cilt:8, Sayı:2, (2016), ss.100-104.

yapılarını etkileyen değişkenlerin belirlenmesinin amaçlandığı çalışmada, 5 farklı model oluşturulmuşlardır. Çalışmada, varlık yapısı, firma büyüklüğü, karlılık (ROA), büyüme fırsatı, risk (ROA'nın standart sapması), vergi oranı ve sahiplik yoğunlaşması sermaye yapısını etkileyen bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda, sermaye yapısını temsil eden bağımlı değişkenlerden biri olan toplam borç oranının hem varlık yapısı hem de firma büyüklüğü değişkenleri arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Buna karşın karlılık ile toplam borç oranı arasında negatif ve anlamlı ilişki gözlemlenmiştir. Buna karşılık büyüme fırsatı, risk, vergi oranı ve sahiplik yoğunlaşması ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak bir anlamlı ilişki tespit edilememiştir.²¹⁴

Xuan Vinh Vo (2017) gelişmekte olan ülkeler sınıflandırmasında yer alan Vietnam'da faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarına etki eden faktörleri irdelenmiştir. Seçilen şirketler borsada faaliyet göstermektedir. Bunlar içerisinde bankalar ve finansal firmalar dışlanmıştır. Gelişmekte olan piyasalardan birisini olarak Vietnam'ın seçilmesinin nedeni; bu ülkenin kendisine özgü yasal, kültürel ve kurumsal bir yapısının olmasıdır. Çalışmanın veri seti 2006-2015 dönemini kapsamaktadır. Sermaye yapısını etkilediği düşünülen bağımsız değişkenler; büyüme, duran varlıklar, karlılık, firma büyüklüğü, likidite değişkenleridir. Araştırmanın bulguları Vietnam firmalarının kısa dönemde, uzun döneme göre daha fazla borçlandıklarını göstermektedir. Bunun nedenleri arasında firmaların az gelişmiş olduğu gerçeğinin yattığı düşünülmektedir. Dolayısıyla firmalar uzun vadede finansal kaynağa ulaşmakta zorlanmaktadırlar. Bunun yanı sıra büyümenin finansal kaldıraç ile pozitif ilişki içerisinde olduğu söylenebilir. Bu durumun nedenleri arasında firmaların büyümesi ile birlikte daha fazla borçlanma ihtiyacı hissetmeleri yer almaktadır. Bu bulgular vekalet teorisi ile uyumadığı belirtilmektedir. Duran varlıkların sermaye yapısı üzerinde uzun dönemde pozitif etkiye sahip olduğu ancak kısa dönemde negatif etkide bulunduğu gözlemlenmiştir. Bu sonucun vekalet teorisi ile uyumlu olduğu ifade edilebilir. Bunlara

²¹⁴Sasho ARSOV ve Aleksandar NAUMOSKI, "Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Companies from Selected Post-Transition Economies", **Zb. Rad. Ekon. Fak. Rij.** Cilt: 34, Sayı:1, (2016), ss.136-137.

ek olarak büyüklük, karlılık ve likidite değişkenleri sermaye yapısı üzerinde uzun dönemde pozitif etkiye sahipken, kısa dönemde bu etki negatif yönlüdür.²¹⁵

Begaskoro ve Aksan (2018) Endonezya Borsası'nda faaliyet gösteren üretim firmalarının sermaye yapısı tercihlerini belirleyen faktörleri araştırmışlardır.. Çalışmanın veri seti 2012-2015 dönemini kapsamaktadır. Bu kapsamda toplam 106 şirketin verisi kullanılmıştır. Araştırma metodu olarak panel veri analizi tercih edilmiştir. Çalışmada kullanılan karlılık ve likidite bağımsız değişkenlerinin; kaldıraç oranı ile anlamlı ve negatif ilişki içerisinde olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca bu üç değişkenin sermaye yapısı tercihlerinin %29,83'ünü açıkladıkları tespit edilmiştir.²¹⁶

Okuda ve Aiba (2018) Kamboçya'daki firmaların sermaye yapısına etki eden faktörlerin analizini yapmışlardır. Kamboçya ekonomisi yüksek oranda dolarize olmuş bir yapıdadır. Çalışmadaki veri seti 2014 yılına aittir ve Kamboçya resmi kurumlarının bu yıl için yapmış oldukları anketlerden derlenmiştir. Firmalar arasından ise sadece ABD doları cinsinden kredi alma hakkına sahip olan firmalar seçilmiştir. Bunun içinde Heckman'ın örneklem belirleme metodundan faydalanılmıştır. Bu kapsamda da 223 firma ele alınmıştır. Çalışma neticesinde içsel kaynakları güçlü olan firmaların ABD doları bazında borçlanmaya karşı daha kolay tedbir alabildikleri ve risklerini daha rahat yönetebildikleri tespit edilmiştir. Fon yaratma kapasitesi daha çok dış kaynaklara bağlı olan şirketlerin ise dolarizasyon etkisi altında daha fazla kaldıkları ifade edilebilir. Borçlanmayı yönetebilmenin temel şartlarından birisinin de bilgi asimetrisini en aza indirmek olduğu belirtilmiştir. Kredi sigortasının ise borçlanma eğilimi ile pozitif ilişki içerisinde olduğu gözlemlenmiştir.²¹⁷

Moradi ve Paulet (2019) Euro bölgesindeki firmaların sermaye yapılarını incelemişlerdir. Çalışma kapsamında Euro krizi öncesi ve sonrasında, firmalara özgü değişkenlerin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir. Bu kapsamda 6 Avrupa ülkesinde faaliyet gösteren 559 firma incelenmiş olup, bu firmaların

²¹⁵Xuan Vinh VO, "Determinants of Capital Structure in Emerging Markets: Evidence from Vietnam", **Research in International Business and Finance**, Cilt:40, (2017), ss.110-111.

²¹⁶Brizan Sena BAGASKORO ve Ismul AKSON, "Analysis of Factors Affecting Capital Structure", **International Journal of Economics, Business and Management Research**, Cilt:2, Sayı:5, (2018), s.26.

²¹⁷Hidenobu OKUDA ve Daiju AİBA, "Capital Structure Decisions in a Highly Dollarized Economy: Evidence from Cambodian Firms", **Journal of Asian Economics**, Sayı: 58, (2018), ss.15-16.

verilerini, panel veri yöntemi ile analiz etmişlerdir. Firmalar perakende sektörü, hizmet sektörü, ulaşım ve turizm gibi farklı kategorilere ayrılmıştır. Çalışmanın kapsadığı zaman dilimi ise 1999-2015 yılları arasındır. Sermaye yapısını etkileyen firmalara özgü kriterler olarak büyüme, büyüklük, karlılık, duran varlık, vergi kalkanı, kazançlardaki dalgalanma ve Euro krizi seçilmiştir. Elde edilen bulguların finansal hiyerarşi teorisi, vekalet teorisi, ödünleşme teorisi gibi sermaye piyasası teorileri ile ilişkileri araştırılmıştır. Araştırma sonucunda ulaşım ve turizm sektörlerinin, Euro krizinden en olumsuz etkilenen sektörler olduğu sonucuna varılmıştır.²¹⁸

Ramli ve diğerleri (2019), Malezya ve Endonezya ülkelerindeki firmaların sermaye yapılarını ve bu firmaların finansal performanslarını araştırmışlardır. Verilerin elde edildikleri yıl aralığı 1990-2010 dönemidir. Çalışmanın sonuçları firma performansının sermaye yapısı üzerinde direkt olarak etki sahibi olduğunu yansıtmaktadır. Malezya firmalarının bulgularına göre kaldıraç oranı ile firmaların performansı arasında pozitif ilişki mevcuttur. Bunun nedeni olarak Malezya firmalarının içsel kaynaktan ziyade dış kaynak kullanımını tercih etmeleri olduğu belirtilmektedir. Bunun yanı sıra varlık yapısı, büyüme fırsatı, likidite, vergi dışı borç kalkanı, faiz oranı gibi değişkenler; kaldıraç oranı üzerinde doğrudan olmasa bile önemli bir etkiye sahiptir.²¹⁹

Saif-Alyousfi ve diğerleri (2020) Malezya borsasında işlem görüp, finans sektöründe faaliyet göstermeyen 827 işletmeye ait verileri inceleyerek, bu işletmelerin sermaye yapılarını etkileyen faktörleri araştırmışlardır. Panel veri metodunun kullanıldığı çalışmanın veri seti, 2008-2017 yılları arasını kapsamaktadır. Kaldıraç oranının bağımsız değişken olarak ele alındığı analizde; karlılık, büyüme fırsatı, nakit akışındaki dalgalanma, likidite gibi değişkenlerin borçlanmayı olumsuz etkilediği gözlemlenmiştir. Buna karşın firma yaşı, firma büyüklüğü, enflasyon oranı ve faiz oranı gibi değişkenlerin

²¹⁸Amir MORADI ve Elisabeth PAULET, “The Firm-Specific Determinants of Capital Structure – An Empirical Analysis of Firms Before and During the Euro Crisis”, **Research in International Business and Finance**, Sayı:47, (2019), s.150.

²¹⁹Nur Ainna RAMLI, Hengky LATAN ve Grace SOLOVİDA, “Determinants of Capital Structure and Firm Financial Performance—A PLS-SEM Approach: Evidence from Malaysia and Indonesia”, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Sayı:71, (2019), s 148.

ise sermaye yapısını pozitif bir şekilde etkilediği tespit edilmiştir. Bu sonuçların kısmen dengeleme teorisini kısmen de finansal hiyerarşi teorisini desteklediği belirtilmektedir.²²⁰

Chadha ve Seth (2021) Hindistan’da faaliyet gösteren 1150 üretim firmasının sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmanın veri seti 2007-2016 dönemini kapsamaktadır. Panel veri analizi ile veriler ilişkilendirilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın bulguları sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasında doğrudan bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca analiz kapsamında kullanılan işletme büyüklüğü, işletme yaşı, maddi duran varlıklar, karlılık gibi bağımlı faktörlerin; bağımlı değişken üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.²²¹

Nguyen ve Nguyen (2021) Vietnam’daki işletmelerin sermaye yapılarını etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Elde edilen sonuçlar ise sermaye yapısı teorileri ile ilişkilendirilmiştir. Bu kapsamda Vietnam’da faaliyet gösteren 1000 firmaya ait veri seti 2017-2020 yılları için oluşturulmuştur. Çalışmada panel veri modeli kullanılmıştır. Karlılık oranının, borçluluk (kaldıraç) oranı ile pozitif ilişki içerisinde olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca yüksek duran varlığa sahip olan işletmelerin, daha fazla borçlandıkları tespit edilmiştir. Bu sonuçların finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu olduğu belirtilmektedir. İşletmelerin faaliyet gösterdikleri sektörün karakteristiğinin de sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu belirtilmektedir. Borç dışı vergi kalkanı, borçluluk oranı ile pozitif ilişki içerisinde. Bu durumun dengeleme teorisini desteklediği öne sürülmektedir. Analiz sonuçları kapsamında firma sahiplik yapısının ise sermaye yapısı kararları üzerinde etkiye sahip olmadığı belirtilmektedir.²²²

4.3. Finans Sektörünün Sermaye Yapısına İlişkin Literatür Taraması

Sayılğan ve Uysal (2008) Türk bankacılık sektörünün sermaye yapısını etkileyen faktörleri araştırmışlardır. Bu kapsamda Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın (TCMB) veri havuzundan elde ettikleri bilgileri kullanmışlardır. Çalışmanın veri seti

²²⁰Abdulazeez YH SAIF-ALYOUSFI, “Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian Firms”, *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, Cilt: 12, Sayı: 3/ 4, (2020), ss.283-284.

²²¹Saurabh CHADHA ve Himanshu SETH, “Ownership Structure and Capital Structure: A Panel Data Study”, *International Journal of Business Innovation and Research*, Cilt:24, Sayı: 3, (2021), ss.385-386.

²²²Tan Gia NGUYEN , Lan NGUYEN ve Tuan Duc NGUYEN, “Capital Structure and Its Determinants: Evidence from Vietnam”, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Cilt:8, Sayı:10, (2021), ss.7-9.

1996-2008 yılları arasını kapsamaktadır. Analiz yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak toplam borç / toplam varlık oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise büyüklük, varlık yapısı, karlılık, büyüme fırsatları, borç dışı vergi kalkanı ve iflas riski olarak sıralanmıştır. Elde edilen sonuçlar sermaye yapısı teorileri ile karşılaştırılmıştır. Bu kapsamda bağımsız değişkenlerden büyüklük, varlık yapısı, karlılık, büyüme fırsatları ve iflas riskinin sermaye yapısını olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir. Buna karşın borç dışı vergi kalkanının sermaye yapısını negatif etkilediği gözlemlenmiştir. Nihai olarak bu sonuçların ödünleşme teorisi ile uyumlu olduğu belirtilmiştir.²²³

Ege ve Bayrakdaroğlu (2008) Türk sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin sermaye yapısının, bu şirketlerin cari değerleri ve verimlilikleri üzerine etkisini incelemişlerdir. Bu kapsamda BİST’te kote edilmiş sigorta şirketlerini ele almışlardır. Çalışmada analiz yöntemi olarak çoklu regresyon modeli kullanılmıştır. Çalışma 2000-2004 yılları arasındaki çeyreklik verileri kapsamaktadır. Bağımlı değişken olarak iki adet değişken tercih edilmiştir. Bunlar firmanın cari değerinin ve verimliliğinin dönemler içerisindeki değişimidir. Bağımsız değişkenler toplam yabancı kaynaklar / özsermaye, borçlar / özsermaye, karşılıklar / özsermaye ve diğer pasifler / özsermaye olarak belirlenmiştir. Çalışmanın kapsamında cari değer ile sermaye yapısı arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Buna karşın sonuçlar verimlilik ile sermaye yapısı arasında negatif bir ilişkinin varlığını göstermektedir.²²⁴

Çağlayan ve Şak (2010) Türk Bankacılık Sektörü’nün sermaye yapısını belirleyen faktörleri araştırmışlardır. Çalışmanın veri seti 1992-2007 yılları arasını kapsamaktadır. Analiz yöntemi olarak nicel bir teknik olan panel veri analizi tercih edilmiştir. Sermaye yapısını etkileyen faktörleri açıklayabilmek için maddi duran varlığı, karlılık, büyüklük ve defter değeri değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre firma büyüklüğü ve defter değeri, kaldıraç üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuç ifade etmektedir. Karlılık ve maddi duran varlığı ise negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde kaldıraç oranını etkilemektedir. Bu bulgular finansal hiyerarşi

²²³Güven SAYILGAN ve Ender UYSAL, **a.g.m.**, 101.

²²⁴İlhan EGE ve Ali BAYRAKDAROĞLU, “Sermaye Yapısının Cari Değer ve Verimlilik Üzerine Etkisi: Türk Sigortacılık Sektöründe Bir Uygulama”, **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 22, Sayı:2, (2008), ss.392-393.

teorisini tam olarak desteklemektedir. Buna ek olarak sonuçlar vekalet teorisini ise zayıf olarak desteklemektedir.²²⁵

Naeem ve diğerleri (2012) Pakistan’da faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin, sigortacılık sektörüne özgü firma karakteristiklerini ve bu şirketlerin sermaye yapılarını analiz etmişlerdir. Bu kapsamda sigorta şirketlerinin verilerini analiz etmek için panel veri analiz yöntemini tercih etmişlerdir. Çalışmada Pakistan’da faaliyet gösteren 31 sigorta şirketi yer almaktadır ve bu şirketlere ait veri setini 2004-2009 dönemi için oluşturmuşlardır. Bağımlı değişken olarak kaldıraç oranı kullanılmıştır. Çalışmanın bulguları karlılık, yaş ve kazanç dalgalanmasının sermaye yapısını negatif yönde ve istatistiksel anlamda önemli bir şekilde etkilediğini göstermektedir. Buna karşın likidite oranının sermaye yapısını olumsuz etkilediği tespit edilmiş fakat bu sonucun istatistiksel anlamda herhangi bir önemi olmadığı belirtilmiştir. Elde edilen sonuçların sermaye yapısı teorilerinden kısmen finansal hiyerarşi teorisi ile kısmen de dengeleme teorisi ile tutarlı olduğu gözlemlenmektedir.²²⁶

Doğan (2013) Borsa İstanbul’da (BİST) kote edilmiş sigorta şirketlerinin sermaye yapısı ile karlılıkları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmanın veri seti 2005-2013 yılları arasını kapsamaktadır. Araştırmada karlılığı temsilen varlık karlılığı bağımlı değişken olarak seçilmiştir. Bağımsız değişkenler ise sırasıyla büyüklük, hasar / prim oranı, kaldıraç oranı, likidite ve sigorta şirketlerinin yaşı olarak seçilmiştir. Araştırma yöntemi olarak çoklu regresyon ve korelasyon analizleri kullanılmıştır. Çalışmanın bulguları hasar / prim oranı, kaldıraç oranı ve likiditenin karlılık üzerinde negatif etkiye sahip olduğu göstermektedir. Buna karşı aktif büyüklüğü ile karlılık arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. Son olarak da çalışmanın sonuçları sigorta şirketlerine ait yaş değişkeni ile karlılık değişkeni arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin mevcudiyetini ortaya koymaktadır.²²⁷

²²⁵Ebru Çağlayan AKAY ve Nazan ŞAK, “The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Banks”, **Journal of Money, Investment and Banking**, Sayı:15, (2010), s.64.

²²⁶Bilal SHARIF, Muhammad Adnan NAEEM ve Abdul Jabbar KHAN, “Firm’s Characteristics and Capital Structure: A Panel Data Analysis of Pakistan’s Insurance Sector”, **African Journal Of Business Management**, Cilt: 6, Sayı: 14, (2020), s.4939.

²²⁷Mesut DOĞAN, “Sigorta Firmalarının Sermaye Yapısı ile Karlılık Arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir inceleme”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:57, (2013), ss.131-132.

İskenderoğlu ve diğerleri (2014) Türkiye’de faaliyet gösteren bankacılık şirketlerinin karlılık rakamlarının; sermaye yapısı, büyüklük ve büyüme unsurları ile ilişkisini araştırmışlardır. Bankacılık türleri arasından ticari bankaları incelemişlerdir. Bu kapsamda da BİST’de kote edilmiş 13 ticari bankanın verileri ele alınmıştır. Çalışmanın veri seti 2004-2009 yılları arasını kapsamaktadır. Analiz yöntemi olarak da genelleştirilmiş momentler metodu (GMM) tercih edilmiştir. Bağımlı değişken olarak karlılık oranları tercih edilmiş olup; bağımsız değişkenler ise sermaye yapısı değişkenleri ile işletmelerin önceki yıllardaki karlılık rakamlarından türetilen değişkenler arasından seçilmiştir. Araştırmanın bulguları sermaye yapısı ile karlılık arasında negatif ilişkinin varlığını göstermektedir. Buna karşın karlılığın büyüme ve büyüklükten olumlu yönde etkilendiği tespit edilmiştir.²²⁸

Aydın (2019) Türk mevduat bankalarının sermaye yapılarını belirleyen faktörleri araştırmıştır. Bu kapsamda veri seti 2006-2016 yıllarını kapsayacak şekilde çeyreklik dönemlerden oluşmaktadır. Çalışmada toplam 22 bankanın sermaye yapısı incelenmiştir. Analiz yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Sermaye yapısını temsil eden bağımlı değişken sermaye yeterlilik oranı olarak belirlenmiştir. Aktif getiri oranı, banka büyüklüğü, kredi riski, likidite riski ve mevduat düzeyi ise bağımsız değişkenler olarak seçilmiştir. Elde edilen bulgular aktif karlılık ve takipteki kredilerin, bağımlı değişkeni olumlu bir şekilde etkilediğini göstermektedir. Buna karşın banka büyüklüğü, likidite riski ve mevduat düzeyi sermaye yeterliliğini negatif yönde etkilemektedir.²²⁹

Akkaynak (2022) Mevduat bankalarının sermaye yapısını etkileyen faktörleri araştırmıştır. Araştırmanın veri seti 2002-2020 yılları arasını baz almaktadır. Analiz yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmanın bulguları varlık yapısı, aktif karlılık oranı, kredi riski ve faiz riski değişkenlerinin kaldıraç oranı ile pozitif yönlü ilişki içerisinde olduğunu göstermektedir. Ayrıca büyüme fırsatı, büyüklük ve özsermaye karlılığının borçlanma davranışları üzerinde negatif etkiye sahip olduğu ifade

²²⁸Ömer İSKENDERÖĞLU, Erdiñ KARADENİZ ve Eyüp ATİÖĞLU, “Türk Bankacılık Sektöründe Büyüme, Büyüklük ve Sermaye Yapısı Kararlarının Karlılığa Etkisinin Analizi”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:7, Sayı:1, (2012), ss.305-306.

²²⁹Yüksel AYDIN, “Türk Mevduat Bankalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt:21, Sayı:1 , (2019), s.155.

edilmektedir. Analiz sonuçlarının finansal hiyerarşi teorisini desteklediğine değinilmektedir.²³⁰

4.4. Sigortacılık Sektörüne İlişkin Panel Veri Analizi ile Yapılmış Çalışmalara İlişkin Literatür Taraması

Ward ve Zurbregg (2000) sigortacılık sektörü ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu doğrultuda 9 adet Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) üyesinin sigorta sektörlerine ilişkin verileri kullanmışlardır. Çalışmada yer alan veri seti 1961-1996 yılları arasını kapsamaktadır. Çalışmada GSYH, büyümeyi temsilen bağımlı değişken olarak kullanılmış olup; net prim üretimi sigortacılık sektörünü temsilen bağımlı değişken olarak seçilmiştir. Çalışmada kapsamında Kanada ve Japonya'daki ekonomik gelişmelerin, diğer ülkelere nazaran sigortacılık sektöründen daha fazla etkilendiği tespit edilmiştir. Bu etkinin olumlu yönde olduğu söylenebilir. Buna karşın yalnızca İtalya özelinde iki değişken arasında negatif yönlü ilişkiye rastlanmıştır. Analizdeki diğer 7 ülkede ise önemli ilişkiye rastlanılmamıştır. Çalışmanın sonuç bölümünde sigortacılık sektörünün ülke ekonomileri üzerindeki etkisinin birçok faktörle ilişkili olabileceği belirtilmektedir. Bunlar içerisinde çevre düzenlemeleri, yasal düzenlemeler, eğitim, kültür, toplumun değer yargıları, finansal piyasaların gelişmişlik seviyeleri yer almaktadır.²³¹

Arena's (2008) gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler sınıflandırmasında yer alan toplam 56 ülkenin sigortacılık sektörünü verilerini kullanarak; sigortacılık sektörünün ekonomik gelişmeye etkisini araştırmıştır. Çalışmada 1976-2004 yılları arasındaki veriler kullanılmıştır. Ayrı ayrı hayat sigortaları, hayat dışı sigortaları ve bütün sektörün prim üretim tutarları sigortacılık sektörünü temsilen kullanılmıştır. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz sonucunda hayat sigortalarının ekonomik gelişmeye etkisinin yalnızca gelişmiş ülkeler bazında olduğu tespit edilmiştir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde hayat sigortası poliçelerinin az sayıda satın alınması ile açıklanmaktadır.

²³⁰AKKAYNAK, *Akdeniz İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, ss.57-58.

²³¹Damian WARD ve Rarf ZURBRUEGG "Does Insurance Promote Economic Growth? Evidence from OECD Countries", *The Journal of Risk and Insurance*, Cilt: 67, Sayı:4, (2000), ss.489-506.

Buna karşın hayat dışı sigortaların hem gelişmekte olan ülkelerin hem de gelişmiş ülkelerin ekonomilerine olumlu katkıda bulunduğu gözlemlenmiştir.²³²

Curak ve diğerleri (2009) sigorta sektörünün ülke ekonomileri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada sigortacılık sektörü hayat sigortası branşları ve hayat dışı branşlar olarak iki kategoriye ayrılmış, daha sonrasında ise her iki branş bir bütün sektör şeklinde değerlendirilerek, üçüncü bir kategori olarak incelenmiştir. Bu kapsamda Avrupa Birliği'ne (AB) üye 10 ülkenin verileri çalışmada kullanılmıştır. Çalışmadaki veri seti 1992-2007 yılları arasını kapsamaktadır. Analizde araştırma tekniği olarak panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenler ise gayri safi yurtiçi hasıladaki (GSYH) değişim, kişi başı milli gelir, özel krediler, fon üretim miktarı, yatırım, ekonominin dışa açıklığı, eğitim ve enflasyondan oluşmaktadır. Bu kapsamda GSYH değişimi ve kişi başına düşen milli gelir değişkenleri bağımlı değişken olarak ele alınırken, diğer değişkenler bağımsız değişkenler olarak ifade edilmiştir. Elde edilen sonuçlar sigortacılık sektöründeki gelişmenin ekonomik gelişmeye, büyümeye ve kalkınmaya olumlu katkıda bulunduğunu göstermektedir.²³³

Ege (2011) sigortacılık sektörünün ekonomik gelişme ile ilişkisini araştırmıştır. Bu kapsamda 1998-2008 yılları arasındaki periyodu kapsayan 29 ülkenin verilerini kullanmıştır. Çalışmada panel veri analizi yöntemi kullanılmış olup, GSYH bağımlı değişken olarak seçilmiştir. Buna karşın bağımsız değişkenler ise işsizlik, sigortacılıkta prim üretim miktarı, yatırımlar ve dışa açık ekonomi yapıları olarak ele alınmıştır. Elde edilen sonuçlar sigortacılık sektörünün gelişiminin ekonomik kalkınma ve büyümeye olumlu katkıda bulunduğunu göstermektedir. Kısacası bu değişkenlerin arasında pozitif bir ilişkinin varlığından söz edilmektedir.²³⁴

Akinlo ve Apanisile (2014) Sahraaltı Afrika ülkelerindeki sigortacılık sisteminin ekonomik büyümeye etkilerini araştırmışlardır. Çalışmada araştırma yapılan dönem

²³²Marco ARENA, "Does Insurance Market Promote Economic Growth? A Cross-Country Study for Industrialized and Developing Countries", *Journal of Risk and Insurance*, Cilt: 75, Sayı:4, (2006), ss.921-946.

²³³Marijana CURAK, Sandra LONCAR ve Klime POPOSKI, "Insurance Sector Development and Economic Growth in Transition Countries". *International Research Journal of Finance and Economics*, Cilt:34, Sayı: 1, (2009), ss.38-40

²³⁴İlhan EGE ve Taha Bahadır SARAÇ, "The Relationship Between Insurance Sector and Economic Growth: An Econometric Analysis" *Uluslararası İktisadi ve İdari Akademik Araştırmalar Dergisi*, Cilt:2, Sayı:2, (2011), s.6.

1986-2011 yılları arasını kapsamaktadır. Analiz yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları sigortacılığın ekonomik büyümeye olumlu katkı sunduğunu göstermektedir. Prim üretim miktarının artmasının sermaye oluşumu için önemli bir faktör olduğuna dikkat çekilmektedir. Bunun yanı sıra güçlü ve başarılı bir ekonomi için gelişmiş bir sigortacılık sektörüne ihtiyaç duyulduğunun vurgusu yapılmaktadır. Ayrıca sigortacılık sisteminin gelişmesinin eşzamanlı olarak ekonomideki risk yönetim tekniklerine de etki edeceği belirtilmektedir. Bu sayede de risklerin daha başarılı bir şekilde yönetilebileceğinin altı çizilmektedir. En son olarak da dışa açık bir ekonomi ve yükselen faiz oranlarının, ekonomik gelişmeye zarar verdiği belirtilmektedir.²³⁵

Tunay (2014) bankasürans uygulamalarının Türk bankacılık ve sigortacılık sektörüne etkilerini araştırmıştır. Çalışmanın ana teması bankasüransın yaygınlaşmasının, bankalarının karlılığı üzerindeki etkisini araştırmaktır. Ayrıca sigorta şirketlerinin bankasüransın prim üretim artışına neden olup olmadığını incelenerek, prim artışının bu şirketlerin karlılıklarını arttırıp arttırmadığı analiz edilmektedir. Veri seti 2007 ile 2012 yılları arasını kapsamaktadır. Çalışmada kullanılan analiz yöntemi ise nicel bir araştırma tekniği olan panel veri analizidir. Analiz sonuçları bankasürans uygulamalarının bankacılık sektörünün karlılığını olumlu etkilediğini göstermektedir. Ayrıca karlılık ile prim üretimi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.²³⁶

Kaya ve Kaya, (2015) ülkemizde faaliyet gösteren ve hayat sigortaları branşlarında poliçe kesme hakkına sahip sigorta şirketlerinin finansal performanslarını araştırmışlardır. Bu kapsamda çalışmada 17 şirkete ait 102 adet gözlem kullanılmıştır. Çalışmanın veri seti 2008-2013 dönemine aittir. Analizde kullanılan veri seti panel veri analizi metodu ile analiz edilmiştir. Bağımlı değişken olarak aktif karlılık oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenlerse brüt yazılan primler, şirket yaşı, aktif karlılık oranı, cari oran, büyüklük ve kaldıraç oranıdır. Elde edilen sonuçlar brüt yazılan primlerin ve aktif karlılığın performans üzerinde pozitif etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

²³⁵Taiwo AKINLO ve Olumuyiwa Tolulope APANISILE, “Relationship Between Insurance and Economic Growth in Sub-Saharan African: A Panel Data Analysis”, **Modern Economy Magazine**, Sayı:5, (2014), s.120.

²³⁶Necla TUNAY, “Türkiye’de Bankasürans Uygulamaları ve Türk Banka ve Sigorta Sektörlerine Dinamik Etkileri”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, Cilt: 8, Sayı: 1, (2014), ss.58-59.

Buna karşın diğer bağımsız değişkenlerin hayat sigortaları branşlarında faaliyet gösteren şirketler üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.²³⁷

Akel ve diğerleri (2016) ülkemizde faaliyet yürüten hayat dışı sigorta şirketlerinin aktif karlılığının etkinlik ve yoğunlaşma ile ilişkisini araştırmıştır. Bu kapsamda 2010-2015 yılları arasındaki verileri kullanmışlardır. Oluşturulan veri seti panel veri analizi yöntemiyle test edilmiştir. Analizde bağımlı değişken olarak aktif karlılık oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise aktif büyüklüğü, kaldıraç, likidite-cari oran, hasar / prim oranı, pazar payı ve faaliyet süresi olarak seçilmiştir. Analiz bulguları aktif büyüklüğü, likidite ve pazar payı oranlarının aktif karlılığı olumlu etkilediğini gösterirken; kaldıraç, hasar/prim oranı ve firma yaşından oluşan bağımsız değişkenlerin aktif karlılığı olumsuz yönde etkilediğini yansıtmaktadır. Buna ek olarak sigorta sektörünün yoğun olmayan bir sektör olduğu kanısına varılmıştır. Dolayısıyla yoğunluğun değil, etkinliğin karlılığı etkilediği ifade edilmiştir.²³⁸

Muye ve Hassan (2016) İslami sigortacılığın gelişiminin ekonomik büyümeye katkısını araştırmışlardır. Bu kapsamda Asya ve Körfez ülkelerini ele alan bir çalışma kaleme almışlardır. Toplamda 22 ülkenin verileriyle çalışmış olup, çalışmanın veri seti 2004-2012 yılları arasında kapsamaktadır. Çalışmada analiz yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları İslami sigortacılık faaliyetlerinin ekonomik büyümeye olumlu katkı yaptığını belirtmektedir. Bunun yanı sıra kamu harcamaları ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Ticaret hacminin gelişmesi ekonomik gelişmeyi hızlandırmakta, buna karşın enflasyon olgusunun baş göstermesi ekonomik gelişimi ve büyümeyi negatif yönde etkilemektedir. Çalışmanın sonuçları finans literatüründeki arz - öncülü hipotezini destekler niteliktedir.²³⁹

Koç ve diğerleri (2018) ülkemizde faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin finansal performanslarını panel veri analizi yöntemiyle araştırmışlardır. Çalışmada finansal

²³⁷ Emine ÖNER KAYA ve Bekir KAYA, “Türkiye’de Hayat Sigortası Şirketlerinin Finansal Performansını Belirleyen Firmaya Özgü Faktörler: Panel Veri Analizi”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 12, (2015), ss.102-109.

²³⁸ Veli AKEL, Talip TORUN. ve Bekir AKSOY, “Türkiye’de Hayat Dışı Sigortacılık Sektöründe Kârlılık, Sermaye Yapısı ve Yoğunlaşma İlişkisine Yönelik Ampirik Bir Uygulama”, **Finans ve Bankacılık Çalışmaları Dergisi**, Cilt: 5, Sayı:5, (2016), s.13.

²³⁹İbrahim Muhammad MUEYA ve Ahmad Fahmi Shiekh HASSAN, “Does Islamic Insurance Development Promote Economic Growth? A Panel Data Analysis”, **Procedia Economics and Finance**, Sayı: 35, (2016), s.368.

performansları araştırılan sigorta şirketlerinin tercihinde BİST’te işlem görme koşulu aranmıştır. Buna ek olarak çalışmanın örnekleminin veri seti 2006-2015 yılları arasında kapsamaktadır. Araştırmada kullanılan bağımlı değişkenler sırasıyla Tobin’ s Q (firmanın değeri), net kar / alınan primler, prim artışı ve alınan primler / toplam aktiflerdir. Buna karşın bağımsız değişkenler olarak ise likit aktifler / toplam aktifler, aktif karlılığı, kaldıraç oranı, firma büyüklüğü gibi mikro değişkenlerin yanı sıra döviz kuru, enflasyon, büyüme ve faiz oranı gibi makro değişkenler olarak seçilmiştir. Bu kapsamda dört adet model kurulmuştur ve bu modellemelerin analiz sonuçları ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Çalışma sonuçları irdelendiğinde ilk modelde prim artışının, firma değerini olumsuz etkilediği görülmeye karşın; firma değeri likit aktifler / toplam aktifler değişkeninden olumlu etkilenmektedir. Bu modelde enflasyonun sektörü olumsuz yönde etkilediği de görülmektedir. İkinci modelde aktif karlılık ve şirket büyüklüğünün sektörü olumlu etkilediği tespit edilmiştir. Üçüncü model ise sigortacılık sektörünün performansının kaldıraç oranlarına ilişkin kararlardan etkilendiğini göstermektedir. Son modelde ise sektörün finansal performansının, karlılık ve kaldıraç değişkenlerinden pozitif yönde etkilenip, firma büyüklüğünden ise negatif etkilendiği sonucu göze çarpmaktadır.²⁴⁰

Karadağ Erdemir (2019) Türk sigorta sektöründe faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin finansal performansları üzerinde etkili olan faktörleri araştırmıştır. Bu kapsamda sektörde hayat dışı branşlarda faaliyet gösteren şirketler tercih edilmiştir. Çalışmanın veri seti ise 2010-2014 yılları arasında faaliyet gösteren 30 şirketin finansal oranlarından oluşmaktadır. Çalışmada analiz yöntemi olarak panel veri analizi yöntemi tercih edilmiştir. Bağımlı değişken aktif karlılığı olarak seçilmiştir. Buna karşın kaldıraç oranları, karlılık oranları gibi oranlardan oluşan toplam dokuz adet bağımsız değişken kullanılmıştır. Panel veri analiz sonuçlarına göre net teknik karşılıklar / özsermaye, toplam giderler / net kar, dönen varlıklar / kısa vadeli yabancı kaynaklar, özsermaye / toplam varlıklar, toplam prim üretimi / toplam varlıklar, net kar / özsermaye değişkenlerinin finansal performans üzerinde etkili olduğu gözlemlenmiştir.²⁴¹

²⁴⁰Selahattin KOÇ , Zekai ŞENOL ve Mustafa ÇEVİK, “Türkiye’de Faaliyette Bulunan Sigorta Şirketlerinin Finansal Performans Analizi: 2006-2015”, *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt:4, Sayı:1, (2018), s.35.

²⁴¹Övgücan KARADAĞ ERDEMİR, “Selection of Financial Performance Determinants for Non-Life Insurance Companies Using Panel Data Analysis”, *The Journal of Accounting and Finance*, Sayı:82, (2019), s.260.

Bahçekapılı (2019) Türk sigortacılık sektöründe ve Alman sigortacılık sektöründe faaliyet gösterip, bu ülkelerin borsalarında işlem gören yedişer sigorta şirketinin verilerinin kullanıldığı doktora tezinde, sermaye yapısı ile karlılık arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın veri seti 2009-2017 yılları arasını kapsamaktadır. Analiz kapsamında panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Karlılık oranı olarak aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı kullanılmıştır. Aktif toplamı, banka kredileri, teknik karlılık, prim üretim değerleri, özsermaye, sermaye yapısı (kaldıraç oranı) ve konservasyon oranı ise bağımsız değişkenler olarak ifade edilebilir. Çalışmanın sonuç kısmında bağımsız değişkenlerin, karlılığı hangi yönde etkilediğine ilişkin yorumlar her iki ülke bazında değerlendirilerek, sunulmuştur.²⁴²

Akgül (2020) sigorta şirketlerinin büyüklükleri ile aktif karlılığı üzerindeki ilişkiyi araştırmıştır. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada, 2014-2019 yıllarına ait finansal veriler kullanılmıştır. Veri seti çeyreklik dönemler halinde hazırlanmış olup, 2019 yılının son çeyreği çalışmaya dahil edilmemiştir. Aktif karlılık oranı bağımsız değişken olarak kullanılmasına karşın; şirket büyüklüğü, sermaye oranı, konservasyon oranı ve hasar / prim oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları şirket büyüklüğünün belirli bir noktaya kadar aktif karlılığını pozitif yönlü etkilediğini, sonrasında ise bu ilişkinin negatife döndüğünü göstermektedir. Sermaye oranının, karlılığı pozitif yönde etkilediği; buna karşın hasar prim oranının ise karlılığı olumsuz etkilediği elde edilen diğer sonuçlar arasında yer almaktadır.²⁴³

Gencer Çelik ve Öngel (2020) ülkemizde faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin rekabet gücünü araştırmışlardır. Çalışmanın analizinde 2009-2019 yıllarına ilişkin çeyreklik veri seti kullanılmıştır. Analiz yöntemi olarak ise panel veri analizi kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak net alınan primler ve toplam gelirler ele alınmıştır. Panel veri yöntemi ile rekabet seviyesini ölçmek için geliştirilen Panzar –

²⁴²Sultan BAHÇEKAPILI, “Sigorta Şirketlerinde Sermaye Yapısının Firma Kârlılığı Üzerindeki Etkisi: Almanya Karşılaştırması”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü, 2019), ss.1-2.

²⁴³Yusuf AKGÜL, “Şirket Büyüklüğünün Aktif Karlılığı Üzerindeki Etkisi: Türk Sigortacılık Sektöründen Kanıtlar”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:19, Sayı:39, (2020), s.993.

Rosse modeli tahmin edilmeye çalışılmıştır. Analiz bulgularında Türk sigortacılık sektörünün monopol bir piyasa özelliği taşıdığı belirtilmektedir.²⁴⁴

Özen ve Çankal (2020), Türk sigortacılık sektöründe hayat dışı branşlarda faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin karlılığını etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Bu kapsamda çalışmanın veri setinin 2006-2017 yılları arasını ele aldığını ve 21 adet sigorta şirketinin verilerinin kullanıldığı söylenebilir. Analiz yöntemi olarak ise panel veri analizi kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak aktif karlılık oranı kullanılmıştır. Analiz sonuçları işletme büyüklüğü, likidite, yatırım karı, yaş, GSYH ve faiz oranının; karlılığı pozitif bir şekilde etkilediğini öne sürmektedir. Buna karşın kaldıraç oranı, sermaye yeterlilik oranı, primlerdeki büyüme ve hasar prim oranının karlılık üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.²⁴⁵

²⁴⁴Gülşah GENÇER ÇELİK ve Volkan ÖNGEL, “Türk Sigortacılık Sektöründe Rekabetin Ampirik Analizi: 2009-2019 Dönemi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt: 21, Sayı:2, (2020), s.123.

²⁴⁵Abdurrahman ÖZEN ve Erhan ÇANKAL, “Determinants of Non-Life Insurer Profitability in Turkey”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 24 , Sayı: 4, (2020), ss.1791-1795.

BEŞİNCİ BÖLÜM

HAYAT DIŞI SİGORTA ŞİRKETLERİNİN

SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ

Beşinci bölümde hayat dışı sigorta şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen faktörler analiz edilmiştir. Bu kapsamda ilk olarak araştırmanın amacı, araştırmanın kapsamı, kullanılan değişkenler ve veri seti hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonra analiz süreci anlatılarak, elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

5.1. Araştırmanın Amacı

Çalışmanın amacı ülkemizde faaliyet gösteren hayat dışı sigorta şirketlerinin borçlanma kararlarına etki eden şirket düzeyindeki faktörlerin araştırılmasıdır. Araştırma kapsamında şirketlerinin borçlanma kararlarına etki eden şirket düzeyindeki faktörler modern sermaye yapısı teorileri içerisinde kabul görmüş dengeleme teorisi (trade off theory), finansal hiyerarşi teorisi (pecking order theory), vekalet teorisi (agency theory) ve işaret ya da sinyalleme teorisi (signaling theory) çerçevesinde tartışılmıştır.²⁴⁶ Ayrıca, analizler sonucu elde edilen bulgular literatürde daha önce yapılmış çalışmaların ampirik bulguları ile karşılaştırılarak açıklanmıştır.

5.2. Araştırmanın Kapsamı

Güncel sigortacılık mevzuatına göre Türk sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren sigorta şirketleri, hayat sigortaları ve hayat dışı sigortaları sınıflandırmasından yalnızca birisinde sigorta sözleşmesi akdetme hakkına sahiptirler.²⁴⁸ Hayat dışı sigorta branşlarının bütün sektör içerisindeki payının yaklaşık %85 olduğu görülmektedir.²⁴⁹

²⁴⁶Ayşegül GÜNER, “The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies”, *Procedia Economics and Finance*, Sayı:38, (2016), ss.84-85.

²⁴⁷Univesity of Pretoria, *The Theory of Capital Structure*, s.60., <https://repository.up.ac.za/bitstream/handle/2263/23951/02chapter2.pdf?sequence=3&isAllowed=y#:~:text=The%20signalling%20theory%20was%20first,signal%20information%20to%20the%20market.,> (29.04.2022).

²⁴⁸Sigortacılık Kanunu, Sayı:5684, 20, Madde:5. <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.5684.pdf>. (Erişim Tarihi: 14.04.2022)

²⁴⁹İclal ATILLA ve Abdulaziz Gülay, “Türkiye’de Sigorta Prim Üretimlerinin Dünya Sigortacılık Sektöründeki Yeri”, *Uygulamalı Sosyal Bilimler ve Güzel Sanatlar Dergisi*, Cilt:8, Sayı:4, (2022), s.36.

Dolayısıyla çalışma kapsamında Türk sigorta sektörü pazar payının büyük çoğunluğuna sahip olan hayat dışı sigorta şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen faktörler araştırılmıştır. Çalışmanın veri seti çeyreklik dönemler halinde 2009-2020 yılları arasında kapsamaktadır. Kullanılan analiz yöntemi panel veri analiz yöntemidir.

5.3. Değişkenlerin Belirlenmesi ve Değişkenlerin Sermaye Yapısı Teorileri Kapsamında Beklenen Etkileri

Çalışmada şirketlerin sermaye yapılarına ilişkin olarak üç adet bağımlı değişken kullanılmıştır. Kaldıraç oranları olarak bilinen bu değişkenler sırasıyla kısa vadeli borçların toplam aktiflere oranı, uzun vadeli borçların toplam aktiflere oranı ve toplam borçların toplam aktiflere oranıdır. Analiz kapsamında kullanılan bağımsız değişkenler ise firma büyüklüğü, büyüme fırsatı, karlılık, işletme riski, likidite, faaliyet giderleri, hasar-prim oranı ve konservasyon oranıdır. Bağımsız değişkenlerin hesaplanması ve bu değişkenlerin finansal kaldıraç oranları üzerindeki beklenen etkileri aşağıdaki gibi açıklanabilir:

- **Firma Büyüklüğü:** Firma büyüklüğü değişkeni sigorta şirketlerinin toplam aktiflerinin doğal logaritması alınarak hesaplanmıştır. Dengeleme teorisine göre firma büyüklüğünün kaldıraç üzerindeki etkisinin pozitif olması beklenmektedir. Büyük ölçekli firmalar ürün ve hizmetlerinde küçük ölçekli şirketlere nazaran daha fazla çeşitlendirme yapabildikleri için bu firmaların orta ve küçük ölçekli firmalarına kıyasla iflas riskiyle karşı karşıya kalma olasılıkları daha düşüktür. Ayrıca, bu şirketlerin nakit akış dalgalanma riskine maruz kalma olasılıkları daha düşüktür. Dahası, bu şirketlerin batmayacak kadar büyük olma olasılıkları da göz önüne alındığında şirketlerin büyüdükçe daha fazla borçlanma eğilimi içinde olması beklenebilir. Dolayısıyla, dengeleme teorisi firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif ilişki beklenmektedir. Öte yandan, şirket büyüklüğünün artması şirketlerin dış finansmandan kaynaklanan yüksek bilgi asimetrisi maliyetlerine maruz kalmalarına neden olabilir. Ayrıca, büyük ölçekli firmalar daha düşük maliyetlerle öz sermaye ihraç etme yeteneğine sahip oldukları için daha düşük kaldıraçla çalışmayı tercih edebilirler. Dolayısıyla, finansal hiyerarşi teorisine dayalı olarak şirket büyüklüğünün kaldıraç oranı üzerindeki etkisinin negatif

olması beklenebilir.²⁵⁰ Daha önce de belirtildiği üzere vekalet teorisine göre şirketin borç yükümlülüğü arttıkça, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki sorunların azalması beklenmektedir. Bu durumun en önemli sebepleri arasında şirket kaynaklarının daha etkin yönetilmesi amacı bulunmaktadır. Bu yüzden de şirketler vekalet savaşlarını azaltmak için kaldıraç oranını yükseltmeyi tercih edebilirler. Bu noktadan hareketle vekalet teorisi firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişki beklemektedir.²⁵¹ Sinyal ya da bir diğer ifadeyle işaret teorisine göre kaldıraç oranı artan bir şirketin yatırımcıları, işletmenin büyüme eğiliminde olduğunu ve yeni yatırımlar yapmak amacıyla olduğunu düşünmektedir. Bu durum işletmenin hisse senetlerine talebin artmasına neden olmaktadır. Bunun aksine ise yatırımcılar, daha az borçlanan işletmelerin iflas riskine sahip olduğu yorumunu yapmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde işaret teorisi, işletme büyüklüğünün artması ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönde bir ilişkinin mevcut olduğunu öngörmektedir.²⁵²

- **Büyüme Fırsatı:** Bu değişken sigorta şirketlerinin prim miktarındaki yıllık değişim hesaplanarak ölçülmüştür. Dengeleme teorisi perspektifinden büyüme fırsatları ile borç oranı arasında negatif bir ilişki olduğu varsayılmaktadır. Bu ilişki, yüksek büyüme gösteren firmaların daha fazla iflas riskine maruz kalması mantığına dayanmaktadır. Ancak, finansal hiyerarşi teorisine göre yüksek büyüme oranına sahip firmalar kısa vadede yeni hisse senedi ihraç etmeyi tercih edebilirler ki bu da büyümeyi finanse etmek ve yeni iş fırsatlarını yakalamak için daha fazla borçlanma anlamına gelebilir. Bu sebepten ötürü finansal hiyerarşi teorisi büyüme fırsatı ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki beklemektedir.²⁵³ Vekalet teorisi ise, yüksek büyüme fırsatına sahip firmaları, daha az borç kullandıklarını yani her iki değişken arasında negatif bir ilişkinin

²⁵⁰ Özcan IŞIK ve Ersan ERSOY, “Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Manufacturing Firms Listed on BIST”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:16, Sayı:3, (2021), s.844.

²⁵¹ Ümit Can GÜVENCER, “Vekâlet Teorisi: Firma Performansına Etkisi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008), s.88.

²⁵² Leyla AR ve Reşat SAKUR, “Modern Sermaye Yapısı Teorilerinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Bist 30 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Araştırma”, *Ekonomi, Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, Cilt:6, Sayı:3, 2021, s.756.

²⁵³ Emre Esat TOPALOĞLU, *a.g.m.*, ss.94-96.

mevcut olduğunu ileri sürmektedir.²⁵⁴ Son olarak işaret teorisi büyüme fırsatı ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki beklemektedir.²⁵⁵

- **Karlılık:** Analiz çerçevesinde karlılık değişkeni net karın toplam aktiflere oranı (aktif karlılığı) ile ölçülmüştür. Dengeleme teorisi, daha yüksek kâr düzeyine sahip firmaların hem daha düşük iflas riski hem de borcun vergi kalkını etkisinden dolayı, daha yüksek düzeyde borç kullandıklarını öngörmektedir. Bu noktadan hareketle bu teoriye göre karlılık ile finansal kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Yani bu teori çerçevesinde artan karlılık artan kaldıraç oranı ile ilişkilendirilmektedir. Buna karşın, finansal hiyerarşi teorisi karlılık ve kaldıraç arasında negatif yönlü bir ilişki öngörmektedir. Daha açık bir ifadeyle iç kaynaklardan sermaye oluşturma kapasitesi daha yüksek karlı firmalar, finansman ihtiyaçlarını karşılamak için daha düşük borç kullanmayı tercih edebilirler.²⁵⁶ Vekalet teorisi ise karlılığın artması durumunda işletmenin hissedarlarına daha fazla kar payı dağıtmak zorunda kalacağını öne sürmekte ve bu durumun da vekalet sorunlarını arttıracaklarını ifade etmektedir. Bu teori kapsamında firmaların hissedarlarına daha az kar payı dağıtmak adına daha fazla borç kullanmaları beklenmektedir. Bu sebepten ötürü vekalet teorisi her iki değişken arasında pozitif yönlü bir ilişki öngörmektedir.²⁵⁷ Son olarak işaret teorisi ise karlılık ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki öne sürmektedir. Bu durumun gerekçesi ise firmanın karının artmasının yatırımcılar için olumlu beklentiler oluşturmalarıdır.²⁵⁸
- **İşletme Riski:** İşletme riski değişkeni sigorta şirketlerinin aktif karlılığının standart sapması hesaplanarak elde edilmiştir. Dengeleme teorisi hipotezine göre, firma kazançlarının dalgalı bir seyir izlemesi, firmaların ödemelerinde gecikme yaşanması olasılığını artırmakta ve bu da dış finansmana ulaşmayı maliyetli hale getirmektedir. Sonuç olarak, kazançlarında yüksek volatilité olan firmalar iflas riskini azaltmak için daha az borç kullanabilirler. Dolayısıyla bu teori her iki

²⁵⁴ Rudolf LUMBANTOBİNG, “The Influence of Capital Structure Determinant Variables Toward Corporate Debt Ratio Which Mediated by Agency Cost”, *Advances in Economics, Business and Management Research*, Sayı:74, 2018, ss.51-52.

²⁵⁵ Emre Esat TOPALOĞLU, *a.g.m.* ss.94-96.

²⁵⁶ Antonio D’AMATO, “Capital Structure, Debt Maturity, And Financial Crisis: Empirical Evidence From Smes”, *Small Business Economics*, Cilt:55, Sayı:4, (2020), ss.927-930.

²⁵⁷ Xuan Vinh VO, *a.g.m.*, s.108.

²⁵⁸ Susan MORAA ONUONGA, “The Analysis Of Profitability Of Kenya’S Top Six Commercial Banks: Internal Factor Analysis”, *American International Journal of Social Science*, Cilt: 3, Sayı: 5; (2014), ss.95-97.

değişken arasında negatif yönlü bir ilişki beklemektedir. Buna karşın kazanç oynaklığı daha yüksek olan firmalara yatırım yapan yatırımcılar daha yüksek bir getiri oranı talep edebilirler. Bu ihtimalin diğer şirketlere nazaran yüksek olduğu göz önüne alındığında, riskli firmalar özsermaye ihraç etmek yerine yüksek düzeyde borç kullanmayı tercih edebilirler. Dolayısıyla, finansal hiyerarşi teorisi açısından risk ve borç düzeyi arasında pozitif bir bağlantı beklenebilir.²⁵⁹ Firmaların gelirlerinde ortaya çıkabilecek dalgalanma, firmaları daha az borç kullanmaya yönleltebilir. Bu sıkıntılı süreci atlatabilmek için de firma sahipleri ve yöneticileri arasındaki çatışmaların azalacağı tahmin edilmektedir. Bu yüzden de vekalet teorisi, firma riski ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki beklemektedir. İşaret teorisine göre ise firmaların satışlarındaki dalgalanmalar, yatırımcılar açısından şirketin birtakım risklere maruz kaldığı yönünde yorumlanmaktadır. Riskli firmaların da iflas riskini azaltabilmek için daha az borç kullanmaları beklenmektedir. Bu sebepten ötürü her iki değişken arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir.²⁶⁰

- **Likidite:** Likidite oranı şirketlerin cari varlıklarının toplam varlıklarına bölünmesi ile bulunmuştur. Dengeleme teorisi, yeterli likit varlığa sahip firmaların daha az riskli oldukları için daha fazla dış borç kullanabileceklerini ifade etmektedir. Dolayısıyla dengeleme teorisi her iki değişken arasında pozitif yönlü bir ilişki beklemektedir. Bu durumun aksine finansal hiyerarşi teorisine dayalı olarak, daha fazla likit varlığa sahip firmalar, iç kaynaklarını karlı yatırım fırsatlarını finanse etmek için kullanabilirler ve bu da kaldıraç oranının düşmesine yol açabilir. Bu noktadan hareketle finansal hiyerarşi teorisi likidite oranı ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü ilişki öngörmektedir.²⁶¹ Likiditesi yüksek olan işletmelerin daha fazla borçlanabilmeleri işletme için muhtemel vekalet sorunlarını azaltabilir. Bu yüzden vekalet teorisi açısından likidite oranı ile

²⁵⁹ Antonio D'AMATO, **a.g.m.**, ss.927-930.

²⁶⁰ Rataporn DEESOMSAK, Krishna PAUDYAL ve Gioia PESCEOTTO, "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region", **Journal Of Multinational Financial Management**, Cilt: 14, Sayı:4-5 (2004), ss.398.

²⁶¹ Mohammad ALIPOUR, Mir Farhad Seddigh MOHAMMADI ve Hojjatollah DERAKHSHAN, "Determinants Of Capital Structure: An Empirical Study Of Firms In Iran", **International Journal of Law and Management**, Cilt: 57, Sayı: 1, (2015), s.58-59.

kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki beklenebilir.²⁶² Sinyal teorisine göre ise daha fazla likit olan firmaların kısa vadeli borçlarını karşılayabilecek güçte oldukları düşünülmektedir. Bu yüzden yatırımcılar işletme faaliyetlerinin olumlu yönde ilerlediğini düşünebilirler. Dolayısıyla işaret teorisi likidite ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenebilir.²⁶³

- **Faaliyet Gideri:** Sigortacılık çerçevesinde faaliyet giderleri üretim komisyon giderleri, personele ilişkin giderler, yönetim giderleri, araştırma ve geliştirme faaliyetleri giderleri, pazarlama ve satış giderleri, dışarıdan sağlanan fayda ve hizmet giderleri, reasürans komisyonları giderleri ve diğer faaliyet giderlerinden oluşmaktadır. Bu kapsamda, bu değişken sigorta şirketlerinin bilançosunun pasifinde önemli bir değişken olarak yer almaktadır.²⁶⁴ Faaliyet giderlerinin artış göstermesinin, sigorta şirketlerinin borçlarının artmasına ve karlılığının azalmasına neden olacağı ifade edilebilir.²⁶⁵ Finansal hiyerarşi teorisine göre karlılık ile finansal kaldıraç arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Bu durum göz önüne alındığında faaliyet giderleri ile borçlanma davranışları arasında bu teori kapsamında aynı yönlü bir etkileşim olması beklenmektedir. Yani faaliyet giderlerinin artması, işletmelerin daha fazla borçlanmasına sebep olabilir. Bu durumun aksine dengeleme teorisi, karlılık ile finansal kaldıraç arasında negatif bir ilişkinin olacağını öngörmektedir. Faaliyet giderlerinin artması, işletmelerin daha az yabancı kaynak kullanmalarına neden olabilir.²⁶⁶
- **Hasar-Prim Oranı:** Hasar-prim oranının artması, sigorta şirketlerinin sigortalılardan toplamış olduğu primlerdeki artışın, sigortalılara yaptıkları tazminat ödemelerindeki artıştan daha az olduğunu göstermektedir. Bu noktadan hareketle hasar-prim oranının artması, şirketlerin karlılığının azalmasına ve

²⁶² Mohammad Reza DALVI ve Ebrahim BAGHI, "Evaluate the Relationship between Company Performance and Stock Market Liquidity", **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, Cilt: 4, Sayı: 1, (2014), s.138.

²⁶³ Hamid BİRJANDİ, Behruz HAKEMİ ve Mohammad Mehdi Molla SADEGHİ, "The Study Effect Agency Theory And Signaling Theory On The Level Of Voluntary Disclosure Of Listed Companies In Tehran Stock Exchange", **Research Journal of Finance and Accounting**, Cilt:6, Sayı:1, (2015), s.278.

²⁶⁴ Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), **Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları, 2019, 2. Bölüm**, <https://seddk.gov.tr/raporlar-sigortacilik-ve-bes-faaliyetleri.html>, (29.04.2022).

²⁶⁵ H. Ali ATA, "Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi", **Ekonometri ve İstatistik**, Sayı:11, (2010), ss.58-59.

²⁶⁶ Emre Esat TOPALOĞLU, **a.g.m.**, ss.94-96.

borçlanma düzeyinin artmasına neden olabilir. Bu sebepten dolayı hasar-prim oranının finansal hiyerarşi teorisine göre pozitif, dengeleme teorisine göre ise negatif yönlü işaret alacağı öngörülmektedir.²⁶⁷

- **Konservasyon Oranı:** Konservasyon oranı sigorta şirketlerinin reasürans faaliyetleri kapsamında sedan şirkete devrettiği prim sonrasında üstlerinde kalan prim miktarının, brüt prim miktarına bölünmesi sonucu elde edilmiştir.²⁶⁸ Konservasyon oranının yüksek olması sigorta şirketlerinin aktiflerinin arttırıcı bir özelliğe sahip olabilir. Bu durum sigorta şirketlerinin mevcut risklerini reasürans şirketlerine devretmek yerine, bu riskleri kendi üstlerinde tutmayı tercih ettikleri anlamına gelebilir. Eğer poliçe kapsamındaki riskler meydana gelmez ya da küçük sayıda hasar ödemesi söz konusu olursa, sigorta şirketlerinin teknik karlarını artacaktır. Buna karşılık risklerin hasar oranlarının yüksek olması, sigorta şirketlerinin tazminat ödemelerini arttıracaktır. Bu yüzden de konservasyon oranı ile kaldıraç oranı arasındaki ilişki incelenirken, bu değişkenler arasında pozitif ya da negatif ilişkiler öngörülebilir. Bu durumun finansal hiyerarşi ve dengeleme teorileri ile ilgili sonuçlara da doğrudan etki edebileceği ve her iki katsayıya da sahip olabileceği söylenebilir.²⁶⁹

5.4. Veri Seti

Bu çalışmanın amacı Türk sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren hayat dışı sigorta şirketlerinin sermaye yapıları üzerinde etkili olan değişkenlerin belirlenmesidir. Çalışmada analiz yöntemi olarak panel veri regresyon analizi kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan veri seti çeyreklik dönemler halinde 2009-2020 yılları arasını kapsamaktadır. Çalışmada kullanılan veri setine bağlı olarak dengeli panel veri analizi kullanılmıştır. Bununla beraber, sektör payı açısından önemli bir yere sahip olan Halk Sigorta, Güneş Sigorta ve Ziraat Sigorta şirketleri 2020 yılında Türkiye Sigorta çatısı altında toplandığı

²⁶⁷ Mesut DOĞAN, a.g.m., ss.131-132.

²⁶⁸ Deniz ÇAKMAK ve Feride HAYIRSEVER BAŞTÜRK, “Türk Sigortacılık Sektörünün 2007-2018 Yıllarına Ait Performansının Oran Analizi Yöntemi ile Ölçülmesi ve Sektörün Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi”, **Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:4, Sayı:2, (2019), s.248.

²⁶⁹ Selahattin SARIOĞUZ, “Sigorta Sektöründe Risk Yönetimi, Alternatif Risk Transfer Yöntemleri, Şirketler İçin Bir Öneri: Hava Durumu Opsiyonları”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007), ss.72-74.

için 2020 yılının son iki çeyreği çalışmaya dahil edilmemiştir. Sonuç olarak çalışma için 26 adet hayat dışı sigorta şirketinin verisinden oluşan dengeli bir panel oluşturulmuştur.

5.5. Ekonometrik Model

Hayat dışı sigorta şirketlerinin borçlanma yapısını etkileyen şirket düzeyindeki değişkenleri belirlemek amacı ile aşağıda gösterilen doğrusal regresyon modeli tahmin edilmiştir:

$$KVBO_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDD_{it} + \mu_t + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$UVBO_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDD_{it} + \mu_t + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$TBO_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDD_{it} + \mu_t + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Yukarıdaki eşitliklerde i ve t alt indisleri sırasıyla hayat dışı sigorta şirketlerini ve çeyrek dönemleri ifade etmektedir. Regresyon modellerinde yer alan değişkenleri regresyon modellerinin bağımlı değişkenlerdir. Bu değişkenler sırasıyla kısa vadeli borçların toplam aktiflere oranı, uzun vadeli borçların toplam aktiflere oranı ve toplam borçların toplam aktiflere oranıdır. SDD_{it} (Sigorta Düzeyindeki Değişkenler) ise sigorta düzeyinde bağımsız değişkenleri ifade etmektedir. Modelde yer alan λ_t çeyrek dönemlik kukla değişkenleri göstermektedir. μ_t sigorta şirketleri özelindeki değişkenleri yansıtmaktadır. Modelde yer alan ε_{it} hata terimini ifade etmektedir. $\varepsilon_{it} = \mu_i + u_{it}$ şeklinde tanımlanmaktadır. Bu denklemde μ_i hayat dışı sigorta şirketlerinin gözlenemeyen etkilerini temsil etmektedir. u_{it} ise $E(u_{it}) = 0$ ve $Var(u_{it}) = \sigma^2$ olan tesadüfi hata terimini ifade etmektedir. Yukarıdaki alternatif kaldıraç modellerinde yer alan β_0 ve β_1 tahmin edilecek parametrelerdir.²⁷⁰ 1, 2 ve 3 no'lu regresyon modellerinde kullanılan tüm değişkenlere ilişkin açıklayıcı bilgiler ve bu değişkenlere ilişkin beklenen etkiler Tablo 11'de sunulmuştur.

²⁷⁰Selim TÜZÜNTÜRK, "Panel Veri Modellerinin Tahmininde Parametre Heterojenliğinin Önemi: Geleneksel Phillips Eğrisi Üzerine Bir Uygulama", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 21, Sayı:2, ss.2-4.

Tablo 11. Bağımsız Değişkenlerin Bağımlı Değişkenler Üzerindeki Beklenen Etkisi

Değişken	Formül	Simge	Beklenen Etki			
			Dengeleme Teorisi	Finansal Hiyerarşi Teorisi	Vekalet Teorisi	İşaret Teorisi
Bağımlı Değişken						
Kısa Vadeli Borçlar	Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler	KVBO				
Uzun Vadeli Borçlar	Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler	UVBO				
Toplam Borç	Toplam Borç/Toplam Aktifler	TBO				
Bağımsız Değişkenler						
Şirket Büyüklüğü	Toplam Aktiflerin Doğal Logaritması	TA	+	-	+	+
Primlerdeki Büyüme	(Cari Primler- Önceki Yıl Primler)/ Önceki Yıl Primler	PB	-	+	-	+
Aktif Karlılığı	Net Kar/Toplam Aktifler	AK	+	-	-	+
Şirket Riski	AK'nın standart sapması	Risk	-	+	-	-
Likidite Düzeyi	Cari Aktifler/Toplam Aktifler	LD	+	-	+	+
Faaliyet Gideri	Faaliyet Gideri/Toplam Aktifler	FG	-	+		
Hasar Prim Oranı	Ödenmiş ve Muallak Hasarlar/Kazanılmış Primler	HPO	+	-		
Konservasyon Oranı	Alınan Primler (net) / Alınan Primler (Brüt)	KO	+ / -	+ / -		

5.6. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Panel veri analizinin ilk aşamasında kesitler (sigorta şirketleri) arasındaki bağımlılığın test edilmesi sonuçların güvenilirliği açısından büyük önem taşımaktadır. Çalışmanın yatay kesit boyutu (sigorta şirketleri) ve zaman boyutu (çeyrek dönemler) dikkate alındığında paneli oluşturan yatay kesitler arasındaki bağımlılık, her bir değişken için Breusch-Pagan (1980) LM testi ile araştırılmıştır. $T > N$ (T: zaman boyutu, N: şirket boyutu) durumunda kullanılabilen Breusch-Pagan (1980) LM testi için sıfır hipotezi birimler arasında bağımlılık yoktur şeklindedir.²⁷¹ Tablo 12’deki sonuçlar hem sabitli model hem de sabitli ve trendli modeller açısından incelendiğinde, her bir değişken için sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Daha açık bir ifadeyle paneli oluşturan kesitler arasında birimler arasında bağımlılık söz konusudur.

Tablo 12. Breusch-Pagan (1980) Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Değişkenler / İstatistiksel Sonuçlar	Sabitli Model LM istatistiği	Sabitli ve Trendli Model LM istatistiği
KVB	426.001 ^a	441.406 ^a
UVB	834.417 ^a	889.128 ^a
TB	478.125 ^a	448.867 ^a
TA	2452.933 ^a	2780.344 ^a
PB	487.468 ^a	472.062 ^a
AK	718.166 ^a	779.533 ^a
Risk	316.271 ^a	314.587 ^a
LD	2187.668 ^a	2088.253 ^a
FG	678.584 ^a	701.258 ^a
HPO	545.771 ^a	547.421 ^a
KO	3114.003 ^a	2347.609 ^a

Notlar: En uygun gecikme sayısı 2 olarak alınmıştır. Yatay kesit bağımlılığı testinde sıfır hipotezi “yatay kesitler arasında bağımlılık yoktur “ şeklinde kurulmaktadır. ^a sembolü sıfır hipotezinin %1 önem seviyesinde reddedildiğini göstermektedir.

Tablo 12’de yatay kesit bağımlılığı testlerine ilişkin bulgular analizde kullanılan 11 değişkenin tamamında yatay kesit bağımlılığı sorununun olduğuna işaret etmektedir. Bu noktadan hareketle sigorta şirketlerinin davranışlarının ve kararlarının birbirlerini

²⁷¹İsmet GÖÇER, Mehmet MERCAN ve Hakan HOTUNLUOĞLU, “Seçilmiş OECD Ülkelerinde Cari İşlemler Açığının Sürdürülebilirliği: Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Çoklu Yapısal Kırımlı Panel Veri Analizi”, **Maliye Dergisi**, Sayı: 163, (2012), ss.455-456.

etkiledikleri söylenebilir. Örneğin çok riskli bir branşta ya da deprem bölgesinde meydana gelebilecek hasarlar sonucunda yapılan tazminat ödemeleri, diğer şirketlerin bu duruma karşı önlem almalarına ya da duruma özgü stratejiler geliştirmelerine imkan tanıyabilir.

5.7. Yatay Kesit Genişletilmiş Im, Pesaran ve Shin (CIPS) İkinci Nesil Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Yatay kesit bağımlılığı analizi sonrasında, çalışmada kullanılan tüm değişkenlerin birim kök taşıyıp taşımadıklarını (durağan olup olmadıklarını) araştırmak için panel birim kök testleri kullanılmaktadır. Burada belirtmek gerekir ki birinci nesil panel birim kök testleri yatay kesit bağımlılığını (birimler arası korelasyonu) dikkate almamaktadır. Tablo 12’de rapor edilen bulgular sigorta şirketleri arasında yatay kesit bağımlılığının varlığına işaret ettiğinden dolayı analiz kapsamında birim kök sınamasında yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Pesaran (2007) CIPS ikinci nesil panel birim kök testi kullanılmıştır.²⁷²

Tablo 13. Pesaran (2007) CIPS Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler / İstatistiksel Sonuçlar	Sabitli Model	Sabitli ve Trendli Model
	t-bar (CIPS) istatistiği	t-bar (CIPS) istatistiği
KVB	-2.503 ^a	-2.706 ^b
UVB	-2.498 ^a	-2.825 ^a
TB	-2.871 ^a	-3.015 ^a
TA	-1.662	-2.022
ΔTA	-5.691 ^a	-5.924 ^a
PB	-5.552 ^a	-5.713 ^a
AK	-3.464 ^a	-3.515 ^a
Risk	-1.589	-2.286
ΔRisk	-5.323 ^a	-5.390 ^a
LD	-2.898 ^a	-3.312 ^a
FG	-2.741 ^a	-3.296 ^a
HPO	-3.795 ^a	-3.919 ^a
KO	-2.028	-2.419
ΔKO	-5.703 ^a	-5.885 ^a
Kritik Değerler	-2.080 (%10) -2.160 (%5) -2.300 (%1)	-2.580 (%10) -2.650 (%5) -2.780 (%1)

²⁷²Kemal YILDIRIM, Mehmet MERCAN ve Sultan Fatih KOSTAKOĞLU, “Satın Alma Gücü Paritesinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Zaman Serisi ve Panel Veri Analizi”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 3, (2013). ss.86-89.

Notlar: CIPS panel birim kök testinde “sıfır hipotezi değişken birim kök içerir” şeklinde kurulmaktadır. ^a ve ^b simgeleri sıfır hipotezinin sırasıyla %1 ve %5 önem seviyesinde reddedildiğini göstermektedir.

Tablo 13 incelendiğinde kaldıraç oranlarının her üçünde de hem sabitli modele hem de sabitli ve trendli modele göre göre Ho hipotezi reddedilmiştir. Yani bağımlı değişkenlerin birim kök içermedikleri, serilerinin durağan olduğu söylenebilir. Bu ek olarak; büyüme fırsatı, aktif karlılığı, likidite, faaliyet giderleri ve hasar-prim oranları için Ho hipotezi reddedilmiştir. Dolayısıyla bu değişkenlerin durağan oldukları yani birim kök içermedikleri ifade edilebilir. Buna karşın firma büyüklüğü, firma riski ve konservasyon oranı değişkenleri için Ho hipotezi reddedilememiştir. Bir başka deyişle, bu değişkenler düzey halleriyle birim kök içermektedir. Bu serileri birim kökten arındırabilmek amacıyla değişkenlerin birinci farkları alınmıştır. Nihai olarak Tablo 13’ten de görülebileceği gibi her üç değişkenin farkları alındığında Ho hipotezlerinin reddedildiği ve serilerin durağan hale geldiği görülmektedir. Analizin devamında ise her üç değişkenin farkı alınarak türetilen yeni değişkenler panel veri regresyon modellerinde kullanılmıştır.

5.8. Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 14 veri setinde bulunan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. İlk olarak bağımlı değişkenler incelendiğinde KVB değişkeninin minimum değerinin %22, maksimum değerinin ise %108 olduğu görülmektedir. Bu değişkenin ortalamasının ise %71 olduğu gözlemlenmektedir. UVB değişkeninin ise %0 ile %49 arasında minimum ve maksimum değerlere sahip olduğu belirlenmiştir. İlgili değişkenin ortalaması ise yaklaşık %4 olarak tespit edilmiştir. Son olarak ise TB değişkeninin minimum ve maksimum değerleri %41 ile %112 arasında değer almakta olup, bu değişkenin tüm şirketler için ortalaması yaklaşık %75’tir.

Tablo 14. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	SS	J-B testi
KVB	1092	.22	1.08	.7103022	.1305597	0.0000
UVB	1092	0	.49	.0382692	.0630643	0.0000
TB	1092	.41	1.12	.7486355	.1120792	0.0000
TA	1092	7.26	9.95	8.705934	.6407435	0.0000
PB	1092	-.79	1.46	.2795421	.6250495	0.0000
AK	1092	-.34	.15	-.0015018	.0726577	0.0000
Risk	1092	.0034043	.1899781	.0322611	.033873	0.0000
LD	1092	.6144	.9984	.9292869	.081284	0.0000
FG	1092	.02	.4	.1067033	.0714761	0.0000
HPO	1092	.06	1.6	.7201648	.2340368	0.0000
KO	1092	.24	1	.6703663	.1678506	0.0000

Not: J-B (Jarque-Bera) testinde sıfır hipotezi “veriler normal dağılıma uygundur” şeklinde kurulmaktadır. J-B testi için rapor edilen değerler olasılık değerleridir.

Hayat dışı sigorta şirketlerinin, hayat sigorta branşlarında faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin aksine daha az uzun vadeli borç kullandıkları bilinmektedir. Bu durumun temel sebepleri arasında hayat sigorta şirketlerinin poliçeleri uzun vadeli sigorta sözleşmelerini içermekte ve ölüm olayının ne zaman vuku bulacağı bilinemediği için hayat sigorta şirketleri olası tazminat ödemelerine ilişkin uzun vadeli sermaye yapılarını güçlü tutmaya çalışmaktadır. Bu durumun aksine hayat dışı sigorta şirketlerinin poliçe süreleri genellikle 1 yıldan ibarettir ve bu bir yıllık süre içerisinde hasar meydana gelme ihtimali yüksek olduğu için bu şirketlerin hem likidite oranının hem de KVB oranının yüksek olması beklenmektedir. Tablo 14’te bağımlı değişken için sunulan tanımlayıcı istatistikler bu durumu destekler niteliktedir. Görüldüğü üzere hayat dışı sigorta şirketlerinin KVB ortalaması %71 iken UVB ortalaması yaklaşık olarak %4’tür. Ayrıca minimum ve maksimumu değerleri %61 ile %99 olarak tespit edilen likidite oranının ortalaması %92’dir. Bu durum hayat dışı sigorta şirketlerinin yüksek likidite ile çalıştıklarını göstermektedir. Çalışmada yer alan şirketlerin poliçe sürelerinin kısa olması onların her an tazminat ödemeleri ile karşılaşabilme riskine karşı likit kalmalarına neden olmaktadır.

Türk sigortacılık sektöründe hayat dışı sigorta branşlarında faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin toplam aktiflerinin logaritması alınarak türetilen firma büyüklüğü

değişkeninin ortalaması 8.70 olarak gözlemlenmiştir. Büyüme fırsatı değişkeninin hesaplanmasında kullanılan primlerdeki artış ise yüzde 28 ortalama sahiptir. Sigorta şirketlerinin aktif karlılığı incelendiğinde sigorta şirketlerinin analizin yapıldığı dönemde ortalama olarak zarar ettiği ifade edilebilir. Bu değişkenin minimum değeri eksi %34 olmasına karşın maksimum değeri ise %15'tir.

Firma riski değişkeni incelendiğinde ise hayat dışı sigorta şirketlerinin düşük riskli firmalar olduğu söylenebilir. Faaliyet giderlerinin ortalaması %10 olarak hesaplanmıştır. Sigorta şirketlerinin personel giderleri, yönetim giderleri, araştırma ve geliştirme giderleri gibi kalemlerden oluşan faaliyet giderleri değişkenin toplam aktiflere oranı oldukça yüksek olduğu ifade edilebilir. Hasar-prim oranı değişkeninin minimum değeri %6 bununla beraber maksimum değeri ise %116'dır. Bu değişkenin ortalaması ise %72 olarak tespit edilmiştir. Sigorta şirketlerinin sigortalılardan aldıkları her 100 birimlik prime karşılık, sigortalılara 72 birim değerinde tazminat ödemesi yaptıkları söylenebilir. Analizde kullanılan son değişken olan konservasyon oranının ortalaması ise yüzde 67 olarak hesaplanmıştır. Bu noktadan hareketle sigorta şirketlerinin sigortalılardan topladıkları her yüz birimlik primin, 67 birimini üstünde tutarak, geri kalan 23 birimlik prim miktarını sigorta acenteleri komisyonu ya da reasüransa devrettikleri söylenebilir.

Son olarak Tablo 14'ün son sütununda çalışmada kullanılan tüm değişkenlerin normal dağılıma sahip olup olmadığını sınamak için J-B testleri yapılmıştır. J-B testi olasılık değerlerine göre tüm değişkenler için sıfır hipotezi reddedilmiş ve serilerin normal dağılmadığına karar verilmiştir.

5.9. Çoklu Doğrusal Bağlantının Araştırılması

Bağımsız değişkenlerin birbirlerini etkileyip etkilemediğini test edebilmek amacıyla değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantının mevcudiyetinin araştırılması sonuçların güvenilirliği açısından büyük önem taşımaktadır. Bu noktada çoklu doğrusal bağlantının tespiti için hem değişkenlerin normal dağılmama durumunu dikkate alan Spearman korelasyon analizine ve Varyans Büyütme Faktörü (VIF) testlerine başvurulmuştur.

Spearman korelasyon analizine göre iki bağımsız değişken arasındaki katsayının %80'den büyük olması değişkenler açısından çoklu doğrusal bağlantının önemli bir sorun olduğuna işaret etmektedir. Aksi halde iki değişken arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olduğu söylenebilir.²⁷³ Bununla beraber VIF analizinde ise bağımsız değişkenler için hesaplanan VIF katsayılarının 10'dan büyük olması yine bağımsız değişkenler için çoklu doğrusal bağlantı meselesinin önemli bir sorun olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 15. Spearman Korelasyon Analiz Sonuçları

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	VIF
(1) TA	1.000								2.67
(2) PB	-0.024	1.000							2.78
(3) AK	0.328 ^a	0.079 ^a	1.000						1.11
(4) Risk	-0.356 ^a	0.017	-0.182 ^a	1.000					2.94
(5) LD	-0.242 ^a	0.031	0.174 ^a	0.145 ^a	1.000				1.56
(6) FG	-0.386 ^a	0.304 ^a	-0.121 ^a	0.257 ^a	-0.007	1.000			1.39
(7) HPO	0.152 ^a	-0.024	-0.566 ^a	0.091 ^a	-0.149 ^a	-0.054	1.000		1.98
(8) KO	0.168 ^a	0.036	-0.010	-0.128 ^a	0.025	0.108 ^a	0.178 ^a	1.000	2.81

Not: ^a simgesi korelasyon katsayısının %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Korelasyon analizinde sıfır hipotezi test edilen değişkenler arasında ilişki olmadığı şeklinde kurulmaktadır.

Tablo 15 incelendiğinde hiçbir bağımsız değişken arasında %80 ve üzerinde bir korelasyon katsayısı tespit edilememiştir. Bu sebepten ötürü bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı ifade edilebilir.

VIF katsayıları 10 ya da 10'dan büyükse çoklu doğrusal bağlantının varlığından söz edilebilir. Analiz çerçevesinde oluşturulan her üç kaldırma modeli için ayrı ayrı hesaplanan VIF değerleri 1.11 ile 2.94 arasında değişmektedir. Bu bulgu doğrultusunda regresyon modellerinde kullanılan bağımsız değişkenler açısından çoklu doğrusal bağlantının önemli bir sorun olmadığı ifade edilebilir.²⁷⁴

²⁷³Emre Esat TOPALOĞLU, "Temsil Maliyetleri ve Finansal Kısıtlar: Borsa İstanbul Metal Ana Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama", *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:7, Sayı:5, (2019).ss.19-20.

²⁷⁴TOPALOĞLU, *a.g.m.*, ss.19-20.

5.10. Tahmin Sonuçları

Panel veri analizinde havuzlanmış en küçük kareler, tesadüfi etkiler ve sabit etkiler olmak üzere üç temel panel tahmincisi bulunmaktadır. Bu tahminciler ekonometrik modeldeki β_0 ve β_1 katsayılarını tahmin etmektedirler. Havuzlanmış en küçük kareler metodu birim etkilerini ve zaman etkilerini dikkate almamaktadır. Bu yüzden de analiz çerçevesinde tesadüfi etkiler ya da sabit etkiler modellerinin kullanıp kullanılmayacağına karar verilmiştir. Buna karar verebilmek için de Hausman testine başvurulmuştur. Her üç regresyon modeli için gerçekleştirilen Hausman testleri için sabit etkiler tahmincisi karşı tesadüfi etkiler tahmincisi geçerlidir şeklinde kurulan sıfır hipotezleri reddedilmiştir. Dolayısıyla her üç model için de sabit etkiler tahmincisinin en uygun tahminci olduğuna karar verilmiştir.²⁷⁵

Bu aşamadan sonra sabit etkiler modeli çerçevesinde hata terimlerine ilişkin üç önemli varsayımdan sapmanın test edilmesi analiz açısından büyük önem taşımaktadır. Bu varsayımlar sırasıyla otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığıdır. Bu sorunlarının ilki olan otokorelasyon sorunun tespiti için sabit etkiler tahmincisi kapsamında Wooldridge otokorelasyon testi yapılmıştır. Wooldridge testine ilişkin olasılık değerinin kritik değerden küçük olması modelde otokorelasyon sorunu olduğuna işaret etmektedir.²⁷⁶ Tablo 16'daki Wooldridge testi sonuçları incelendiğinde değişkenler arasında otokorelasyon sorunun olduğu ifade edilebilir. İkinci olarak, analiz kapsamında değişen varyans sorunun tespiti için Modified-Wald testi yapılmıştır. Tablo 16'daki Modified-Wald testi sonuçları regresyon modellerinde hataların varyansının değiştiğine yani sabit olmadığına işaret etmektedir. Çünkü Modified-Wald testlerine ait olasılık değerleri kritik değerden küçüktür. Son olarak analiz çerçevesinde yatay kesit bağımlılığı test etmek için Pesaran CD testi kullanılmıştır.²⁷⁷ Tablo 16'da görülebileceği üzere he üç model için de gerçekleştirilen Pesaran CD testleri modellerde yatay kesit bağımlılığının varlığını teyit etmektedir. Bu noktada her üç sorunun çözümü için parametre

²⁷⁵Başak Gül AKTAKAS ve Diğerleri, "Sektörel İhracat-İstihdam İlişkisi: Türkiye Örneği (2004-2011)", **Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:17, Sayı:1, (2013), ss.45-46.

²⁷⁶Yusuf MURATOĞLU ve Devran ŞANLI, "OECD Ülkelerinde İnternet Kullanımı ve Beşeri Sermayenin İşgücü Başına Gelire Etkisi", **Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:25, (2020), s.16.

²⁷⁷Ömer YALÇINKAYA, "G-20 Ülkelerinde Satın Alma Gücü Paritesi Teorisinin Geçerliliği: Panel Birim Kök Testinden Kanıtlar (1994:Q1-2015:Q4)", **Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:5, Ek Sayı, (2016), ss.150-151.

tahminlerinde Driscoll-Kraay tarafından geliştirilen sabit etkiler tahmincisi kullanılmıştır.²⁷⁸

5.10.1. Ana Örneklem Tahmin Sonuçları

Çalışmanın ana örnekleme ilişkin tahmin sonuçlarına Tablo 16’da yer verilmiştir.

Tablo 16. Ana Örneklem Tahmin Sonuçları

	(KVB)	(UVB)	(TB)
TA	-0.00909 (0.0769)	-0.00352 (0.0276)	-0.0194 (0.0791)
PB	-0.000604 (0.00611)	-0.00221 (0.00169)	-0.00448 (0.00633)
AK	-0.518*** (0.0870)	0.0958*** (0.0191)	-0.416*** (0.0732)
Risk	-0.520* (0.295)	0.0145 (0.0711)	-0.559* (0.291)
LD	0.540*** (0.0809)	-0.182** (0.0898)	0.367*** (0.0833)
FG	-0.0674 (0.0526)	0.00699 (0.0379)	-0.0605 (0.0678)
HPO	0.0484* (0.0283)	0.0494*** (0.00906)	0.0989*** (0.0222)
KO	-0.0688 (0.0656)	0.0256** (0.0115)	-0.0667 (0.0594)
Sabit	0.183** (0.0846)	0.173** (0.0849)	0.346*** (0.0774)
Hausman	49.72***	139.74***	45.54***
Wooldridge	151.788***	233.399***	116.822***
Modified Wald	4661.65***	1.8e+05***	3038.96***
Pesaran's CD	12.178***	20.350***	15.256***
Within R ²	0.2344	0.0507	0.2298
F-istatistiği	19.21***	9.52***	30.98
Gözlem Sayısı	1066	1066	1066
Şirket Sayısı	26	26	26
Tahminci	DK-FE	DK-FE	DK-FE

Notlar: Standard hatalar parantez içinde rapor edilmiştir. DK-FE, Sabit Etkiler regresyonu kullanan Driscoll-Kraay standard errors tahmin edicisidir. Regresyon modellerine çeyrek dönemlik kukla değişkenler ilave edilmiş ancak bu değişkenlere ilişkin katsayılar rapor edilmemiştir. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

²⁷⁸Engin DÜCAN ve Mustafa AKAL, “Komşu Ülkelerle Yapılan Dış Ticaretin DYY Girişleri Üzerine Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Panel Veri Analiz”, **Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt:3, Sayı:1, (2017), s.72.

Tablo 16'nın alt kısmından da görülebileceği gibi ana örneklem 26 şirket ve 41 çeyrekten oluşan 1066 adet şirket gözlemini kapsamaktadır. Tablo 16'daki tahmin sonuçları incelendiğinde firma büyüklüğü (TA), büyüme fırsatı (PB) ve faaliyet giderleri (FG) ile kaldıraç değişkenleri arasında herhangi bir önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

Buna karşın karlılık oranı (AK) ile üç alternatif kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı gözlemlenmektedir. Bu noktada sigorta şirketlerinin karlılığı arttıkça kısa vadede daha az borçlanmayı seçtikleri, buna karşın uzun vadede daha fazla borçlandıklarını ifade edilebilir. UVB denkleminde elde edilen sonuçlar Dengeleme Teorisini, KVB ile TB denkleminde elde edilen sonuçlar ise Finansal Hiyerarşi Teorisini desteklemektedir.

Risk değişkenine (RISK) ait tahmin sonuçları incelendiğinde sigorta şirketlerinin risklilik seviyeleri arttıkça kısa vadeli borçlanmaya daha az başvurdukları görülmektedir ki bu sonuç Dengeleme Teorisi ile uyumaktadır. Ancak, risk değişkeni UVB denkleminde anlamlı bulunamamıştır. Diğer bir ifadeyle risk değişkeninin UVB üzerindeki etkisi pozitif olmasına rağmen istatistiksel olarak anlamlı değildir. KVB denkleminde gözlemlendiği gibi TB denkleminde de risk değişkeninin tahmin edilen katsayısı negatif ve anlamlıdır. Bu sonuç risk arttıkça sigorta şirketlerinin daha az borçlandıklarını ve riskten kaçındıklarını şeklinde yorumlanabilir. Diğer bir ifadeyle, bu durumun gerekçesi şirketlerin risklilik durumları arttıkça iflas riski ile karşılaşmamak ve iflas maliyetlerine katlanmamak için borçlanmayı azaltmaları ile açıklanabilir.

Dengeleme Teorisini destekler şekilde likidite değişkeni (LD) ile KVB ve TB arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Buna karşın Finansal Hiyerarşi Teorisini destekler şekilde likidite değişkeni ile UVB arasında negatif ve anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Sigorta şirketlerinin likiditesi arttıkça, bu şirketler kısa vadede borçlanmayı tercih etmektedirler. Buna karşın sigorta şirketleri uzun vadede daha az borçlanma eğiliminde olmaktadır. Bu durumun uzun vadede daha fazla likiditeye sahip olan sigorta şirketlerinin daha az riskli olduklarından borçlanmadan kaçındıklarına işaret etmektedir.

Hasar-prim oranı (HPO) değişkeninin tahmin edilen katsayısı tüm modellerde pozitif ve anlamlı bulunmuştur. bu sonuç hasar-prim prim oranı yüksek şirketlerin daha fazla borçlanma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Primlerin hasarları karşılama oranı azaldıkça şirketler sigortalılara ve üçüncü kişilere karşı yükümlülüklerini karşılamakta zorluk çekebilir ki bu durum şirketlerin likiditesini de olumsuz yönde etkiler. Bu yüzden de sigorta şirketleri ödemelerini yapabilmek için daha fazla borçlanabilirler.

Regresyon modellerine dahil edilen son şirket düzeyindeki değişken konservasyon oranıdır (KO). Bu değişkene ait tahmin edilen katsayı sadece UVB modelinde anlamlıdır. Tablo 16'ya göre konservasyon oranının artması sigorta şirketlerinin uzun vadede daha fazla borçlanmaya başvurduklarına işaret etmektedir. Ancak, bu değişken ne KVB ne de TB denkleminde anlamlı bulunamamıştır.

Çalışma kapsamında sigorta şirketlerinin borçlanma kararlarını etkileyen faktörleri daha detaylı olarak analiz etmek için ana örneklem çeşitli kriterler göre alt örneklemelere bölünmüştür ve her bir alt örneklem için alternatif üç kaldıraç modeli yeniden tahmin edilmiştir. Ana örneklem kullanılarak türetilen alt örneklem sırasıyla şirket büyüklüğü alt örnekleme, karlılık alt örnekleme, risklilik alt örnekleme ve mülkiyet yapısı alt örneklemdir. İlk üç alt örneklemin oluşturulmasında şirket büyüklüğü, karlılık ve risk değişkenlerinin medyan değerleri hesaplanmıştır. Bu noktada medyan değerinin neden kullanıldığını açıklamak yerinde olacaktır. Eğer ortalama kullanılmış olsaydı değişkenler içerisindeki uç değerlerin veri setinden ayıklanması mümkün olmayacaktı. Buna karşın medyan değerinin en önemli işlevi örnekleme küçükten büyüğe sıralayarak, seriyi ortadan ikiye bölmesidir. Dolayısıyla medyan değeri serideki aykırı değerlerin analizi olumsuz etkilemesini önlemektedir. Bu noktadan hareketle çalışmada medyan değerinin üzerinde ve altında kalan değerlere göre de alt örneklem belirlenmiştir. Mülkiyet yapısı alt örnekleme ise sigorta şirketlerinin sermaye yapısındaki yerlilik ve yabancılik unsurları dikkate alınarak hazırlanmıştır.

5.10.2. Şirket Büyüklüğü Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları

Şirket büyüklüğü alt örneklemine ilişkin tahmin sonuçlarına Tablo 17’de yer verilmiştir.

Tablo 17. Şirket Büyüklüğü Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Küçük Ölçekli Şirketler			Büyük Ölçekli Şirketler		
	(KVB)	(UVB)	(TB)	(KVB)	(UVB)	(TB)
TA	-0.0890	0.0144	-0.0761	0.151	-0.00315	0.135
	(0.107)	(0.0523)	(0.131)	(0.113)	(0.0217)	(0.113)
PB	-0.00171	-0.00436	-0.00873	0.00511	-0.000541	0.00400
	(0.00659)	(0.00395)	(0.00547)	(0.00391)	(0.000387)	(0.00401)
AK	-0.575***	0.140	-0.418***	-0.536***	-0.00952	-0.499***
	(0.128)	(0.142)	(0.133)	(0.146)	(0.0209)	(0.172)
Risk	-0.645***	0.0238	-0.678***	0.310	0.00402	0.328
	(0.190)	(0.0514)	(0.198)	(0.294)	(0.0292)	(0.247)
LD	0.530*	-0.473*	0.0476	0.574***	0.0188	0.614***
	(0.303)	(0.257)	(0.149)	(0.103)	(0.0231)	(0.121)
FG	-0.0433	0.0138	-0.00995	-0.125	0.0118	-0.168
	(0.0873)	(0.0456)	(0.0978)	(0.0988)	(0.00917)	(0.0998)
HPO	0.0169	0.0632	0.0849	0.114***	0.00442	0.114***
	(0.0624)	(0.0711)	(0.0551)	(0.0366)	(0.00689)	(0.0333)
KO	-0.0589	0.0184	-0.0488	0.0105	0.000513	-0.0541
	(0.0422)	(0.0184)	(0.0373)	(0.0711)	(0.0106)	(0.0736)
Sabit	0.201	0.461**	0.664***	0.151	0.00727	0.146
	(0.280)	(0.205)	(0.143)	(0.0966)	(0.0198)	(0.110)
Hausman	50.19***	72.47***	20.74**	20.76**	29.94***	29.52***
Wooldridge	124.488**	230.265**	86.423**	100.177*	41.942***	72.375**
	**	*	*	**		*
Modified Wald	4651.99*	40798.44*	4304.43*	1942.65*	15856.81*	1687.95*
	**	**	**	**	**	**
Within R ²	0.2512	0.1049	0.2545	0.2858	0.0165	0.2902
F-istatistiği	32.12***	4.94***	16.59***	48.38***	2.42**	21.79***
Gözlem	530	530	530	536	536	536
Tahminci	FE	FE	FE	FE	FE	FE

Notlar: Standard hatalar parantez içinde rapor edilmiştir. FE, Sabit Etkiler tahmin edicisidir. Regresyon modellerine çeyrek dönemlik kukla değişkenler ilave edilmiş ancak bu değişkenlere ilişkin katsayılar rapor edilmemiştir. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Örnekleme sonuçları yorumlandığında firma büyüklüğü, büyüme fırsatı, faaliyet giderleri ve konservasyon oranının, ne küçük ölçekli sigorta şirketleri örnekleminde ne de büyük ölçekli sigorta şirketleri örnekleminde anlamlı bulunmuştur.

Buna karşın her iki şirket türü açısından sigorta şirketlerinin karlılıkları ile borçlanmaları arasında kısa vadeli borç ve uzun vadeli borç açısından negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu durum sigorta şirketlerinin karlılık düzeyleri arttıkça daha az borçlandıklarına işaret etmektedir.

Küçük ölçekli sigorta şirketleri örnekleminde risk değişkeni ile KVB ve TB değişkenleri arasında negatif ve anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Bu bulgu küçük ölçekli sigorta şirketlerinin risklilik seviyeleri arttıkça daha az borçlanma eğiliminde olduklarına işaret etmektedir. Bu bulgu aynı zamanda küçük şirketlerin risk karşısında daha tedbirli davranmayı tercih ettikleri şeklinde yorumlanabilir. Risk değişkeninin tahmin edilen katsayısı büyük ölçekli şirketler örnekleminde anlamlı bulunamamıştır.

Küçük ölçekli şirketler alt örnekleminde likidite değişkeni şirketlerin KVB'ını pozitif yönde buna karşın UVB'ını negatif yönde etkilemektedir. Büyük ölçekli şirketler örnekleminde artan likidite hem KVB hem de TB modelinde pozitif ve anlamlı bulunmuştur. bu sonuç likiditesi yüksek olan büyük şirketlerin daha fazla borçlanma eğiliminde olduklarını göstermektedir.

Hasar-prim oranı değişkeni açısından tahmin sonuçları incelendiğinde küçük ölçekli sigorta şirketleri kapsamında bu değişkenin borçlanma üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı ifade edilebilir. Ancak büyük ölçekli sigorta şirketlerinin hasar-prim oranı arttıkça daha fazla borçlanma ihtiyacı duydukları söylenebilir. Bu durumun nedenleri arasında büyük ölçekli sigorta şirketlerinin daha fazla sayıda sigorta poliçesine sahip olması ve bu durumun da sigortalılara daha fazla teminat verilerek, daha çok tazminat ödemesi ile karşılaşması yer alabilir.

5.10.3. Karlılık Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları

Karlılık alt örneklemine ilişkin tahmin sonuçlarına Tablo 18’de yer verilmiştir.

Tablo 18. Karlılık Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Düşük Düzeyde Karlı Şirketler			Yüksek Düzeyde Karlı Şirketler		
	(KVB)	(UVB)	(TB)	(KVB)	(UVB)	(TB)
TA	-0.226 (0.150)	-0.0252 (0.0300)	-0.266* (0.150)	0.207* (0.113)	0.0840 (0.110)	0.287** (0.133)
PB	-0.00471 (0.00443)	0.000396 (0.00125)	-0.00598 (0.00459)	0.00458 (0.00456)	-0.00509 (0.00436)	-0.00228 (0.00450)
AK	-0.432** (0.164)	0.0516 (0.0933)	-0.367** (0.166)	-0.662*** (0.195)	0.335 (0.252)	-0.339** (0.137)
Risk	-0.621*** (0.193)	-0.00195 (0.0241)	-0.654*** (0.212)	0.390 (0.474)	0.235 (0.213)	0.422 (0.496)
LD	0.421** (0.175)	-0.0901 (0.0964)	0.334 (0.222)	0.810*** (0.179)	-0.399 (0.253)	0.428** (0.180)
FG	-0.0449 (0.129)	0.0217 (0.0651)	-0.0194 (0.137)	-0.0896 (0.0754)	-0.0725 (0.0569)	-0.165** (0.0752)
HPO	0.108** (0.0465)	0.0170 (0.0327)	0.132*** (0.0425)	-0.0295 (0.0548)	0.0949 (0.0923)	0.0681 (0.0624)
KO	-0.0855 (0.0592)	0.0117 (0.0126)	-0.101** (0.0487)	-0.0229 (0.0587)	0.0218 (0.0308)	-0.0277 (0.0479)
Sabit	0.329* (0.167)	0.128* (0.0743)	0.449** (0.203)	-0.00873 (0.159)	0.335* (0.180)	0.307** (0.149)
Hausman	51.97***	64.55***	56.02***	43.73***	101.43** *	38.94***
Wooldridge	80.689** *	52.179** *	74.392** *	271.004* **	36.735** *	80.450** *
Modified Wald	6222.86* **	1.5e+05* **	8952.66* **	2704.08* **	1.1e+05* **	2928.27* **
Within R ²	0.2675	0.0236	0.2681	0.2239	0.1230	0.1565
F-istatistiği	6.18**	1.08	14.96***	6.29	2.93**	9.14***
Gözlem	528	528	528	538	538	538
Tahminci	FE	FE	FE	FE	FE	FE

Notlar: Standard hatalar parantez içinde rapor edilmiştir. FE, Sabit Etkiler tahmin edicisidir. Regresyon modellerine çeyrek dönemlik kukla değişkenler ilave edilmiş ancak bu değişkenlere ilişkin katsayılar rapor edilmemiştir. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Düşük düzeyde karlı şirketler örnekleminde şirket büyüklüğü arttıkça TB anlamlı bir şekilde azalmaktadır. Şirketlerin karlılık düzeyinin artması hem KVB’ın hem de TB’ın anlamlı bir şekilde azalmasına neden olmaktadır. Risk değişkenine ait tahmin sonuçları aktif karlılık değişkeni için elde edilen tahmin sonuçlarına benzerlik göstermektedir. Düşük düzeyde karlı şirketler açısından risk arttıkça KVB ile TB azalmakta olduğu ifade edilebilir. Düşük düzeyde karlı şirketler örnekleminde likiditenin artması KVB üzerinde pozitif bir etki yaratmaktadır, ayrıca hasar-prim oranının artması ise hem KVB’ın hem de TB’ın artmasına neden olmaktadır. Son olarak düşük düzeyde karlı şirketler örnekleminde konservasyon oranı ile TB arasında ters yönde bir ilişki belirlenmiştir.

Yüksek düzeyde karlı şirketler açısından sonuçlar incelendiğinde şirket büyüklüğü ve likidite değişkenleri KVB ile TB değişkenlerini pozitif ve anlamlı olarak etkiledikleri tespit edilmiştir. Yani şirket büyüklüğü ve likiditesi artan karlı şirketler daha fazla borçlanma eğilimindedirler. Ancak aktifler açısından karlı ve faaliyet giderleri yüksek olan şirketlerde ise borçlanma eğilimi daha düşüktür.

5.10.4. Risklilik Alt Örneklemin İlişkin Tahmin Sonuçları

Risklilik alt örneklemin ilişkin tahmin sonuçları Tablo 19’da sunulmuştur.

Tablo 19. Risklilik Alt Örneklemin İlişkin Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Az Riskli Şirketler			Çok Riskli Şirketler		
	(KVB)	(UVB)	(TB)	(KVB)	(UVB)	(TB)
TA	0.0980	0.0712	0.152	-0.0812	-0.0326	-0.124
	(0.120)	(0.0781)	(0.154)	(0.127)	(0.0254)	(0.134)
PB	0.00784	-0.00344	0.00314	-0.00674	-0.000556	-0.00894
	(0.00471)	(0.00333)	(0.00366)	(0.00614)	(0.000847)	(0.00621)
AK	-0.898**	0.418	-0.422	-0.470***	-0.0155	-0.486***
	(0.352)	(0.489)	(0.322)	(0.0917)	(0.0153)	(0.0916)
Risk	-0.977	0.167	-0.946	-0.496**	-0.0218	-0.542***
	(0.919)	(0.156)	(0.970)	(0.200)	(0.0275)	(0.194)
LD	0.664***	-0.219	0.483**	0.524	-0.254	0.221
	(0.118)	(0.227)	(0.175)	(0.326)	(0.159)	(0.290)
FG	-0.0134	-0.00503	-0.0183	-0.0739	-0.0489	-0.132
	(0.0692)	(0.0412)	(0.0823)	(0.105)	(0.0378)	(0.110)
HPO	-0.0268	0.186	0.175*	0.0780*	-0.00796	0.0668*

	(0.110)	(0.163)	(0.0998)	(0.0418)	(0.00978)	(0.0371)
KO	-0.152	0.0314	-0.168**	-0.0536*	0.0140	-0.0538*
	(0.107)	(0.0464)	(0.0810)	(0.0284)	(0.0108)	(0.0267)
Sabit	0.350***	0.0239	0.347***	0.190	0.296*	0.530*
	(0.0731)	(0.0925)	(0.0964)	(0.318)	(0.152)	(0.282)
Hausman	33.38***	140.91***	30.98***	46.18***	66.90***	41.92***
Wooldridge	169.520**	7425.366**	30.302**	61.587**	50.674***	65.455**
Modified Wald	5334.65**	15055.02**	2.2e+05**	1441.54**	25671.02**	1784.09**
Within R ²	0.2070	0.1317	0.2167	0.2872	0.1001	0.2775
F-istatistiği	10.79***	6.27***	11.44***	18.60***	17.61***	21.79***
Gözlem	533	533	533	533	533	533
Tahminci	FE	FE	FE	FE	FE	FE

Notlar: Standard hatalar parantez içinde rapor edilmiştir. FE, Sabit Etkiler tahmin edicisidir. Regresyon modellerine çeyrek dönemlik kukla değişkenler ilave edilmiş ancak bu değişkenlere ilişkin katsayılar rapor edilmemiştir. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Firma büyüklüğü, büyüme fırsatı ve faaliyet giderleri değişkenleri bu alt örneklem düzeyinde herhangi bir önem düzeyinde anlamlı bulunamamıştır. Az riskli şirketler örnekleminde aktif karlılığındaki artış KVB'ı buna karşın konservasyon oranındaki artış ise TB'ı anlamlı bir şekilde azaltmaktadır. Yine az riskli şirketler için artan likidite ve hasar-prim oranı borçlanmayı arttırma eğiliminde olduğu ifade edilebilir.

Çok riskli şirketler örnekleminde aktif karlılığı, risk ve konservasyon oranı değişkenlerine ait tahmin edilen katsayılar KVB ve TB modellerinde negatif ve anlamlıdır. Bu sonuçlar toplu olarak değerlendirildiğinde; karlılığı, riski ve konservasyon oranı yüksek olan şirketlerde borçlanma eğilimi daha düşüktür. Ancak hasar-prim oranı yüksek olan şirketlerde ise borçlanma eğilimi yüksektir.

5.10.5. Mülkiyet Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları

Mülkiyet alt örneklemine ilişkin tahmin sonuçlarına Tablo 20’de yer verilmiştir.

Tablo 20. Mülkiyet Yapısı Alt Örneklemine İlişkin Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Yerli Şirketler			Yabancı Şirketler		
	(KVB)	(UVB)	(TB)	(KVB)	(UVB)	(TB)
TA	0.0902 (0.142)	-0.0700*** (0.0165)	0.0115 (0.131)	-0.0617 (0.133)	0.0248 (0.0486)	-0.0446 (0.130)
PB	-0.000039 (0.00732)	-0.00112 (0.00103)	-0.00222 (0.0080)	-0.00121 (0.00615)	-0.00271 (0.00245)	-0.00586 (0.00616)
AK	-0.461*** (0.0700)	-0.00259 (0.0189)	-0.453*** (0.0722)	-0.576*** (0.113)	0.159*** (0.0303)	-0.413*** (0.0970)
Risk	-0.674*** (0.218)	-0.0169 (0.0217)	-0.729*** (0.222)	-0.378 (0.482)	0.0756 (0.108)	-0.370 (0.455)
LD	0.363 (0.231)	-0.0725** (0.0342)	0.232 (0.201)	0.610*** (0.0785)	-0.217* (0.121)	0.423*** (0.0746)
FG	-0.0418 (0.140)	0.0162 (0.0201)	-0.0352 (0.149)	-0.0850 (0.0574)	-0.00847 (0.0563)	-0.0900* (0.0477)
HPO	0.0837** (0.0319)	-0.00588 (0.00866)	0.0754** (0.0341)	0.0237 (0.0340)	0.0878*** (0.0174)	0.116*** (0.0306)
KO	-0.0807 (0.114)	0.0169 (0.0127)	-0.0994 (0.0976)	-0.0686 (0.0560)	0.0447*** (0.0160)	-0.0393 (0.0620)
Sabit	0.374* (0.191)	0.108*** (0.0307)	0.531*** (0.159)	0.112 (0.0895)	0.190 (0.115)	0.272*** (0.0670)
Hausman	129.21** *	296.45** *	126.13* **	52.62***	120.00***	44.33***
Wooldridge	165.102* **	14.094** *	89.191* **	76.227** *	498.652** *	64.618** *
Modified Wald	331.88** *	1229.76* **	295.29* **	2659.98* **	58921.60* **	1619.73* **
Pesaran CD	4.789***	10.961** *	7.688** *	4.789***	10.961***	11.534** *
Within R ²	0.2177	0.1060	0.1996	0.2614	0.0767	0.2645
F-istatistiği	26.55***	9.85***	19.82** *	35.70***	7.82***	43.40***
Gözlem	410	410	410	656	656	656
Şirket	10	10	10	16	16	16
Tahminci	DK-FE	FE	FE	FE	FE	FE

Notlar: Standard hatalar parantez içinde rapor edilmiştir. DK-FE, Sabit Etkiler regresyonu kullanan Driscoll-Kraay standard errors tahmin edicisidir. Regresyon modellerine çeyrek dönemlik kukla değişkenler ilave edilmiş ancak bu değişkenlere ilişkin katsayılar rapor edilmemiştir.. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Yerli şirketler alt örneklemeine ilişkin sonuçlar değerlendirildiğinde, bu şirketler için firma büyüklüğü ile UVB arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuç şirket büyüklüğü artan yerli sigorta şirketlerinin uzun vadede daha az borçlandıklarına işaret etmektedir. Yine yerli şirketlerde artan karlılık ve risk bu şirketlerin KVB’ında ve TB’ında azalmaya, bununla beraber artan hasar-prim oranı ise bu şirketlerin KVB’ında ve TB’ında artışa sebep olmaktadır. Son olarak likidite değişkeni yerli şirketler alt örnekleminde anlamlı bulunmuştur. Bu bulgu likidite düzeyi yüksek olan yerli şirketlerin uzun vadede daha az borçlanma eğiliminde olduklarını ortaya koymaktadır.

Tablo 20’de rapor edilen yabancı şirketler alt örnekleminde elde edilen tahmin sonuçlarına gelince, firma büyüklüğü, primlerdeki büyüme ve risk değişkenleri alternatif üç kaldıraç modelinde istatistiksel açıdan anlamsız bulunmuştur. Aktif karlılığı yüksek olan yabancı şirketler kısa vadede daha az borçlanmayı tercih ederken uzun vadede daha fazla borçlanmayı tercih etmektedir. Bu bulgunun aksine likiditesi yüksek olan yabancı şirketler kısa vadede daha çok borçlanmayı ancak uzun vadede daha az borçlanmayı tercih etmektedir. Yabancı sigorta şirketleri alt örnekleminde faaliyet giderleri sadece TB denkleminde zayıfta olsa anlamlı (%10) bulunmuştur. Bu bulgu artan faaliyet giderleri ile toplam kaldıracın ters yönde ilişkili olduklarına işaret etmektedir. Hasar prim oranına ait katsayıların UVB ve TB modellerinde negatif ve anlamlı olması hasar prim oranı yüksek olan yabancı şirketlerin uzun vadede daha az borçlanmayı seçtiğini ve toplam kaldıracın bu şirketler açısından daha düşük olduğunu göstermektedir. Son olarak yabancı şirketler örnekleminde konservasyon oranının UVB üzerindeki etkisi %1 önem seviyesinde pozitif ve anlamlı bulunmuştur. Bu bulgu konservasyon oranı daha yüksek yabancı sigorta şirketlerinin uzun vadede daha fazla borçlanma eğiliminde olduklarını göstermektedir.

Tablo 21. Sermaye Yapısı Teorileri Kapsamında Değişkenlerin Beklenen Etkileri

Beklenen Etkiler / Teoriler	TA	PB	AK	Risk	LD	FG	HPO	KO
Dengeleme Teorisi	+	-	+	-	+	-	+	+/-
Finansal Hiyerarşi Teorisi	-	+	-	+	-	+	-	+/-
Vekalet Teorisi	+	-	-	-	+			
İşaret Teorisi	+	+	+	-	+			

Not: Tablodaki ‘+’ sembolü ilgili sermaye yapısı teorisinin bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenler arasında pozitif yönlü ilişki beklediğini göstermektedir. ‘-’ sembolü ise bu ilişkinin negatif olduğunu öne sürmektedir. Tabloda yer alan boş hücreler ise sigorta sektörüne özgü değişkenler için teorilerde herhangi bir tespit yapılmadığını göstermektedir.

Tablo 22. Bütün Örneklem Bazında Analiz Sonuçları

Örnekler / Değişkenler	Ana Örneklem			Firma Büyüklüğü						Karlılık						Firma Riski						Mülkiyet Yapısı					
				Küçük			Büyük			Düşük			Yüksek			Az			Çok			Yerli			Yabancı		
	K	U	T	K	U	T	K	U	T	K	U	T	K	U	T	K	U	T	K	U	T	K	U	T	K	U	T
Firma Büyüklüğü												-	+		+								-				
Büyüme Fırsatı																											
Karlılık	-	+	-	-		-	-		-	-		-	-		-	-		-		-	-	-	-	-	+	-	
Şirket Riski	-		-	-		-			-		-							-		-	-	-					
Likidite	+	-	+	+	-		+		+	+			+		+	+		+				-		+	-	+	
Faaliyet Gideri															-												-
Hasar Prim	+	+	+				+		+	+		+					+	+		+	+		+		+	+	
Konservasyon		+										-					-	-		-					+		

Not: Tablodaki K sembolü Kısa Vadeli Borç / Toplam Aktifleri, U sembolü Uzun Vadeli Borç / Toplam Aktifleri ve T sembolü ise Toplam Borçlar / Toplam Aktifleri göstermektedir. ‘+’ işareti ise değişkenler arasında pozitif bir ilişki olduğunu, ‘-’ işareti ise değişkenler arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Kutucuklar içerisinde boşluklar ise değişkenler arasında herhangi bir ilişki tespit edilemediğini yansıtmaktadır.

Tablo 21 bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenleri hangi yönde etkilediğine ilişkin sermaye yapısı tahminlerini ele almaktadır. Tablo 22 ise analiz kapsamında elde edilen bulgulara göre hem ana örneklem sonuçlarına hem de dört adet alt örneklem sonuçlarına ilişkin bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi yansıtmaktadır. Ana örneklem ve alt örneklem sonuçlarının tek tek değerlendirilmesinin ardından, yukarıda yer alan her iki tablodan da faydalanılarak analiz kapsamında elde edilen bulguların, hangi sermaye yapısı teorisi ile uyumlu olduğu, literatürdeki çalışmalar ile kıyaslanarak açıklanmıştır.

Tablo 22’deki sonuçlar incelendiğinde firma büyüklüğü değişkeninin karlılık ve mülkiyet alt örneklemelerinde anlamlı sonuçlara sahip olduğu ifade edilebilir. Bu değişkene ilişkin, karlılık değişkeni irdelendiğinde ise düşük karlılık düzeyine sahip işletmelerin, firmaları büyüdükçe daha az dış borçlanmayı tercih ettikleri gözlemlenmektedir. Bu işletmelerin yüksek büyümenin ve karlılığın artışının orantısız olmasından ziyade, daha dengeli olmasını hedefledikleri söylenebilir. Ayrıca karlılık düzeyi yüksek sigorta şirketlerinin, kısa vadeli borç ve toplam borç değişkenlerinin yükseltme eğiliminde oldukları gözlemlenmiştir. Dolayısıyla yüksek karlılığa sahip olan sigorta şirketlerinin kısa vadede daha fazla borçlanmayı tercih ettikleri ifade edilebilir. Firma büyüklüğü arttıkça, iflas riskinin düşük azalması sebebiyle, bu şirketlerin kısa vadeli borçlanmakta sakınca görmedikleri söylenebilir. Bu durumun dengeleme teorisi, vekalet teorisi ve işaret teorisi uyumlu olduğu ifade edilebilir. Literatürde yapılan çalışmalar içerisinde Leyli Elitaş ve Doğan (2013), Topaloğlu (2018), Pratheepan ve Weerakoon Banda (2016), Arsov ve Naumoski (2016), Titman ve Wessels (1988), Dang and Ozkan (2001) bu sonucu desteklemektedir.

Yüksek karlılığa sahip sigorta şirketlerinin, firma büyüklüğü arttıkça kısa vadeli borçlara yönelmesi sonucu, finansal hiyerarşi teorisinin beklentisi ile uyuşmamaktadır. Rajan and Zingales (1995), Haron and Ibrahim (2012), Aydın (2019) gibi yazarlara ait

çalışmaların sonuçları ise finansal hiyerarşi teorisini destekleyici niteliğe sahiptir. Buna ek olarak mülkiyet alt örnekleme sonuçlarına göre yalnızca yerli sigorta şirketlerinin uzun vadeli borç kullanım oranları, bu şirketlerin karlılık seviyeleri artmasına karşın azalmaktadır. Bu durum sermaye yapısı teorilerinden finansal hiyerarşi teorisi ile örtüşmektedir. Dolayısıyla sektörde faaliyet gösteren yerli şirketlerin karlılık oranları arttıkça, uzun vadeli borç kullanmayı tercih etmedikleri ve öncelikle iç kaynaklara yöneldikleri söylenebilir. Firma büyüklüğü değişkeninin diğer alt örneklem çeşitlerinde herhangi anlamlı bir sonuca sahip olmadığı ifade edilebilir.

Büyüme fırsatı değişkeni için ise herhangi bir örnekleme anlamlı bir sonuç tespit edilememiştir. Bu değişkene ilişkin ulusal ve uluslararası literatürdeki çalışmalar irdelendiğinde Xuan Vinh Vo (2017), Pratheepan ve Weerakoon Banda (2016) çalışmalarında büyüme fırsatı ile kaldıraç arasında pozitif ilişki gözlemlemişlerdir. Bu durumun aksine Nejad ve Wasiuzzaman (2015), Nunes (2011), Deemsomsak (2004) iki değişken arasında negatif ilişki bulgulamışlardır. Arsov ve Naumoski (2016) ise iki değişken arasında herhangi bir ilişki tespit edememiştir.

Üçüncü bağımsız değişken olan karlılık değişkeninin ise genel olarak borçlanma davranışı ile negatif bir ilişki içerisinde olduğu ifade edilebilir. Gerçekten de hem ana örneklem hem de alt örneklemelerin tamamında, kimi istisnalar hariç sigorta şirketlerinin karlılıklarının artması durumunda, daha az dış borç kullandıkları sonucu ile karşılaşmaktadır. Burada dikkat çekilmesi gereken en önemli noktanın ise karlılığın, kısa vadeli borcu ve uzun vadeli borcu negatif etkiliyor olmasıdır. Bu durum sigorta şirketlerinin karlılık seviyelerinin artmasının, daha az dış borç kullanmalarına sebep olduğu şeklinde yorumlanabilir. Şirketlerin fon ihtiyaçlarını öncelikle özsermaye kullanımı gibi içsel kaynaklardan karşıladıkları ifade edilebilir. Ayrıca tanımlayıcı istatistik sonuçlarında da görüldüğü üzere hayat dışı sigorta şirketlerinin likiditesinin yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Sigorta şirketleri borçlanmak yerine, likit varlıkları ile borçlarını ve yeni yatırımlarını yönetmeyi tercih edebilirler. Bu durum finansal hiyerarşi teorisi ve vekalet teorisi ile benzer sonuçlar taşımaya karşın dengeleme teorisi ve işaret teorisi ile uyuşmamaktadır.

Sigorta şirketlerinin uzun vadeli borç kullanım tercihleri için ise iki istisna hariç, karlılık değişkeninin anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir. Bu istisnalardan ilkinin ana örneklem sonuçlarına yönelik olduğu söylenebilir. Ana örneklem bulgularına göre karlılık, uzun vadeli borç değişkenini olumlu yönde etkilemektedir. Diğer istisnai durum ise mülkiyet yapısına yönelik alt örneklemde mevcuttur. Bu örneklemdeki ilgili değişkenin, yabancı sermayeli sigorta şirketleri üzerinde uzun vadeli borç kullanım kararı üzerinde, pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmektedir. Yabancı sermayenin daha yoğun olduğu sigorta şirketleri, daha fazla kar elde ettikçe uzun vadeli borçlanmayı tercih edebilirler. Kar tahminin yükselmesi, şirketlerin yeni yatırımlar yapabilmelerine ve bu yatırımlar için de daha uzun vadeli borçlanmalarına imkan tanıyabilir. Bu şirketler hissedarlarına daha fazla kar payı ödemek yerine, borçlanmanın vergi avantajından faydalanmak isteyebilirler. Hem ana örneklem hem de mülkiyet yapısı alt örneğine ait pozitif sonuçların, sadece uzun vadeli borç kullanım oranı üzerinde pozitif yönlü etkili olduğu düşünüldüğünde; bu sonuçların finansal hiyerarşi teorisinin aksine, dengeleme teorisi ve işaret teorisine uygun düştüğüne değinilebilir.

Her iki alt örnekte uzun vadeli borç kullanımı ile karlılık arasında pozitif bir ilişki olmasına karşın, toplam borç oranının azaldığı gözlemlenmektedir. Bu durumun nedenleri arasında sigorta şirketlerinin karlılık düzeylerinin artmasına karşın, uzun vadeli borçlara nazaran daha fazla kısa vadeli borç kullanmaları yer alabilir.. Karlılık değişkeninin finansal kaldıraç ile arasında negatif ilişkisinin mevcut olduğunu gözlemleyen çalışmalar Öztürk ve Şahin (2013) (A), Sayılğan ve Uysal (2008), Delcours (2007), Piaw ve Jais (2014a) olarak sayılabilir. Abdioğlu ve Deniz (2015), Çağlayan ve Şak (2010), Begaskoro ve Aksan (2018), Naeem ve diğerleri (2012), D Amato (2019)'nun yapmış oldukları çalışmalar ise dengeleme teorisi ve işaret teorisine uygun sonuçlar taşımaktadırlar.

Sigorta şirketlerinin risklilik seviyeleri arttıkça birçok alt örnekte görüldüğü üzere daha az borçlanmayı tercih ettikleri görülmektedir. Ana örnekte de risk değişkeni ile borçluluk arasında hem kısa vadeli borç hem de uzun vadeli borç arasında negatif yönlü bir ilişki bulgulanmıştır. Alt örneklem ele alındığında ise küçük ölçekli şirketler, karlılık düzeyi düşük şirketler, firma riski yüksek şirketler ve yerli şirketlerin

risk seviyesinin artmasına bağlı olarak, borç kullanmaktan kaçındıkları söylenebilir. Bu duruma karşın büyük ölçekli şirketler, karlılık düzeyi yüksek şirketler, daha az riskli şirketler ve yabancı şirketlerin sonuçlarında ise anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bu durumunda nedenleri arasında küçük ölçekli ve yüksek riskli şirketlerin iflas riskinden kaçınma eğiliminde olmaları yer alabilir.

Küçük lekli işletmelerin banka ve diğer kredi kuruluşlarından avantajlı faizler ile fon temin edememeleri, bu işletmelerin borç yönetimi stratejileri üzerinde etkili olabilir. rn eşitlendirme imkanlarının da sınırlı olması gibi sebepler, bu işletmeleri iflas riski ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Bu yüzden de küçük ölçekli işletmelerin riskten kaçınmalarının ve risklilik durumlarının artması ile birlikte daha az borç kullanmaları beklenebilen bir durumdur. Düşük kara sahip şirketlerin ise risk almak istememeleri söz konusu olabilir. Kar seviyesi düşük olan şirketler sonraki dönemlerde zarar edebilme riski ile karşılaşabilirler. Dış borçlanmadan elde edilen fonların kullanılması ile sağlanan getiri, bu bora ödenen faiz giderinden düşük de olabilir. Böyle bir durum sigorta şirketlerinin finansal yapılarını sıkıntıya düşürebilir. Ayrıca yerli sigorta şirketlerinin muhtemel piyasa dalgalanmalarına karşı, kendilerini koruma altına almak istedikleri söylenebilir. Pekala bu durumun gerekçeleri arasında döviz kurlarındaki ani şoklar, enflasyon algısının ve beklentisinin yükselmesi gibi sebepler nedeniyle reel kar seviyesinin dşbileceği düşüncesi de yer alabilir.

Ayrıca çalışmada ele alınan sigorta şirketlerinin hayat dışı branşlarda faaliyet gösterdikleri dikkate alındığında, bu şirketlerin kısa vadeli borçlanmayı tercih etmelerinin tutarlı bir sonuç olduğu ifade edilebilir. Çünkü daha önce de bahsedildiği üzere hayat dışı sigorta branşlarında, poliçe süreleri genellikle bir yıllıktır ve hasar ödeme talepleri de bu süre içerisinde gerçekleşebilir. Bu değişkene ait sonuçların dengeleme teorisi hariç diğer sermaye yapısı teorileri ile uyumlu olduğu gözlemlenmektedir. Kaldıraç oranı ile firma riski arasında negatif ilişki bulan alışmalar Naeem ve diğerleri (2012), D Amato (2019), Psillaki and Daskalakis (2009), Işık ve Ersoy'a (2021)'e aittir. Leyli Elitaş ve Doğan (2013), Abdioğlu ve Deniz (2015) ise yapmış oldukları analizlerde her iki değişken arasında pozitif ilişkinin mevcudiyetini tespit etmişlerdir. Buna karşın Nejad ve

Wasiuzzaman (2015) ve Arsov ve Naumoski (2016) ise bu değişkenler arasında ilişki tespit etmemişlerdir.

Likidite değişkenine ilişkin bulgular değerlendirildiğinde ise ana örneklem ve diğer alt örneklem sonuçlarına göre bu bağımsız değişkenin kısa vadeli borçlanmayı ve toplam borçlanmayı olumlu yönde etkilediği söylenebilir. Sigorta şirketlerinin likiditesinin artması ile birlikte bu şirketlerin kısa vadede daha fazla borçlandıkları ifade edilebilir. Nihayetinde bu şirketler kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmekte zorluk çekmeyeceklerini düşünebilecekleri için, kullandıkları fonları rahat bir şekilde geri ödeyebilecekleri söylenebilir. Ayrıca sigorta şirketlerinin yatırım karları da likiditeyi yükseltici bir etkiye sahip olduğu için, likit olmanın avantajını kullanmak isteyen işletmeler, uzun vadeli borca daha fazla kredi faizi ödemek yerine, kısa vadede daha az yükümlülük altına girmek isteyebilirler. Özsermaye kullanımına daha az ihtiyaç duyulması da beraberinde hissedarların daha yüksek kar dağıtımı beklentilerinin önüne geçebilir. Dolayısıyla likiditenin artması sigorta şirketlerinin içsel kaynaklardan önce, kısa vadeli dış borçlanmaya yönelmelerine imkan tanıyabilir. Dış borçlanmanın vergi kalkışı etkisi de bu duruma sebebiyet verebilir. Nihayetinde şirketler, kısa vadeli borç için ödedikleri faiz giderlerini, vergi önce kar ya da zarardan düşebilmekte ve bu durumda işletmelerin karlılığın artmasına olanak sunabilir. Bu sonuçlar finansal hiyerarşi teorisi hariç dengeleme teorisi, vekalet teorisi ve işaret teorisi ile paralellik taşımaktadır.

Ayrıca likiditenin artmasına paralel olarak, dış borçlanmayı arttırma yöneliminin bazı örneklerde negatif ilişkili olduğu da gözlemlenmiştir. Ana örneklem, firma büyüklüğü alt örneklemde küçük ölçekli sigorta şirketleri ve mülkiyet yapısı alt örneklemde yabancı sermayeli sigorta şirketlerinin, likidite oranlarının artmasına karşın uzun vadeli borçlanmayı azaltmayı amaçladıkları gözlemlenmektedir. Bu neticelerin yalnızca dengeleme teorisi ile örtüştüğü söylenebilir. Ulusal ve uluslararası literatürdeki çalışmalar arasında Xuan Vinh Vo (2017), Alipour ve diğerleri (2015) ile D'Amato (2020) likidite değişkeni ile kaldıraç oranları arasında pozitif ilişki olabileceğini tespit etmişlerdir. Bu durumun aksine Nunes (2011), Işık ve Ersoy'a (2021), D Amato (2019) ise bu değişkenler arasında negatif bir ilişkinin olduğunu gözlemlemişlerdir.

Faaliyet giderleri oranının ise karlılık alt örnekleminin yüksek karlı sigorta şirketleri ve mülkiyet alt örnekleminin yabancı sermayeli sigorta şirketleri haricinde bir anlama ya da öneme sahip olmadığı görülmektedir. Buna karşın bu oranın anlamlı olduğu durumlar için negatif bir sonuca sahip olduğu söylenebilir. Bir başka deyişle bu sigorta şirketlerinin faaliyet giderleri arttıkça, borçlanmayı azalttıkları tespit edilmiştir. Faaliyet giderlerinin artması, işletmelerin toplam yükümlülüklerinin artmasına ve karlılıklarının azalmasına sebep olabilecektir. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini destekleyici özelliğe sahipken; dengeleme teorisi ile aynı sonucu işaret etmemektedir.

Diğer bir bağımsız değişken olan hasar / prim oranı ise ana örnekleme bütün kaldıraç oranlarını pozitif yönde etkilemektedir. Yani hasar / prim oranı arttıkça sigorta şirketleri daha fazla borçlanma yoluna gitmektedirler. Sigorta şirketlerinin en önemli gider kaleminin hasar ya da tazminat ödemeleri, gelir kaleminin ise prim üretimi olduğu söylenebilir. Gelirlerin giderleri karşılamaması durumunda sigorta şirketlerinin, sigortalılara karşı yükümlülüklerini karşılayamama riski ile karşılaşabilecekleri ifade edilebilir. Bu durumun önüne geçebilmek için de sigorta şirketleri dış borçlanmaya karar verebilirler. Bu noktada dikkat çekilmesi gereken önemli noktalardan birisinin ise sigorta şirketlerinin yalnızca kısa vadeli borçları değil, aynı zamanda uzun vadeli borçları da arttırma eğiliminde olmalarıdır. Çünkü sigorta şirketleri kullandıkları fonları kısa vadede geri ödeyemeyeceklerini düşünebilirler. Bu yüzden de uzun vadeli krediler ile likidite açığını kapatmak isteyebilirler. Bu durum sigorta işletmelerinin borç yönetim stratejisi olarak kabul edilse bile, kısa ve uzun vadede finansal yapı ve karlılık adına uyarı niteliği taşıyabilir.

Hasar / Prim oranının, işletmelerin borçlanma davranışları üzerindeki etkileri alt örneklem bazında incelendiğinde ise firma büyüklüğü alt örnekleminde küçük ölçekli sigorta şirketleri için herhangi bir önem seviyesinde bir sonuç bulunamadığı söylenebilir. Bun karşılık büyük ölçekli sigorta şirketlerinin kısa vadeli borçlarını ve toplam borçlarını arttırdıkları görülmektedir. Firma büyüklüğü arttıkça şirketler hasar ödemelerinin yükselmesine karşın daha fazla borçlanmaktadırlar. Düşük düzeyde kara sahip sigorta şirketlerin de hasar / prim oranının artmasına karşılık dış borç kullanım oranlarını arttırarak, sigortalılara karşı yükümlüklerini yerine getirmeye çalıştıkları

gözlemlenmiştir.. Firma riski alt örnekleme göre de hasar oranı arttıkça, sigorta şirketlerinin hem az risk seviyesine sahip hem de çok risk seviyesine sahip olanları daha fazla borçlanmayı tercih etmektedirler. Keza bu durum hem yerli hem de yabancı sigorta şirketleri alt örnekleminde de benzeri sonuçlar ortaya çıkarmıştır. Bu bulgular dengeleme teorisini destekler iken finansal hiyerarşi teorisi ile ters düşmektedir. Bir başka ifadeyle sigorta şirketleri hasar / prim ödemelerinin artmasına karşın öncelikle dış borçlanmayı tercih etmektedirler.

Analizde kullanılan son bağımsız değişken ise konservasyon oranıdır. Bu oran ana örneklem, karlılık, firma riski ve mülkiyet yapısı alt örneklemelerinde anlamlı sonuçlara sahiptir. Ana örneklem bulguları incelendiğinde hayat dışı sigorta şirketlerinin yalnızca uzun vadeli borç kullanımı ile konservasyon oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu gözlemlenmektedir. Ayrıca bu durum mülkiyet alt örnekleminde yer alan yabancı sermayeli sigorta şirketlerinin uzun vadeli borçlanmalarını da pozitif yönde etkilemektedir. Bu noktadan hareketle sigorta şirketlerinin reasüröre devrettikleri prim miktarı azaldıkça, daha fazla uzun vadeli borçlanmaya tercih ettikleri ifade edilebilir.

Konservasyon oranının artması sigorta şirketlerinin üstünde daha fazla prim tutarak, sedan şirkete daha az prim aktarması anlamına gelmektedir. Konservasyon oranı ile borçlanma davranışı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin tespit edilmesinin gerekçeleri arasında, sigorta şirketlerinin üstlerinde tutmuş oldukları prim tutarının artmasına paralel olarak, karşılaşılabilecek risklerin yükselmesi (Reasürör poliçe kapsamındaki riskleri önemli bulduğu için reasürans anlaşması yapmayı istememiş olabilir) ve ortaya çıkabilecek hasar talepleri yüzünden de sigorta şirketlerinin daha fazla borçlanma ihtiyacı hissetmeleri yer alabilir.

Örneklem sonuçları incelendiğinde ise düşük karlılık düzeyine sahip sigorta şirketlerinin ve hem az riskli hem de çok riskli sigorta şirketlerinin konservasyon oranının artmasına karşılık, daha fazla borçlanma eğiliminde oldukları tespit edilmiştir. Karlılık düzeyi düşük olan sigorta şirketleri, poliçeler kapsamında teminat verilen risklerin meydana gelme ihtimalini düşük görebilirler. Bu ihtimale karşı da konservasyon oranını arttırabilir. Bazı örneklem sonuçları ise konservasyon oranı ile borçlanma arasında negatif bir ilişkinin söz konusu olabileceğini ortaya koymaktadır. Bu duruma firma riski

alt örnekleme için ise hem az riskli hem de çok riskli sigorta işletmelerinin, üstlerinde taşıdıkları prim miktarının artmasına karşın, daha az borçlanmayı tercih etmeleri örnek olarak verilebilir. Bu şirketler risklilik ölçüsünden bağımsız olarak daha az riskli poliçelere teminat verip, reasürans paylarını azaltarak, karlılıklarını arttırmayı tercih edebilirler. Hatta kimi poliçelerde hasar oranının düşük olması sebebiyle de daha az borçlanmayı isteyebilirler.



SONUÇ

Risk, zarara uğrama ihtimali olarak tanımlanabilir. Risk meydana geldiğinde ise uğranılan kayıpların telafisi her zaman mümkün olmayabilir. Bu durum çalışma hayatı boyunca biriktirdiği para ile bir ev ya da araba satın almış bir bireyin, bu malvarlıklarının yanması, depremde yıkılması veya çalınması söz konusu olduğunda, aynı değerleri yeniden yerine koyabilecek ekonomik gücü olmaması ile örneklendirilebilir. Bir diğer örnekte ise tekstil fabrikasının tamamen yanarak, kullanılamaz hale gelmesi durumunda, bu işletmenin sahibi üretim yapamayabilir ve fabrikasını belki bir daha inşa edemeyebilir. İşte bu gibi büyük yıkımları ortaya çıkartabilen risklerin etkisinden korunabilmenin yöntemleri arasında bir risk yönetim aracı olarak sigortacılık faaliyetleri karşımıza çıkmaktadır. Sigortacılık belirli bir prim karşılığında sigortalıların, sigorta şirketlerinden teminat satın alması olarak tanımlanabilir. Sigortalılar bu sayede maruz kalabilecekleri risklerin yıkıcı etkilerine karşı kendilerini güvence altına almayı hedeflemektedirler. Sigorta şirketleri de sigortalılardan topladıkları primleri yatırımlara yönlendirerek; sigortacılık faaliyetlerinden elde ettikleri teknik karın yanı sıra yatırım karı da elde etmeyi amaçlamaktadırlar.

Sigortacılık faaliyetlerinin fon oluşturma kapasitesine sahip olması, tasarrufa fırsat vermesi, fon ihtiyaç sahiplerinin daha kolay krediye ulaşabilmesine imkan tanınması, milli gelirin artmasına destek sağlaması, emek ve sermayenin korunmasına aracılık etmesi, devletin yükünü hafifletmesi, istihdam oluşturmaları gibi birçok ekonomik işlevinin olduğu ifade edilebilir. Bu açıdan bakıldığında sigorta şirketlerinin ülke ekonomileri için önemli bir fonksiyona sahip olduğu söylenebilir. Ayrıca, dünyadaki ve ülkemizdeki finans sektörünün de bileşeni olma özelliği taşımaktadır. Sigorta sektörüne atfedilen bu değer, sektörde faaliyet gösteren şirketlerin ekonomik yapısını yakından ilgilendirdiği söylenmektedir. Sigorta şirketlerinin finansal ve mali yapısının kırılgan ya da zayıf olması sigortalılara karşı sorumluluklarını yerine getirmesi noktasında soru işaretleri ortaya çıkartabilir. Yükümlülüklerini beklenildiği ölçüde ifa edemeyen sigorta şirketlerinin hem imajı zedelenebilir hem de işletme değeri düşebilir. İlerleyen süreçte de iflasa varan sonuçlar ortaya çıkabilir. Bu sonuçlar aynı zamanda sigortacılık sektörünün sahip olduğu itibara zarar verebilir ve ekonomik işlevlerini yerine getirmesini

engelleyebilir. Güçlü bir ekonomik yapıyı oluşturan etmenlerden birisinin, işletmelerin sermaye yapısı olduğu ifade edilebilir.

Bir işletmenin sermaye yapısının yabancı kaynaklar ve özsermayeden oluştuğu söylenebilir. Yükümlülükler, kısa vadeli yükümlülükler ve uzun vadeli yükümlülükler olmak üzere iki kalemden oluşmaktadır. Bu iki değişken ile özsermayenin toplamı işletme bilançosundaki pasifleri meydana getirmektedir. Yükümlülükler ve özsermaye değişkenlerinin birbirleriyle ilişkisi ise işletmelerin sermaye yapısının konusunu oluşturmaktadır. İşletmelerin fon ihtiyacı duymaları halinde, bu ihtiyaçları yabancı kaynak kullanarak ya da özsermaye kullanarak karşılaması sermaye yapısı teorilerinin temel sorunsalını oluşturmaktadır. Her iki durumun da bazı avantajları olduğu gibi, bazı dezavantajları da olabilmektedir. Örneğin işletmeler dış borç kullanmak için kredi çekebilmektedirler. Kredi tutarına ek olarak, kredi veren kuruluşa faiz ödemesi yapılmaktadır.

Faiz ödemeleri vergi öncesi kar ya da zarardan mahsup edilerek, net karı atırcı bir özelliğe haizdir. Buna karşılık, işletmelerin faiz ödemelerinin, kullanılan kredi sayesinde elde edilen getiriden yüksek olması durumunda işletmeler zarar edebilirler. Ayrıca kaynak kullanımı işletme sermayedarlarının kar dağıtım beklentileri üzerinde etkili olabilirler. İşte bu gibi sorunları incelemek ve optimum sermaye yapısı bileşenlerini tespit edebilmek amacıyla geliştirilen sermaye yapısı teorileri, klasik sermaye yapısı teorileri ve modern sermaye yapısı teorileri olmak üzere iki alt başlık halinde incelenmektedir.

İşletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörler ise içsel faktörler ve de dışsal faktörler olmak üzere iki farklı sınıfta irdelenmektedir. Literatürdeki bir diğer sınıflandırma ise, mikro faktörler ve makro faktörler şeklindedir. İşletme büyüklüğü, vergi kalkanı etkisi, büyüme fırsatları, iflas maliyetleri, firma riski, karlılık, ortaklık yapısı, likidite gibi değişkenler içsel faktörlere örnek teşkil etmektedir. Buna karşılık, sermaye yapısını etkileyen dışsal faktörler ise yasal mevzuat, GSMH, GSYİH, sektörel özellikler, enflasyon, faiz oranları, döviz kuru, vergiler, borç verecek kişilerin beklentileri olarak sayılabilir.

Sigorta sektörünün ülke ekonomileri ve finans sektörü için önemine değindikten ve sermaye yapısının özelliklerinden bahsettikten sonra sigorta şirketlerinin sermaye yapısının araştırılmaya değer bir konu olduğu söylenebilir. Bu kapsamda çalışmanın konusunun Türk sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen faktörler oluşturmaktadır. Çalışmadaki ilk kısıtlamanın hayat dışı sigorta branşları ve hayat sigortası branşları ayrımı içerisinde hayat dışı sigortası dallarında faaliyet gösteren sigorta şirketlerini konu almasıdır. Güncel sigortacılık mevzuatına göre Türk sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren sigorta şirketleri, hayat sigortaları ve hayat dışı sigortaları sınıflandırmasından yalnızca birisinde sigorta sözleşmesi akdetme hakkına sahiptirler. Hayat dışı sigorta branşlarının bütün sektör içerisindeki payının yaklaşık %85 olduğu görülmektedir. Çalışmanın veri seti çeyreklik dönemler halinde 2009-2020 yılları arasını kapsamaktadır. Kullanılan analiz yöntemi panel veri analiz yöntemidir. Sigorta şirketlerinin sermaye yapısını temsilen bağımlı değişken olarak kaldıraç oranları kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise, işletme büyüklüğü, büyüme fırsatı, karlılık, işletme riski, faaliyet giderleri oranı, hasar / prim oranı ve konservasyon oranıdır.

Literatürde işletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörler üzerinde birçok çalışma bulunmaktadır. Buna karşılık, sigorta şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen faktörler üzerine ise, sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu araştırma hem çeyreklik veri setine sahip olması hem de 2009-2020 dönemini kapsadığı için literatürdeki birçok çalışmadan daha geniş bir zaman aralığına sahiptir. Ayrıca sermaye yapısını etkileyen değişkenlerin sigortacılık sektörüne özgü faktörlerini değerlendirmesi bakımında özgün bir çalışma olduğu söylenebilir. Ayrıca, literatürdeki çalışmaların genellikle ana örneklemin değerlendirilmesinden ibaret olduğu gözlemlenmiştir. Bu duruma karşılık, bu çalışmada ana örneklemin yanı sıra sigorta şirketlerinin sermaye yapısı kararları alt örneklem şeklinde de incelenmiştir. Bu alt örneklem şirket büyüklüğü alt örneklemini, karlılık alt örneklemini, risklilik alt örneklemini ve mülkiyet alt örneklemini şeklinde çalışmaya dahil edilmiştir. Her bir alt örneklemin sonuçlarının, sigorta şirketleri açısından dikkat çekici sonuçlar ortaya çıkardığı söylenebilir. Bu bilgiler ışığında analiz sonucunda elde edilen bulgular her bir örneklem için aşağıdaki gibi değerlendirilmiştir.

Ana örneklem sonuçları incelendiğinde karlılık, şirket riski, likidite, hasar prim oranı ve konservasyon oranı değişkenlerinin, kaldıraç oranını anlamlı bir şekilde etkilediği görülmektedir. Buna karşılık, firma büyüklüğü, büyüme fırsatı ve faaliyet giderleri değişkenlerinin, ana örneklem kapsamında sermaye yapısını anlamlı bir şekilde etkilemediği görülmüştür. Sigorta şirketlerinin karlılıkları arttıkça, bu şirketlerin kısa vadeli borç kullanımını azalttıkları gözlemlenmiştir. Diğer taraftan, karlılık değişkeni ile uzun vadeli borç kullanım oranının pozitif yönlü bir ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Bu durumun gerekçeleri arasında sigorta şirketlerinin karlılık seviyeleri yükseldikçe, daha fazla uzun vadeli yabancı kaynak kullanmayı tercih etmeleri yer almaktadır. Kısa vadeli borçlarını, likit olmaları sayesinde de karşılayabilirler. Bu sonucun finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu olduğu görülmektedir.

Karlılık ile uzun vadeli borç kullanımı arasındaki pozitif yönlü ilişki ise sigorta şirketlerinin uzun vadeli fon ihtiyaçlarını dış kaynaklardan temin etmeleri tercihi ile açıklanabilir. Hayat dışı sigorta şirketlerinin likiditesinin yüksek olması ve bu işletmelerin düzenledikleri poliçelerin genellikle bir yıl süreli olması ve hasarların da kısa vade içerisinde meydana gelip ödenmesi bu işletmeleri likit olmaya teşvik etmektedir. Uzun vadeli fon ihtiyaçları için ise, özsermaye kullanmaları dengeleme teorisi ile benzer özellikler taşımaktadır. Toplam borç kullanımının ise, karlılık ile ters yönlü işarete sahip olduğu görülmektedir. Yukarıda değinildiği üzere UVB ile karlılık arasında pozitif ilişki, KVB ile karlılık arasında negatif ilişki tespit edilmişti. Bu sonuç UVB ile KVB toplamından oluşan TB ile karlılık arasındaki negatif ilişkinin KVB nedeniyle oluştuğuna işaret etmektedir. Bu durum işletmelerin kısa vadeli borcu daha fazla kullandıkları şeklinde açıklanabilir. Sigorta şirketlerinin risk seviyelerinin yükselmesi ile birlikte daha az kısa vadeli borç kullandıkları gözlemlenmiştir.

Riskin yükselmesi iflas riski ve vekalet savaşları gibi kimi sorunları beraberinde getirebilir. İşte bu durumlardan kaçınabilmek adına, risk seviyesine bağlı olarak işletmelerin daha az dış kaynak kullandıkları tahmin edilebilir. Bu bulgunun dengeleme teorisinin öngörüsüyle tutarlı olduğu söylenebilir. Bir diğer değişken olan likiditenin artması, sigorta şirketlerinin kısa vadeli borç kullanım kararlarına pozitif yönde etki

etmektedir. Buna karşılık, sigorta şirketlerinin daha fazla likit olması, uzun vadeli borç kullanımını azaltıcı bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Bu şirketler kısa vadede likiditesine güvenerek borç seviyesini arttırabilirler. Bu durumun aksine hayat dışı sigorta şirketleri kısa vadeli ödemeler yapabilme riskine karşılık, uzun vadede borçlanmayı azaltmayı tercih edebilirler. Likidite seviyesinin yükselmesi ile birlikte kısa vadeli borç kullanımının arttırılması, dengeleme teorisini desteklerken; uzun vadeli borç kullanımının azaltılması finansal hiyerarşi teorisi ile uyum içerisindedir. Hasar / Prim oranının artması sonucunda sigorta şirketleri hem kısa vadeli borçlarını hem de uzun vadeli borçlarını yükseltebilirler. Hasar / Prim oranının artması işletmelerin karlılıklarını düşürebileceği gibi, likiditesini de olumsuz etkileyebilir. Böyle bir durumda, sigortalılara karşı yükümlülüklerini yerine getirmek isteyen sigorta şirketleri, dış borç kullanmayı tercih etmektedirler.

Firma büyüklüğü alt örnekleminde sigorta işletmeleri küçük ölçekli firmalar ve büyük ölçekli firmalar olarak iki farklı başlıkta incelenmiştir. Sermaye yapısını etkilediği düşünülen değişkenlerden karlılık, şirket riski, likidite oranı ve hasar / prim oranının anlamlı sonuçlara sahip olduğu gözlemlenmiştir. Hem küçük ölçekli işletmelerin hem de büyük ölçekli işletmelerin karlılık düzeyleri arttıkça, bu şirketlerin kısa vadeli borç ve uzun vadeli borç kullanım oranını azalttıkları görülmektedir. Bu noktadan hareketle şirket büyüklüğü faktörünün, karlılık seviyesi ile borçlanma kararları arasında bir farklılık oluşturmadığı söylenebilir. Bulguların finansal hiyerarşi teorisi ile tutarlı olduğu ifade edilebilir. Bu alt örnekleme ilişkin risk faktörü ele alındığında ise öncelikle, küçük ölçekli işletmelerin risklilik seviyeleri arttıkça daha az borçlanmayı tercih ettikleri gözlemlenmiştir. Bu işletmelerin yükselen risk algısı karşında daha tedbirli davranmaya çalıştıkları ifade edilebilir.

Dış borçlanma sayesinde elde edilen fonların geri ödenmesinde yaşanabilecek aksaklıklar ve zorluklar, iflas riski gibi birçok maliyeti beraberinde getirebilir. Dolayısıyla küçük ölçekli işletmelerin risklilik durumlarına bağlı olarak, daha az borçlanmayı tercih etmeleri beklenen bir durumdur. Bu sonuçların ise dengeleme teorisini destekleyici niteliğe sahip olduğu söylenebilir. Risk değişkeninin büyük ölçekli işletmelerin sermaye yapısı kararları üzerinde ise anlamlı bir etkiye sahip olmadığı ifade

edilebilir. Gerek küçük ölçekli gerekse büyük ölçekli hayat dışı sigorta şirketlerinin likiditesinin artmasına bağlı olarak, dış kaynak kullanımını arttırdıkları tespit edilmiştir. Bu sonuç ana örnekleme de görüldüğü üzere dengeleme teorisi ile uyum sağlamaktadır. Hasar / Prim oranı değişkeni incelendiğinde ise, bu değişkenin küçük ölçekli sigorta şirketleri kapsamında herhangi bir anlamlı etkiye sahip olmadığı, buna karşılık büyük ölçekli sigorta şirketlerinin hasar / prim oranı arttıkça daha fazla borçlanma ihtiyacı duydukları söylenebilir. Bu durumun nedenleri arasında büyük ölçekli sigorta şirketlerinin daha fazla sayıda sigorta poliçesine sahip olmaları ve bu durumun da sigortalılara daha fazla teminat verilerek, yüksek seviyede tazminat ödemesi ile karşılaşmaları yer alabilir.

Analiz kapsamında geliştirilen bir diğer alt örneklem ise, karlılık alt örneklemdir. Bu alt örneklem, sigorta şirketlerinin düşük seviyeli karlılığa sahip işletmeler ve yüksek seviyeli karlılığa sahip işletmeler olmak üzere iki gruba ayrılması ile oluşturulmuştur. Bu alt örnekleme işletmelerin kaldıraç oranını anlamlı bir şekilde etkileyen değişkenler firma büyüklüğü, karlılık, şirket riski, likidite, hasar / prim oranı ve konservasyon oranı olarak sayılabilir.

Şirket büyüklüğü değişkeni incelendiğinde düşük karlı şirketlerin firma büyüklüğü arttıkça, uzun vadede daha az borçlanmayı tercih ettikleri gözlemlenmiştir. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisi ile uyum içerisindedir. İşletmeler yabancı kaynak kullanımından ziyade, içsel kaynaklardan borçlanmayı amaçlayabilirler. Bu işletmelerin yüksek büyümenin ve karlılığın artış miktarının orantısız olmasından ziyade, daha dengeli gerçekleşmesini hedefledikleri söylenebilir. Bu duruma karşılık olarak, karı yüksek olan şirketlerin büyüdükçe hem kısa vadede hem de uzun vadede daha fazla borçlandıkları tespit edilmiştir. İşletmelerin bu kararları ise, dengeleme teorisi ile tutarlıdır. Ayrıca, karlı şirketlerin büyüklüklerinin artması ile birlikte bu şirketlerin daha fazla borçlanma eğiliminde olmaları beklenebilir. Şirketler daha fazla büyümek için borçlanmayı tercih edebilir ve karlılık seviyeleri arttıkça bu istahları da olumlu yönde etkilenebilir. Bu duruma karşılık, düşük karlı şirketler ise daha az risk almak adına dış kaynak kullanımını azaltma yoluna gitmeyi tercih edebilirler. Bu duruma ek olarak her iki ölçek bakımından sigorta şirketlerinin karlılık düzeyleri ile borçlanma eğilimleri arasında negatif yönlü bir ilişkinin mevcudiyetinden bahsedilebilir. Bu durum daha önce

yorumlanan hem firma büyüklüğü alt örnekleme hem de ana örnekleme destekler niteliktedir.

Düşük düzeyde karlılığa sahip sigorta şirketlerinin hem kısa vadeli borçlar hem de toplam borçlar bakımından firma riskine bağlı olarak daha az borçlanmayı tercih ettikleri söylenebilir. Bu sonuç dengeleme teorisi ile benzer sonuçları göstermektedir. Risk değişkeninin, yüksek düzeyde karlılığa sahip sigorta şirketleri üzerinde ise, anlamlı bir etkisinin olmadığı söylenebilir. Her iki karlılık ölçeği bakımından sigorta şirketlerinin likiditesinin artması durumunda, bu şirketlerin kısa vadede daha fazla borçlandıkları ifade edilebilir. Hasar / Prim oranı ise yalnızca düşük düzeyde karlı sigorta şirketlerin kısa vadeli borçları ve uzun vadeli borçları üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Karlılığı düşük olan sigorta şirketlerin prim miktarları hasar ödemelerini karşılamaya yetmediği ölçüde borçlanmayı tercih etmeleri beklenebilir. Çalışma kapsamında ele alınan sigorta şirketlerinin hayat dışı sigorta şirketleri olması da bu durumu destekleyici özelliğe sahiptir.

Üçüncü alt örneklem ise, işletme ya da firma riski alt örneklemdir. Bu alt örneklemin hazırlanması aşamasında işletmeler az riskli ve çok riskli olmak üzere iki gruba ayrılmışlardır. Firma büyüklüğü, büyüme fırsatı ve faaliyet giderleri değişkenleri bu alt örneklem düzeyinde herhangi bir anlamlı öneme sahip değillerdir. Bu duruma karşılık, daha önceki örneklerde olduğu üzere aktif karlılığın artması ile birlikte hem az riskli hem de çok riskli sigorta şirketleri daha az borçlanmayı tercih etmektedirler. Bu durum finansal hiyerarşi teorisinin varsayımlarını doğrular niteliktedir. Analiz sonucunda dikkat çeken bir diğer değişken olan risk değişkeni incelendiğinde; az riskli sigorta şirketlerinin risklilik seviyelerinin yükselmesinin, bu şirketlerin borçlanma kararları üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığı söylenebilir. Bu durumun aksine, çok riskli şirketlerin daha az borçlanmasıdır. Ayrıca, bu sonuç dengeleme teorisi ile uyum içerisindedir. Hasar/ Prim oranının artması durumunda hem az riskli hem de çok riskli şirketler daha fazla borçlanmaktadırlar. Konservasyon oranının artması ise, her iki şirket örnekleminin daha az borçlanması sonucunu doğurabilir. Bunun nedenleri arasında şirketlerin üzerinde daha fazla prim kaldıkça hem risklerinin artması hem de kasalarındaki nakit miktarının yükseliyor olması yer alabilir.

Analiz kapsamında ele alınan son alt örneklem ise mülkiyet yapısı alt örneklemidir. Sigorta şirketlerinin sermaye yapısı eğer %50'nin üzerinde yabancı yatırımcılardan oluşuyorsa, bu şirketler yabancı sermayeli şirket kapsamında değerlendirilmiştir. Aksi halde, bu şirketler yerli şirketler olarak sınıflandırmaya dahil edilmişlerdir. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisi ele alındığında ise, yalnızca büyüme fırsatının kaldıraç oranları üzerinde anlamlı bir öneme sahip olmadığı gözlemlenmiştir. Yerli şirketlerin firma büyüklüğü arttıkça daha az uzun vadeli borç kullandıkları görülmektedir. Dolayısıyla, yerli şirketlerin finansal hiyerarşi teorisi öngörülerini doğrultusunda hareket ettikleri söylenebilir. Hem yerli sigorta şirketlerinin hem de yabancı sigorta şirketlerinin aktif karlılıkları arttıkça tüm örneklemelerde olduğu üzere borçlanma eğilimleri kısa vadede azalmaktadır. Sadece yabancı şirketlerin aktif karlılıkları arttıkça, bu şirketler uzun vadeli borçlanmayı tercih etmektedirler. Yerli şirketlerin ise, risklilik seviyeleri yükseldikçe uzun vadede daha az dış borç kullandıkları söylenebilir.

Risk değişkeninin mülkiyet örneklemini kapsamında diğer değişkenlerle anlamlı bir öneme sahip olmadığı ifade edilebilir. Likiditenin artması hem yerli şirketlerin hem de yabancı şirketlerin uzun vadeli borçlanmasını azaltıcı bir etkiye sahiptir. Bu duruma karşılık, yabancı sigorta işletmelerinin kısa vadeli ve uzun vadeli borçlanma kararları, likiditenin artmasına bağlı olarak şekillenmektedir. Bu işletmeler daha fazla yabancı kaynak kullanımına yönelebilirler. Hasar / Prim oranı arttıkça hem yerli sigorta şirketleri hem de yabancı sigorta şirketleri daha fazla borçlanmayı tercih etmektedirler. Faaliyet giderleri ve konservasyon oranı yalnızca yabancı sigorta şirketleri açısından anlamlı bir öneme olduğu görülmüştür. Faaliyet giderleri arttıkça yabancı sigorta şirketleri daha az borçlanmayı hedeflerken, bu şirketlerin konservasyon oranı arttıkça uzun vadede daha fazla borçlanmayı tercih ettiklerinden bahsedilebilir.

Ana örneklem ve bütün alt örneklem birliktede değerlendirildiğinde karlılık, işletme riski, likidite ve hasar / prim oranı değişkenlerinin sigorta şirketlerinin sermaye yapısı kararları üzerinde önemli ölçüde etkili olduğu gözlemlenmiştir. Bazı alt örneklemelerde ise, firma büyüklüğü ve konservasyon oranının da anlamlı değerlere sahip olduğu gözlemlenmiştir. Genel olarak, sigorta şirketlerinin karlılık seviyelerinin

artmasının, yabancı kaynak kullanımını azalttığı tespit edilmiştir. Sigorta şirketlerinin risklilik seviyelerinin yükselmesine bağlı olarak, daha az dış borç kullandıkları yorumu yapılabilir. Ayrıca, hayat dışı sigorta şirketlerinin likiditesinin yüksek olması da dikkate alındığında, likidite ile kaldıraç oranı arasında çoğunlukla pozitif yönlü bir ilişki elde edilmiştir. Analiz bulgularına göre Hasar / Prim oranının yükselmesi ise, sigorta işletmelerinin daha fazla dış borca yönelmelerine neden olabilmektedir.

Çalışma kapsamında ele alınan Solvency kavramı sermaye yeterlilik oranı olarak ifade edilmişti. Bu kavram çalışma kapsamında incelenen öncelikli konu olmamasına karşın işletmelerin sermaye yapısı kararları üzerinde önem arz etmektedir. Ayrıca Solvency işletmelerin özsermaye kullanım tercihleri üzerinde de etkili olabilir. Bu sebepten ötürü Solvency konusuna çalışma kapsamında değinilmiştir. Solvency ile işletmelerin sermaye yapısı kararları arasındaki ilişki şu şekilde incelenebilir: İşletmeler dış borç kullanarak, faiz ödemelerine karşılık vergi avantajı elde etmek istemeyebilirler. Bu duruma karşılık olarak hissedarların kar dağıtım beklentilerini karşılamaları beklenmektedir. Aksi halde, işletme içerisinde vekalet sorunları ortaya çıkabilir. Yabancı kaynak kullanımının arttırılması, işletmenin özsermayelerine daha az ihtiyaç duyması anlamına gelecektir. Bu durum mevzuatta belirtilen ve zorunlu tutulan özsermaye yeterlilik oranlarının karşılanmasına imkan tanıyabilir. İşletmelerin içsel kaynaklara yönelmesi ise, daha fazla özsermaye kullanmalarına ve özsermaye maliyetlerinin artmasına sebebiyet verebilir. Ayrıca, bu noktada yasal sermaye yeterlilik oranından uzaklaşılabilmesi de söz konusu olabilir. İç ve dış borçlanma kararlarının alınmasında maliyet hesabı ile birlikte özsermaye yeterlilik oranının karşılanması adına işletme yöneticilerinin stratejik kararlar almaları beklenir. Ayrıca, işletme yöneticilerinin sermaye yapısını etkileyen faktörleri de göz ardı etmemesi sağlıklı kararlar alabilmeleri adına önem taşımaktadır.

Çalışmadan elde edilen sonuçların sigorta şirketlerinin yöneticilerinin, sermaye yapısı kararlarına ilişkin stratejiler geliştirmelerine yardımcı olacak nitelikte sonuçlar olduğu düşünülmektedir. Bu kararların sigorta şirketlerinin finansal ve mali yapısını yakından ilgilendirdiği düşünüldüğünde, işletme yöneticilerinin sadece ana örneklem sonuçları üzerinden değil, alt örneklemdeki farklılıkları da dikkate almaları

önerilmektedir. Ayrıca bu çalışma, panel veri analizi kullanılarak sigortacılık sektörünün sermaye yapısını etkileyen faktörleri inceleyen ilk çalışma özelliği göstermesi bakımından, daha sonraki çalışmalara ışık tutmayı hedeflemektedir. İleriki çalışmalarda borsa gelişmişlik düzeyi, enflasyon, faiz oranları, ekonomik büyüme gibi makro değişkenler de kullanılarak analiz kapsamı genişletilebilir ve sigortacılık sektörüne farklı bir bakış açısı sunabilir.



KAYNAKÇA

Kitaplar

ACAR, Onur. **Avrupa Birliği Solvency II Projesi**, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği Yayınları, 2007.

ACINAN, Hilmi ve AKHİSAR, İlyas. **Reasürans**, 1.Baskı, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2014.

AKGÜÇ, Öztin. **Finansal Yönetim**, 8. Baskı, İstanbul: Avcıol Basım Yayın, 2010.

ANDERSON, Judy Feldman. **Risk and Insurance**, 2. Baskı, Amerika Birleşik Devletleri: Society of Actuaries Publication, 2005.

AYTEN, Burcu. **Felaket Modellerinin İşleyiş Mekanizması ve Felaket Risklerinin Reasüransı**, 1. Baskı, İstanbul: Ceyma Matbaacılık, 2007.

BERK, Niyazi. **Finansal Yönetim**, 13. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitapevi, 2020.

BERK, Niyazi. **Sigorta Şirketlerinin Mali Yeterlilik ve Risk Yönetimi: Türkiye’de ve AB’de Yeni Düzenlemeler**, 1. Baskı, İstanbul: Sigorta Araştırma ve İnceleme Yayınları, 2005.

BERK, Niyazi. **Sigortacılıkta Fon Yönetimi**, 1. Baskı, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2001.

BOLAK, Mehmet. **Risk ve Yönetimi**, 1. Baskı, İstanbul: Birsan Yayınevi, 2004.

BÖLÜKBAŞI, Ayşegül ve PAMUKÇU, Baturalp. **Sigortacılıkta Risk Yönetimi**, 2. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitapevi, 2010.

BRIGHAM, Eugene ve HOUSTON, Joel. **Fundamentals of Financial Management**, 14. Baskı, Nahville: South-Western College Publication, 2015.

BUCKHAM, David., WAHL, Jason ve ROSE, Stuart. **Executive's Guide to Solvency II**, 1. Baskı, New Jersey: John Wiley & Sons, Incorporation. 2011.

ÇİPİL, Mahir. **Risk Yönetimi ve Sigortacılık**, 2. Baskı, Ankara: Nobel Yayınevi, 2013.

ÇUHACI, Yıldırım Kemal. **Açıklamalı Sigorta ve Reasürans Terimleri Sözlüğü**, 1. Baskı, İstanbul: Milli Reasürans TAŞ, 2004.

DELOITTE, **Strategic Risk Management in Insurance**, 9. Baskı, Londra, Ağustos 2015.

DOFF, Rene. **Risk Management for Insurers**, 2. Baskı, Londra: Published by Risk Books, 2011.

ERCAN, Metin Kamil ve Diğerleri, **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi: Özellikli Durumlar**, 2. Basım, Ankara: Gazi Kitabevi, 2008.

EROL, Cengiz. **Mali Analiz**, Saime ÖNCE (Ed.), 1. Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2019.

GÜRSOY, Cudi Tuncer. **Finansal Yönetim İlkeleri**. 1. Baskı, İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları. 2007.

HART, Robert ve MOUTOS, Thomas. **Human Capital, Employment and Bargaining**, 1. Baskı, Cambridge: Cambridge University Publications, 1995.

KARTAL, Mustafa Tevfik . **Finansal Yönetim**, Aysel GÜNDOĞDU, (Ed.), 3. Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018.

KEMAL, Metin Ercan ve BEN, Ünsal. **Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim Finansal Yönetim**, 7. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, (2012).

KEMAL, Metin Ercan ve BEN, Ünsal. **Finansal Yönetim**, 1. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, (2005).

KILIÇ, Yunus. **Finansal Yönetim**, Aysel GÜNDOĞDU, (Ed.), 3. Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018.

LAZOL, İbrahim. **Genel Muhasebe**, 26. Baskı, Ankara: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2020.

MARKS, Kennets. **Handbook of Financing Growth**, 1. Baskı: New Jersey: John Wiley and Sons Publications, 2007.

MOYER, JR. Charles, McGUIGAN, James R., ve RAO, Ramesh P., **Contemporary Financial Management Fundamentals**, 1. Baskı, Mason, OH: Thomson South-Western, 2005.

OKKA, Osman. **Finansal Yönetim : Teori ve Çözümlü Problemler**, 6. Basım, Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık, 2015.

ÖZPOLAT, Murat. **Temel Sigortacılık**, 5.Baskı, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2011.

SARIASLAN, Halil ve EROL, Cengiz. **Finansal Yönetim**, .1. Baskı, Ankara: Siyasal Kitabevi, 2008.

SAYILGAN, Güven. **Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı**, 8. Baskı, Ankara: Siyasal Kitabevi, 2019.

SAYILIR, Özlem. **Mali Analiz**, Saime ÖNCE (Ed.), 1.Baskı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2019.

SÖKER, Fahrettin. **Güncel Finansal Yaklaşım Yönetimleri**, Ömer Faruk ASLAN ve Bahattin ERDEN (Ed.), 1.Baskı, İstanbul: Efe Akademi Yayınları, 2021.

TEKİN, Hasan. **Gelişen Ekonomilerde Sermaye Yapısı**,1. Baskı, İstanbul: Efe Akademi Yayınları, 2021.

TEVFİK, Arman T. **Hisse Senedi Değerlemesi**, 1. Baskı, İstanbul: Literatür Yayınları, 2005.

USTA, Öcal. **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 3. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 2008.

VAN HORNE, James Carter. **Fundamentals of Financial Management**, 6. Baskı., New Jersey: Prentice Hall, 1986.

VAN HORNE, James Carter. **Financial Management and Policy**, 12. Baskı, New Jersey: Thrift Books- Phoenix, 2001.

YASLIDAĞ, Beyhan. **Sigortacılık, Sigorta Aracıları-Sigorta İşlemleri**, 2.Baskı, Ankara: Seçkin Yayınları, 2014.

YAZAR OZTÜRK, Tülay. **Finansal Yönetim**, Ferudun KAYA (Ed.), 1.Baskı, İstanbul: İnkılap Kitabevi, 2015, ss.194-195.

YİĞİT, Fatih. **Sermaye Yapısı ve Sermaye Yapısı Teorileri**, 1. Basım, Ankara: Nobel Yayınevi, 2016.

Süreli Yayınlar & Makaleler & Bildiriler

ABDİOĞLU, Nida ve DENİZ, Devran. “Borsa İstanbul’da İşlem Gören İmalat Sanayi Şirketlerinin Sermaye Yapılarının Firmaya Özgü Belirleyicileri”, **Sosyoekonomi Dergisi**, Cilt:23, Sayı:26, (2015).

ABEYWARDHANA, D.K.Y. “Capital Structure Theory: An Overview”, **Accounting and Finance Research**, Cilt:6, Sayı: 1, (2017).

AKAY, Ebru Çağlayan ve ŞAK, Nazan. “The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Banks”, **Journal of Money, Investment and Banking**, Sayı:15, (2010).

AKEL, Veli., TORUN, Talip ve AKSOY, Bekir. “Türkiye’de Hayat Dışı Sigortacılık Sektöründe Kârlılık, Sermaye Yapısı ve Yoğunlaşma İlişkisine Yönelik Ampirik Bir Uygulama”, **Finans ve Bankacılık Çalışmaları Dergisi**, Cilt: 5, Sayı:5, (2016).

AKGÜL, Yusuf. “Şirket Büyüklüğünün Aktif Karlılığı Üzerindeki Etkisi: Türk Sigortacılık Sektöründen Kanıtlar”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:19, Sayı:39, (2020).

AKIN, Faruk ve KARABOĞA, Kazım. “Küresel Finansal Krizin Sigorta Sektörü Üzerindeki Etkileri : Türk Sigorta Sektörü Üzerine Bir Araştırma”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt:5, Sayı:3, (2011).

AKINLO, Taiwo ve APASINILO, Olumuyiwa Tolulope. “Relationship Between Insurance and Economic Growth in Sub-Saharan African: A Panel Data Analysis”, **Modern Economy Magazine**, Sayı:5, (2014).

AKKAYA, Göktuğ Cenk. “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**, Sayı.30, (2008).

AKKAYNAK, Bilal. “Türev Finansal Araçların Sermaye Yapısına Etkisi: Türkiye’deki Bankalar Örneği”, **(Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2019).

AKKAYNAK, Bilal. “Sermaye Yapısı Teorileri ve Türk Bankacılık Sisteminin Sermaye Yapısı Belirleyicileri”, **Akdeniz İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:22, Sayı:1, (2022).

AKTAKAS, Başak Gül ve Diğerleri. "Sektörel İhracat-İstihdam İlişkisi: Türkiye Örneği (2004-2011)", **Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:17, Sayı:1, (2013).

ALIPOUR, Mohammad., MOHAMMADI, Mir Farhad Seddigh ve DERAKHSHAN, Hojjatollah. “Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Iran”, **International Journal of Law and Management**, Cilt: 57, Sayı: 1, (2015).

ALSU, Erkan ve YARIMBAŞ, Esra. “Sermaye Yapılarının Belirlenmesinde Finansal Hiyerarşi Teorisi Ve Ödünleşme Teorisi: İmalat Sektörü Üzerine Ekonometrik

Bir Analiz”, **Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:7, Sayı:7, (2017).

ANTONIOS, Antoniou., GUNEY, Yilmaz ve PAUDYAL, Krishna. "The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented Versus Bank-Oriented Institutions", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cilt:48, Sayı:1, (2008).

AR, Leyla ve SAKUR, Reşat. “Modern Sermaye Yapısı Teorilerinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: BİST 30 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Araştırma”, **Ekonomi, Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi**, Cilt:6, Sayı:3, 2021.

ARENA, Marco. “Does Insurance Market Promote Economic Growth? A Cross-Country Study for Industrialized and Developing Countries”, **Journal of Risk and Insurance**, Cilt: 75, Sayı:4, (2006).

ARSEVEN, Haydar. “Sigortanın Tarihçesi ve Geri Kalmışlığımızın Sebepleri”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 43, (1987).

ARSLAN, Esat Mehmet. Pandemi ve Özel Sağlık Sisteminde Finansal Kaynak Yönetimi, **9. Sağlık Zirvesi, Dijital Toplantı**, 8 Ekim 2020.

ARSOV, Sasho ve NAUMOSKI, Aleksandar. “ Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Companies from Selected Post-Transition Economies”, **Zb. Rad. Ekon. Fak. Rij.** Cilt: 34, Sayı:1, (2016).

ATA, H. Ali. “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”, **Ekonometri ve İstatistik**, Sayı:11, (2010).

ATEŞ, Seyit Ahmet. “Finansman Kararlarını Etkileyen Faktörler: Türk İmalat Sanayi Üzerine Bir Çalışma”, **Mali Çözüm Dergisi**, Cilt: 28, Sayı: 150, (2018).

ATİLLA, İclal ve Gülay, Abdulaziz. “Türkiye’de Sigorta Prim Üretimlerinin Dünya Sigortacılık Sektöründeki Yeri”, **Uygulamalı Sosyal Bilimler ve Güzel Sanatlar Dergisi**, Cilt:8, Sayı:4, (2022).

AYAYRIN, Hasan ve Diğerleri,” Borsa İstanbul’da İşlem Gören Yüksek Teknoloji Şirketlerinin Sermaye Yapılarının Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt:9, Sayı:2, (2017).

AYDIN, Behice. “Sigorta Sektöründe Mali Yeterlilik ve Türk Sigorta Sektörünün Analizi”, (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2007).

AYDIN, Yüksel. “Türk Mevduat Bankalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt:21, Sayı:1 , (2019), s.155.

BAHÇEKAPILI, Sultan. “Sigorta Şirketlerinde Sermaye Yapısının Firma Kârlılığı Üzerindeki Etkisi: Almanya Karşılaştırması”, (**Yayınlanmamış Doktora Tezi**, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü**, 2019).

BAGASKORO, Brizan Sena ve AKSAN, Ismul. ”Analysis of Factors Affecting Capital Structure”, **International Journal of Economics, Business and Management Research**, Cilt:2, Sayı:5, (2018).

BEKMEZ, Selahattin ve ÇALIŞ, Filiz. “Oyun Teorisi Çerçevesinde Türk Bankacılık Sistemi ve Asimetrik Bilgi Problemi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:16, Sayı:2, (2011).

BİLGİN, Rümeysa. “Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısı Belirleyicileri: Hiyerarşik Lineer Model Yaklaşımı”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 36, Sayı:3, (2016).

BINI, Laura., DANIELLI, Francesco ve GIUNTA, Francesco. “Signalling Theory and Voluntary Disclosure to the Financial Market. Evidence from the Profitability Indicators Published in the Annual Report”, **EAA Annual Congress**, Rome, 20-22 April, 2011.

BIRJANDI, Hamid., HAKEMI, Behruz ve SADEGHI, Mohammad Mehdi Molla. “The Study Effect Agency Theory and Signaling Theory on the Level of Voluntary

Disclosure of Listed Companies in Tehran Stock Exchange”, **Research Journal of Finance and Accounting** , Cilt:6, Sayı:1, (2015).

BLEAKLEY, Hoyt ve COWAN, Kevin. “Corporate Dollar Debt and Depreciations: Much a Do About Nothing?”, **The Review of Economics and Statistics**, Cilt:90, Sayı: 4, (2008).

ÇAKMAK, Deniz ve HAYIRSEVER BAŞTÜRK, Feride. “Türk Sigortacılık Sektörünün 2007-2018 Yıllarına Ait Performansının Oran Analizi Yöntemi ile Ölçülmesi ve Sektörün Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi”, **Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:4, Sayı:2, (2019).

CHEN, Jean” Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies”, **Journal of Business Research**, Cilt:57, Sayı:12, (2003).

CHADHA, Saurabh ve SETH, Himanshu. “Ownership Structure and Capital Structure: A Panel Data Study”, **International Journal of Business Innovation and Research**, Cilt:24, Sayı: 3. (2021).

COŞKUN, Ender ve SAYILGAN, Güven. "Finansal Sıkıntının Dolaylı Maliyetleri: İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Bir Uygulama”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:10, Sayı: 3 (2008).

COŞKUN, Ender. ”Direkt İflas Maliyetleri ve Bu Maliyetleri Etkileyen Faktörler Üzerine Literatür İncelemesi”, **International Journal of Economic and Administrative Studies**, Sayı:2, (2009).

CULATA, Priska Ralna Eunike ve GUNARISH, Tri. “Pecking Order Theory and Trade-Off Theory of Capital Structure: Evidence from Indonesian Stock Exchange”, **Journal The Winners**, (2012), Cilt:13, Sayı:1.

CURAK, Marijana., LONCAR, Sandra ve POPOSKI, Klime. “Insurance Sector Development and Economic Growth in Transition Countries”. **International Research Journal of Finance and Economics**, Cilt:34, Sayı: 1, (2009).

ÇAĞLAYAN AKAY, Ebru ve EFSUN, Aykut “BIST’de Listelenen İmalat Sanayi Firmaları İçin Sermaye Yapısının Analizi ve Değerlendirilmesi: Kaplan Meier ve Cox Nispi Hazard Modeli”, **Social Sciences Research Journal**, Cilt:4, Sayı:1, (2015).

ÇAĞLAYAN, Ebru. “Sermaye Yapısı Bileşenleri: Kantil Regresyon Modeli”, **İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt: 21, Sayı: 48, (2006).

ÇELİK, Muhsin ve UYAR, Umut. ”Vergi Kalkanı Değeri ve Firma Büyüme Oranı İlişkisi: Duyarlılık Analizi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:17, Sayı: 2, (2017).

ÇELİK, Neriman ve BEDÜK, Aykut. “Vekalet Teorisi Yaklaşımı ile İşlem Maliyeti Arasındaki İlişki”, **Sakarya İktisat Dergisi**, Cilt:3, Sayı:1, (2014).

ÇELİK, Tuncay ve KAPLAN, Muhittin. “Türk Sigortacılık Sektöründe Rekabet: 2002-2004”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt:22, Sayı: 251, (2007).

ÇOBAN, Cengiz. “Vekâlet Teorisi ve TÜRKCELL Örneği”, **Journal of Politics, Economy and Management**, Cilt:1, Sayı:1, (2018).

ÇOBAN, Neşe. “Sigortacılık Sektöründe Solvency II ve Yönetişim Sistemi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt: 2, Sayı:2, (2010).

D’AMATO, Antonio. “Capital Structure, Debt Maturity and Financial Crisis: Empirical Evidence from Smes”, **Small Business Economics**, Cilt:55, Sayı:4, (2020).

DAHIYAT, Ahmad Abdelrahim., WESHAH, Sulaiman Raji ve ALDAHIYAT, Mohammad. “Liquidity and Solvency Management and Its Impact on Financial Performance: Empirical Evidence from Jordan”, **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, Cilt: 8, Sayı: 5, (2021).

DALAK, Selda ve KARADENİZ, Erdinç. “Makroekonomik Değişkenlerin Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi: Konaklama İşletmeleri Üzerine Uluslararası Bir Karşılaştırma”, **Uluslararası Yönetim ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt:8, Sayı:16, (2021).

DALVI, Mohammad Reza ve BAGHI, Ebrahim. “Evaluate the Relationship between Company Performance and Stock Market Liquidity”, **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, Cilt: 4, Sayı: 1, (2014).

DEESOMSAK, Rataporn., PAUDYAL, Krishna ve PES CETTO, Gioia., “The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region”, **Journal Of Multinational Financial Management**, Cilt: 14, Sayı:4-5 (2004).

DEMİRHAN, Dilek. “Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, **Ege Akademik Bakış Dergisi**, Cilt: 9, Sayı: 2, (2017).

DOĞAN, Mesut. “Sigorta Firmalarının Sermaye Yapısı ile Karlılık Arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir inceleme”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:57, (2013).

DOĞAN, Mirza Onur. “Sermaye Yoğun İşletmelerde Sermaye Yapısının Belirleyicileri ve Risk, Getiri ve Yatırım Kararları Üzerine Etkisi”, (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2015).

DOĞUKANLI, Hatice ve ÜNAL, Yıldırım. “Sigorta Şirketlerinde Denetim ve Ödeme Gücünün Belirlenebilmesi Uygulamaları”, **Reasürör Dergisi**, Sayı:38, (2000).

DURSUN, Günay Deniz. “Sigorta Şirketlerinde Rücuen Tazminat İşlemleri ve Muhasebeleştirilmesi”, **Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi**, Cilt:13, Sayı:50, (2018).

DÜCAN, Engin ve AKAL, Mustafa. “Komşu Ülkelerle Yapılan Dış Ticaretin DYY Girişleri Üzerine Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Panel Veri Analiz”, **Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt:3, Sayı:1, (2017).

DÜZER, Murat “Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB’de Bir Uygulama, (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi** , Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü , 2008).

EGE, İlhan ve TOPALOĞLU, Tuğba Nur. “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:1, (2017).

EGE, İlhan ve BAYRAKDAROĞLU, Ali. “Sermaye Yapısının Cari Değer ve Verimlilik Üzerine Etkisi: Türk Sigortacılık Sektöründe Bir Uygulama”, **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 22, Sayı:2, (2008).

EGE, İlhan ve SARAÇ, Taha Bahadır. “The Relationship Between Insurance Sector and Economic Growth: An Econometric Analysis” **Uluslararası İktisadi ve İdari Akademik Araştırmalar Dergisi**, Cilt:2, Sayı:2, (2011).

ELÇİN CENGİZ, Sezin. “Sigortacılık Sektöründe Rekabet Hukuku Uygulamaları AB Düzenlemeleri ve Türkiye İçin Çıkarımlar”, (**Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri**, Rekabet Kurumu 2007).

ELİTAŞ, Bilge Leyli ve DOĞAN, Mesut. “Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İMKB Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Araştırma”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 2, (2013).

ER, Güzin. “Risk Yönetimi ve Piyasa Riski Üzerine Bir Uygulama”, (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007).

EREN SARIOĞLU SERRRA., KURUN, Engin ve GÜZELDERE, Harun. “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: İMKB’de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı Analizi”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt:13, Sayı:4, (2013).

ERGEÇ, Ethem Hakan. "Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi ve Türkiye Örneği:1988-2001", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:2, (2004).

EROL, Abdullah Ferit., AYTEKİN, Sinan ve ABDİOĞLU, Nida. “İşletmelerin Sermaye Yapılarının Belirlenmesinde Finansal Hiyerarşi Teorisinin Kullanımı ve

BIST’te Bir Uygulama”, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:13, Sayı:1, (2016).

ERSOY, Ersan ve ÇETENEK, Emin Hüseyin. “Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt: 15, Sayı: 4, (2015).

ERTÜRK ATABEY, Selin. “Öz Sermaye Kavramı ve Türk Vergi Mevzuatında Uygulama Alanları”, **Finans, Politik ve Ekonomi Yorumları Dergisi**, Cilt: 53, Sayı: 619, (2016).

ESPİNOSA, Oscar ve ZARRUK, Armando. “The Importance of Actuarial Management in Insurance Business Decision-Making in the Twenty-First Century”, **British Actuarial Journal**, Sayı:26, (2021).

FAMA, Eugene ve FRENCH, Kenneth. “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt”, **Review of Financial Studies**, Cilt: 15, Sayı: 1,(2002).

FRANK, Murray ve Vidhan, GOYAL. "Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure", **Journal of Financial Economics**, Cilt:67, Sayı: 2, (2003).

FRANK, Murray ve Vidhan, GOYAL, “Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?”, **Financial Management Magazine**, Cilt:39, Sayı: 1, (2009).

GENÇER ÇELİK, Gülşah ve ÖNGEL, Volkan. “Türk Sigortacılık Sektöründe Rekabetin Ampirik Analizi: 2009-2019 Dönemi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt: 21, Sayı:2, (2020).

GHASEMİ, Maziar ve AB RAZAK, Nazrul Hisyam. “The Impact of Liquidity on the Capital Structure: Evidence from Malaysia”, **International Journal of Economics and Finance**, Cilt:8, Sayı:10, (2017).

GÖÇER, İsmet., MERCAN, Mehmet ve HOTUNLUOĞLU, Hakan. “Seçilmiş OECD Ülkelerinde Cari İşlemler Açığının Sürdürülebilirliği: Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Çoklu Yapısal Kırılmalı Panel Veri Analizi”, **Maliye Dergisi**, Sayı: 163, (2012).

GÜNER, Ayşegül. “The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies”, **Procedia Economics and Finance**, Sayı:38, (2016).

GÜVENCER, Ümit Can. “Vekâlet Teorisi: Firma Performansına Etkisi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008).

GÜZEL, Adnan ve CİNGÖZ, Ahmet. “Proje Değerlendirmede Yeni Bir Yaklaşım: Dinamik Ortalama Sermaye Maliyeti”, **Ekonomi İşletme Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi**, Cilt:2, Sayı: 2, (2016).

HUANG, Guihai ve SONG, Frank. “The Determinants of Capital Structure: Evidence from China”, **China Economic Review**, Cilt:17, Sayı:1, (2006).

İŞİK, Özcan ve ERSOY, Ersan. “Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Manufacturing Firms Listed on BIST”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:16, Sayı:3, (2021).

İSKENDEROĞLU, Ömer., KARADENİZ, Erdinç ve ATİOĞLU, Eyüp. “Türk Bankacılık Sektöründe Büyüme, Büyüklük ve Sermaye Yapısı Kararlarının Karlılığa Etkisinin Analizi”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:7, Sayı:1, (2012).

KAKİLİ ACARAVCI, Songül. ”Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısı Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004).

KARACAN, Rıdvan. “Faiz, Döviz Kuru İlişkisinin Makroekonomik Performansa Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:20, (2010).

KARAÇAYIR, Emine ve AFŞAR, Aslı. “Borsa İstanbul’da Sermaye Yapısı Kararları ve Asimetrik Bilginin Etkisi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:41, (2021).

KARADAĞ ERDEMİR, Övgücan. “Selection of Financial Performance Determinants for Non-Life Insurance Companies Using Panel Data Analysis”, **The Journal of Accounting and Finance**, Sayı:82, (2019).

KARADENİZ, Erdinç. “Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2008).

KARAMAN, Davut. “Sigortacılık Sektörünün Güncel Sorunlarının Belirlenmesi: Alanya’da Bir Araştırma”, **Uluslararası Yönetim ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt:5, Sayı:10, (2018).

KESKİN BENLİ, Yasemin. “Sermaye Maliyeti”, **Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi**, Sayı:4, (1996).

KİRACI, Kasım ve AYDIN, Nurhan. “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Geleneksel Havayollarından Ampirik Kanıtlar “, **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**, Sayı:21, (2018).

KOÇ, Selahattin., ŞENOL, Zekai ve ÇEVİK, Mustafa. “Türkiye’de Faaliyette Bulunan Sigorta Şirketlerinin Finansal Performans Analizi: 2006-2015”, **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt:4, Sayı:1, (2018).

KORKMAZ, Turhan., ALBAYRAK, Ali Sait ve KARATAŞ, Abdulmecit . “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören KOBİ’lerin Sermaye Yapısının İncelenmesi: 1997–2004 Dönemi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:22, (2007).

KORKMAZ, Turhan., BAŞARAN, Ümit ve GÖKBULUT, Rasim İlker. “İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt: 27, Sayı: 277, (2009).

KOTAN, Yavuz. “Sigortacılık Sektörünün Gelişimi ve Dijitalleşmesi Sürecinin SWOT Analizi: Erzurum İli Üzerine Bir Araştırma”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt: 12, No: 2 2020.

KÜÇÜKŞAHİN, Ahmet ve Diğerleri., “Güvenlik Bağlamında Risk ve Risk Yönetimi”, **Güvenlik Stratejileri Dergisi**, Cilt:5, Sayı:10, (2009).

LANKOSKİ, Leena ve SMİTH, N. Craig. “Alternative Objective Functions for Firms”, **Organization and Environment Magazine**, Cilt: 31, Sayı: 3, (2017).

LUMBANTOBING, Rudolf. “The Influence of Capital Structure Determinant Variables Toward Corporate Debt Ratio which Mediated by Agency Cost”, **Advances in Economics, Business and Management Research**, Sayı:74, 2018.

MORAA ONUONGA, Susan. “The Analysis f Profitability of Kenya`s Top Six Commercial Banks: Internal Factor Analysis”, **American International Journal of Social Science**, Cilt: 3, Sayı: 5; (2014).

MORADİ, Amir ve PAULET, Elisabeth. “The Firm-Specific Determinants of Capital Structure – An Empirical Analysis of Firms Before and During the Euro Crisis”, **Research in International Business and Finance**, Sayı:47, (2019).

MUEYA, Ibrahim Muhammad ve HASSAN, Ahmad Fahmi Shiekh. “Does Islamic Insurance Development Promote Economic Growth? A Panel Data Analysis”, **Procedia Economics and Finance**, Sayı: 35, (2016).

MURATOĞLU, Yusuf ve ŞANLI, Devran. ” OECD Ülkelerinde İnternet Kullanımı ve Beşeri Sermayenin İşgücü Başına Gelire Etkisi”, **Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:25, (2020).

NEJAD, Niloufar Rezaie ve WASİUZZAMAN, Shaista. “Multilevel Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysia”, **Global Business Review**, Cilt:16, Sayı:2, (2015).

NGUYEN, Tan Gia., NGUYEN, Lan ve NGUYEN, Tuan Duc. “Capital Structure and Its Determinants: Evidence from Vietnam”, **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, Cilt:8, Sayı:10, (2021).

OKUDA, Hidenobu ve AİBA, Daiju.”Capital Structure Decisions in a Highly Dollarized Economy: Evidence from Cambodian Firms”, **Journal of Asian Economics**, Sayı: 58, (2018).

OKUYAN, Aydın ve TAŞÇI, Mehmet. “İMKB’de İşlem Gören Reel Sektör İşletmelerinde Sermaye Yapısının Belirleyicileri”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:21, Sayı:76, (2010).

OLGUN, Fazıl Akın., IŞIN, Şule ve IŞIN, Ferruh. “Türkiye’de Tarımsal GSYH ile Tarımsal Yatırımlar Arasında Nedensellik İlişkisi”, **Tarım Ekonomisi Dergisi**, Cilt:24, Sayı:1, (2018).

OMAĞ, Aclan. “Finansal Kaldıraç Derecesi ve Seçilmiş Sektörlere Yönelik Bir Uygulama”, **Maliye ve Finans Yazıları**, Sayı: 103, (2015).

ONATÇA, Şefika Nilay. “Sermaye Yapısı Belirleyicileri: Hisseleri BİST’te İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Panel Veri Analizi”, **(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2017).**

ONATÇA ENGİN, Şefika Nilay, UNVER ERBAŞ, Cansu ve SÖKMEN, Ahmet Gökhan. “Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi: Türkiye’deki İşletmeler Üzerine Panel Veri Analizi”, **İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 3, (2019).

ÖCAL, Firdevs Sena ve AKIN, Fetullah. ”TCMB İmalat Sanayi Sektörel Bilançoları Kullanılarak İktisadi Parametrelerin Sermaye Yapısına Etkisi Üzerine Bir Uygulama”, **Akademik Hassasiyetler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:10, (2018).

ÖNER KAYA, Emine., TOKAY, Semih Hüseyin ve KAYA, Bekir. “Sigorta Sektöründe Sermaye Yeterliliği ve Türk Sigorta Sektörünün Solvency II Kapsamında Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:63, (2014).

ÖNER KAYA, Emine ve KAYA, Bekir “Türkiye’de Hayat Sigortası Şirketlerinin Finansal Performansını Belirleyen Firmaya Özgü Faktörler: Panel Veri Analizi”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 12, (2015).

ÖRTEN, Remzi ve BAYIRLI, Rıdvan. “TMS 16’ya Göre, Maddi Duran Varlıkların Dönem Sonunda Değerlemesi ve Muhasebe Uygulamaları”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 36, (2007).

ÖZDAMAR, Mehmet. ”Sigorta Hukukunda Uyuşmazlıkların Çözümünde Tahkim Sistemi”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi** Cilt:17, Sayı: 1-2, (2013).

ÖZEN, Abdurrahman ve ÇANKAL, Erhan. “Determinants of Non-Life Insurer Profitability in Turkey”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 24 , Sayı: 4, (2020).

ÖZER, Uğur. “Kasko ve Trafik Sigortaları Kârlılık Değerlendirmesi”, **Reasürör Dergisi**, Sayı:76, (2010).

ÖZTÜRK, Başaran ve ŞAHİN, Eyyüp Ensari. “İMKB’de İşlem Gören Spor Firmalarının Sermaye Yapısını Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz”, **Verimlilik Dergisi**, Sayı:1, (2013).

ÖZÜDOĞRU, Haşim ve ÇETİN, Çiğdem. “Türkiye’de Sigortacılıkta Güncel Sorunlar”, **Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi**, Cilt:5, Sayı:2, (2017).

PINKOVA, Pavlina. “Determinants of Capital Structure: Evidence from the Czech Automotive Industry”, **Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis**, Cilt:60, Sayı:7, (2012).

PRATHEEPAN, Tharmalingam ve BANDA, Weerakoon. “The Determinants of Capital Structure: Evidence from Selected Listed Companies in Sri Lanka”, **International Journal of Economics and Finance**, Cilt:8, Sayı:2, (2016).

RAHMAN, Abdul Aziz Abdul. “The Relationship Between Solvency Ratios and Profitability Ratios: Analytical Study in Food Industrial Companies Listed in Amman

Bursa”, **International Journal of Economics and Financial Issues**, Cilt:7, Sayı: 2, (2017).

RAMLI, Nur Ainna., LATAN, Hengy ve SOLOVİDA, Grace. “Determinants of Capital Structure and Firm Financial Performance—A PLS-SEM Approach: Evidence from Malaysia And Indonesia”, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Sayı:71, (2019).

RANOFAH, Risal. “Determinants of Capital Structure: Internal Factors (Accounting) versus External Factors (Market)”, **Sebelas Maret Business Review**, Cilt:4, Sayı:1, (2020).

SAKA, Tuğba. “Sigortacılıkta Risk Yönetimi ve Aşırı Uç Değer Teorisi”, **(Yayınlanmamış Doktora Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010).**

SARIOĞUZ, Selahattin. “Sigorta Sektöründe Risk Yönetimi, Alternatif Risk Transfer Yöntemleri, Şirketler İçin Bir Öneri: Hava Durumu Opsiyonları”, **(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007).**

SAYILGAN, Güven ve UYSAL, Ender. “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz: 1996 – 2008”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 66, Sayı:4, (2011).

SAYILGAN, Güven., KARABACAK, Hakan ve KÜÇÜKKOÇAOĞLU, Güray. “The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure Evidence from Turkish Panel Data”, **Investment Management and Financial Innovations**, Cilt:3, Sayı:3, (2006).

SERRASQUEIRO, Zelia ve CAETANO, Ana. “Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory: Capital Structure Decisions In A Peripheral Region of Portugal”, **Journal of Business Economics and Management**, Cilt:16, Sayı:2, (2006).

SHARIF, Bilal., NAEEM, Muhammad Adnan ve KHAN, Abdul Jabbar., “Firm’s Characteristics and Capital Structure: A Panel Data Analysis of Pakistan’s Insurance Sector”, **African Journal of Business Management**, Cilt: 6, Sayı: 14, (2020).

SOYLU, Abdullah Buğra. “Türk Sigortacılık Sektöründe Kurumsal Değişim: Solvency II Adaptasyonu ve Yönetmelik Farkındalık”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 46, (2015).

SOYLU, Neilan. UYGURTÜRK, Hasan ve KORKMAZ, Turhan. "Maddi Duran Varlık Alımı Duyurularının Pay Getirilerine Etkisi: BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü Üzerine Bir Araştırma", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 79, (2018).

SÖYLEMEZ, Yakup. “Firmaların Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Demir Çelik Metal Ana Sanayi Uygulaması”, **Sosyoekonomi Dergisi**, Cilt:27, Sayı:40, (2019).

SUNAY, Sertuğ. “Geleceğin Riskleri”, **Reasürör Dergisi**, Sayı: 98, 2015.

ŞENEL, Said Alpagut. “Sigorta Şirketlerinde Mali Yeterlilik”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:8, Sayı:2, (2006).

TAŞKIN, Dilvin ve COŞKUN, Sedat. “Ortaklık Yapılarının Finansman Kararları Üzerine Etkisi: BİST Enerji Firmaları İncelemesi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 17, Sayı:1, (2015).

TOPAL, Yusuf . “İMKB’ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları İMKB’ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 27, (2006).

TOPALOĞLU, Emre Esat. “Temsil Maliyetleri ve Finansal Kısıtlar: Borsa İstanbul Metal Ana Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, **Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:7, Sayı:5, (2019).

TOPALOĞLU, Emre Esat. “Sermaye Yapısına Etki Eden Firmaya Özgü Faktörlerin Panel Veri Analizleri ile Belirlenmesi: Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı: 640, (2018).

TOPSOY, Fevzi . “Sigorta Primlerinin Zamanında Ödenmemesi ve Bu Nedenle Sigortacının, Gemi İpoteği Alacaklısına Karşı Tazminat Ödeme Borcundan Kurtulması”, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Özel Sayı, Cilt:1, Sayı:1, (2015).

TULUM, Saadet ve BURAK, Emel. “Girişimciler İçin Alternatif Finansman Yöntemleri”, **Electronic Journal of Vocational Colleges**, Cilt:9, Sayı:1, (2019).

TUNA, İsmail. ”Firmaların Kaldıraç Oranı ile Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi”, **The Journal of Academic Social Science Studies**, Sayı:63, (2017).

TUNAY, Necla. “Türkiye’de Bankasürans Uygulamaları ve Türk Banka ve Sigorta Sektörlerine Dinamik Etkileri”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, Cilt: 8, Sayı: 1, (2014).

TUNÇEZ, Hacı Arif. “Menkul Kıymetler ve Sermaye Piyasası Analizi”, **Uluslararası Hakemli Beşeri ve Akademik Bilimler Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 1, (2012).

TÜZÜNTÜRK, Selim. “Panel Veri Modellerinin Tahmininde Parametre Heterojenliğinin Önemi: Geleneksel Phillips Eğrisi Üzerine Bir Uygulama”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 21, Sayı:2, (2007).

UYSAL, Özgür. “Sürdürülebilir Büyüme Kavramının Çevre ve Ekonomik Boyutlarının Ayırıştırılması”, **Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt:5, Sayı:2, (2013).

VASILIOU, Dimitrios., ERIOTIS, Nikolaos ve DASKALAKIS, Nikolaos. “Testing the Pecking Order Theory: The Importance of Methodology”, **Qualitative Research in Financial Markets**, Cilt:1, Sayı:2, (2009).

VO, Xuan Vinh. “Determinants of Capital Structure in Emerging Markets: Evidence from Vietnam”, **Research in International Business and Finance**, Cilt:40, (2016).

WARD, Damian ve ZURBRUEGG, Rarf. “Does Insurance Promote Economic Growth? Evidence from OECD Countries”, **The Journal of Risk and Insurance**, Cilt: 67, Sayı:4, (2000).

WİWATTANAKANTANG, Yupana. , “An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Sayı:7, (1999).

YALÇINKAYA, Ömer. “G-20 Ülkelerinde Satın Alma Gücü Paritesi Teorisinin Geçerliliği: Panel Birim Kök Testinden Kanıtlar (1994:Q1-2015:Q4)”, **Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:5, Ek Sayı, (2016).

YANIK, Serhat “Sigorta İşletmelerinde Mali Yeterlilik Analizi ve Türk Sigorta Sektöründe Bir Uygulama Örneği (Bayındır Hayat Sigorta Anonim Şirketi”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2000).

YENER, Ahmet Levent. “Türk Firmaların Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Beş Yüz Büyük Firmadan Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Görenler İçin Bir Analiz”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002).

YH SAİF-ALYOUSFİ, Abdulazeez. “Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian Firms”, **Asia-Pacific Journal of Business Administration**, Cilt: 12, Sayı: 3/ 4, (2020).

YILDIRIM, Kemal., MERCAN, Mehmet ve KOSTAKOĞLU, Sultan Fatih “Satın Alma Gücü Paritesinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Zaman Serisi ve Panel Veri Analizi”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 3, (2013).

YILMAZ, Erdal ve ASLAN, Tunay. “Makroekonomik Göstergelerin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisi: İmalat Dışı Sektörler Üzerinde Bir Araştırma”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:85, (2020).

YILMAZ, Mehmet Hidayet. “Üretim İşletmelerinde Dış Kaynak Kullanımının Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014).

ZEİN, Aida. “Can Macroeconomic Factors Explain the Choice of Capital Ctructure? A Study of Listed Non-Financial Firms in Sweden”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Uppsala University Business Administration Programme, 2016).

Raporlar

Anadolu Sigorta, 2014 Yılı Faaliyet Raporu, İstanbul, 2015, https://www.anadolusigorta.com.tr/i/content/221_1_anadoluSigorta_on_2014.pdf.(27.04.2022).

European Commission, **The Review of The Overall Financial Position of An Insurance Undertaking: (Solvency II Review)**, MARKT /2095/99.

Fitch Ratings,, **Solvency II – What is Happening?**, Fitch Ratings Special Report, Nisan 2005.

HM Treasury Financial Services Authority, **Solvency II: A New Framework for Prudential Regulation of Insurance in the EU**, Norwich, Şubat 2006.

Kamu Gözetim Kurumu,” **Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı, Modül 14,Maddi Olmayan Duran Varlıklar**”, Ankara, 2017.

Milli Eğitim Bakanlığı, **Muhasebe Finansman Kaynak Hesapları Modülü**, Ankara, MEB, 2011.

Milli Eğitim Bakanlığı, **Muhasebe Finansman, Finansal Yatırım Araçları**, Ankara, 2011.

TCMB, **Enflasyon ve Fiyat İstikrarı Raporu**, Ankara, 2013.

SEGEM, **Sigorta Acenteleri Teknik Personel Eğitim Programı**, İstanbul, 2012, https://www.segem.org.tr/Acente/acenteders_2208.pdf. (27.04.2021).

SİGMA, **InsuranceReport2021/3**, 2021, <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2021-03.html>. (29.04.2021).

Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu (SEDDK), **Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Raporları**, (2009-2019), <https://seddk.gov.tr/raporlar-sigortacilik-ve-bes-faaliyetleri.html>. (29.04.2022).

T.C. Kalkınma Bakanlığı, **Finansal Hizmetler Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, 2014, https://www.sbb.gov.tr/wpcontent/uploads/2018/10/10_Finansal_Hizmetler.pdf. (Erişim Tarihi: 28.03.2022).

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları, **Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi**, İstanbul, TSPAKB, 2012.

Türkiye Sigorta Birliği, **2020 Sektör Raporu**, 2021, https://tsb.org.tr/media/attachments/2020_YILI_SEKT%C3%96R_RAPORU.pdf. (29.04.2022).

Kanun & Yönetmelikler

Directive 2002/12/Ec Of The European Parliament And Of The Council Of 5 March 2002, “Amending Council Directive 79/267/Eec As Regards The Solvency Margin Requirements For Life Assurance Undertakings”, **Official Journal Of The European Communities**, (2002) Sayı: 77

Directive 2002/13/Ec Of The European Parliament And Of The Council Of 5 March 2002, “Amending Council Directive 73/239/Eec As Regards The Solvency Margin Requirements For Nonlife Insurance Undertakings”, **Official Journal Of The European Communities**, (2002) Sayı: 77

Sigortacılık Kanunu, Sayı:5684, 20, Madde:5.
<https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.5684.pdf>. (Erişim Tarihi: 14.04.2022)

Sigorta Şirketleri ve Reasürans Şirketlerinin Kuruluş ve Çalışma Esaslarına İlişkin Yönetmelik, Sayı:26623,2007, <https://www.mevzuat.gov.tr/anasayfa/MevzuatFihristDetayIframe?MevzuatTur=7&MevzuatNo=11492&MevzuatTertip=5>. (29.04.2022).

Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Mali Bünyelerine İlişkin Yönetmelik, Sayı:26606,2007, <https://www.mevzuat.gov.tr/anasayfa/MevzuatFihristDetayIframe?MevzuatTur=7&MevzuatNo=11492&MevzuatTertip=5>. (29.04.2022)

Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Sermaye Yeterliliklerinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik, Sayı: 29454, 2015, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2015/08/20150823-2.htm>. (29.04.2022).

Türk Ticaret Kanunu Beşinci Kitap, “Sigorta Hukuku”, Birinci Kısım, Sayı:27846, 2011, <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.5684.pdf>. (Erişim Tarihi: 28.03.2022)

İnternet Kaynakları

Bank for International Settlements, **The Leverage Ratio Over the Cycle, Working Papers**, 2014, <https://www.bis.org/publ/work471.pdf>. (06.04.2022).

BAŞÇI, Eşref Savaş. **Sermaye Maliyeti**, Sakarya Üniversitesi Sürekli Eğitim ve Araştırma Uygulama Merkezi, <http://www.dtaudit.com/dosyalar/Egitim/Kurumsal%20Y%C3%B6netim%20C4%B0lkeleri%20Ve%20Finansal%20Yonetim/B%C3%B6l%C3%BCm%208Sermaye%20Maliyeti.pdf> (25.04.2022).

CHEONG, Fong Chun. “Equity Financing and Debt Financing”, Relevant to PBE Paper II –Management Accounting and Finance, http://www.hkiaat.org/e-newsletter/Apr-15/technical_article/PBEII.pdf. (06.04.2022).

European Central Bank, **The Leverage Ratio, Risk-Taking and Bank Stability, Working Paper Series,** Sayı: 2079, 2017, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2079.en.pdf>. (06.04.2022).

European Commission, **Solvency II Overview – Frequently Asked Questions,** https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_15_3120. (28.04.2022).

Federal Financial Supervisory Authority, **Solvency I** https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/VersichererPensionsfonds/Aufsichtsregime/SolvencyI/solvency_I_node_en.html. (28.04.2022).

İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, **01.05.2008-30.06.2008 Dönemi Bilançosu,** https://archive.ismmmo.org.tr/docs/malitablolar/01012008-30062008/ismmmo_bilancosu.pdf. (23.03.2022).

KPMG, **Sigortacılık Sektörüne Genel Bir Bakış,** 2021, <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2021/11/global-insurance-ceo-outlook-2021.html>. (29.04.2021).

KUMAR, Narendra. **Internal and External Factors That Affect Working Capital,** 2017, <https://enterslice.com/learning/external-factors-affect-working-capital>. (26.04.2022).

Philipp KELLER, “Supervisory Framework for Risk Assessment and Risk- Based Solvency”, **Bundesamt für Privatversicherungen,** 28 Nisan 2006, <https://www.slideserve.com/pascha/nadz-r-ubezpiecze-u-progu-solvency-ii>. (28.04.2022).

SAYİM, Ferhat. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar, **Muhasebe Öğretim Materyali Hazırlama Projesi,** https://www.academia.edu/10101168/K%C4%B1sa_Vadeli_Yabanc%C4%B1_Kaynaklar_Muhasebe_E%C4%9Fitimi. (06.04.2022).

The World Bank, **Long Term Finance,** <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/long-term-finance>. (Erişim Tarihi:23 Mart 2022).

Thomas HOLZHEU ve Beatrix MEYER, “**Solvency Of Non-Life Insurers: Balancing Security And Profitability Expectations**”, Swiss Reinsurance Company, Sayı:1,2000,https://www.researchgate.net/publication/316583830_Solvency_of_nonlife_insurers_Balancing_security_and_profitability_expectations/link/5bf82144299bf1a0202dcef1/download. (01.05.2022).

Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız 2021, Yayın Numarası: 339, İstanbul, Mayıs2021,https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7766/Bankalarimiz_2020.pdf. (01.05.2022).

Univesity of Pretoria, The Theory of Capital Structure, <https://repository.up.ac.za/bitstream/handle/2263/23951/02chapter2.pdf?sequence=3&isAllowed=y#:~:text=The%20signalling%20theory%20was%20first,signal%20information%20to%20the%20market>. (29.04.2022).