



**T.C.
ŞIRNAK ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANS ANABİLİM DALI**

**SAHİPLİK YAPISININ FİNANSMAN KARARLARINA VE FİNANSAL
PERFORMANSA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN
BANKALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

(Yüksek Lisans Tezi)

**Hazırlayan
SEYİT CAN HÜSEYİNİ**

**Danışman
Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU**

ŞIRNAK, 2022

T.C.
ŞIRNAK ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANS ANABİLİM DALI

**SAHİPLİK YAPISININ FİNANSMAN KARARLARINA VE FİNANSAL
PERFORMANSA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN
BANKALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

Hazırlayan
SEYİT CAN HÜSEYİNİ

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ŞIRNAK, 2022

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Çalışmada yazılı olan tüm bilgilerin akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların getirdiği gibi, bu çalışmanın özüne ait olmayan tüm materyal ve sonuçları olduğu gibi aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Tezi Hazırlayan

Seyit Can HÜSEYİNİ



TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK

“Sahiplik Yapısının Finansman Kararlarına ve Finansal Performansa Etkisi: Borsa İstanbul’da İşlem Gören Bankalar Üzerine Bir Araştırma” adlı Yüksek Lisans tezi, Şırnak Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Tez Yazım Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.

Tezi Hazırlayan

Seyit Can HÜSEYİNİ

Danışman

Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR

Şirnak Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Uluslararası Ticaret ve Finans Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi kapsamında “Sahiplik Yapısının Finansman Kararlarına Ve Finansal Performansa Etkisi: Borsa İstanbul’da İşlem Gören Bankalar Üzerine Bir Araştırma” konulu çalışma ile Borsa İstanbul’da işlem gören bankaların sahiplik yapısının finansman kararlarına ve finansal performansa etkisini ortaya çıkarmak amaçlanmıştır.

Çalışmanın araştırılması, yürütülmesi ve ortaya konulması süresince bilgi, tecrübe ve desteği ile yol gösteren ve katkılarını hiç esirgemeyen çok değerli danışman hocam Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU’na, teşekkürü bir borç bilirim.

Ayrıca yüksek lisansa başladığım ilk günden itibaren desteklerini esirgemeyen değerli aileme sonsuz şükranlarımı sunarım.

Tezi Hazırlayan
Seyit Can HÜSEYİNİ

SAHİPLİK YAPISININ FİNANSMAN KARARLARINA VE FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN BANKALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Seyit Can HÜSEYİNİ

Şirnak Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Uluslararası Ticaret ve Finans Anabilim Dalı

Yüksek Lisans / 2022

Danışman: Doç. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

ÖZET

Sahiplik yapısı kavramı finansal açıdan incelendiğinde kavramın, işletme sermayesinin nasıl bir dağılım gösterdiğini açıkladığı görülmektedir. Sahiplik yapısı, işletme sermayesi paydaşlarının, sahiplik paylarında ne düzeyde pay sahibi olduklarını ortaya koymaktadır. Sahiplik yapısı; aile sahipliği, yönetici sahipliği, kamu (devlet) sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, yabancı sahiplik ve dağılık sahiplik olmak üzere altı başlık halinde incelenebilmektedir.

Literatür incelendiğinde finansal performans ve finansman kararları konularının son yıllarda yoğun bir şekilde incelendiği görülmektedir. Finansal performans ve finansman kararları firmaların gelişmesinde ve büyümesinde oldukça etkili faktörler olarak görülmektedir. Söz konusu bu faktörlerin firmanın sahiplik yapısından etkilendiği düşünülmektedir.

Sahiplik yapısının finansman kararlarına ve finansal performansa etkisini incelediğimiz çalışmada BIST Bankacılık endeksinde 2007-2018 yılları arasında sürekli olarak işlem gören 10 bankanın yıllık verilerinden yararlanılmıştır. Elde edilen veriler panel veri analiz yöntemiyle analiz edilmiştir. Analiz kapsamında finansal kaldıraç oranı ve aktif karlılık değişkenleri bağımlı değişken, birinci en büyük ortak, ikinci en büyük ortak ve büyüklük değişkenleri de bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Analizde finansal kaldıraç oranı ve aktif karlılık oranı olmak üzere 2 model oluşturulmuş ve bu modeller üzerinde analizler yapılmıştır. Finansal kaldıraç oranı modelini incelediğimizde birinci en büyük ortak ve ikinci en büyük ortak değişkenleri ile aralarındaki ilişkinin anlamsız olduğu, büyüklük değişkeni ile aralarındaki ilişkiyi negatif yönlü anlamlı olduğu görülmüştür. Aktif karlılık modelini incelediğimizde ise birinci en büyük ortak pozitif ve anlamlı, büyüklük değişkenleri ile negatif ve anlamlı olduğu, ikinci en büyük ortak değişkeni ile aralarında herhangi bir ilişkiye rastlanılmamıştır.

Anahtar Kelimeler: Sahiplik Yapısı, Finansal Performans, Finansman Kararları, Panel Veri Analizi.

**THE EFFECT OF OWNERSHIP STRUCTURE ON FINANCING DECISIONS
AND FINANCIAL PERFORMANCE: A RESEARCH ON BANKS TRADING ON
BORSA ISTANBUL**

Seyit Can HÜSEYİNİ

**Şırnak University, Graduate Education Institute, Department of International
Trade and Finance**

Master / 2022

Assoc. Prof. Dr. Emre Esat TOPALOĞLU

ABSTRACT

Ownership structure concept is examined from a financial perspective, it is seen that the concept explains how the working capital is distributed. Ownership structure reveals the level of ownership of working capital stakeholders in ownership interests. Ownership structure; It can be examined under six headings as family ownership, managerial ownership, public (state) ownership, institutional investor ownership, foreign ownership and scattered ownership.

When the literature is examined, it is seen that the issues of financial performance and financing decisions have been intensively examined in recent years. Financial performance and financing decisions are seen as highly effective factors in the development and growth of companies. It is thought that these factors are affected by the ownership structure of the company.

In this study, in which we examine the effect of ownership structure on financing decisions and financial performance, annual data of 10 banks that were continuously traded in the BIST Banking index between 2007 and 2018 were used. The obtained data were analyzed by panel data analysis method. Within the scope of the analysis, financial leverage ratio and return on assets variables were determined as dependent variables, first largest partner, second largest partner and size variables were determined as independent variables. In the analysis, two models, namely financial leverage ratio and return on assets, were created and analyzes were made on these models. When we examine the financial leverage ratio model, it is seen that the relationship between the first largest partner and the second largest partner variables is insignificant, and the relationship between them and the size variable is negative. When we examine the return on assets model, it was found that the first largest common was positive and significant, size variables were negative and significant, and no relationship was found with the second largest common variable.

Key Words: Ownership Structure, Financial Performance, Financing Decisions, Panel Data Analysis.

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK	iii
TEZ YAZIM KLAUZUNA UYGUNLUK.....	iv
TEZ ONAY VE KABUL FORMU	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR	v
ÖZET.....	vi
ABSTRACT	vii
KISALTMALAR	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SAHİPLİK (MÜLKİYET) YAPISI

1.1.SAHİPLİK (MÜLKİYET) KAVRAMI.....	3
1.2. SAHİPLİK YAPISI TÜRLERİ.....	3
1.2.1. Aile Sahipliği	4
1.2.2. Yönetici Sahipliği	4
1.2.3. Kamu (Devlet) Sahipliği	5
1.2.4. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	5
1.2.5. Yabancı Sahipliği	5
1.2.6. Dağınık Sahiplik	6
1.3. SAHİPLİK YOĞUNLUĞU	6
1.3.1. Birinci ve İkinci En Büyük Ortak	7
1.3.2. Halka Açıklık Oranı	7
1.4. SAHİPLİK YAPISI İLE FİNANSAL PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİ	8

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KAVRAMI VE TEORİLERİ

2.1. SERMAYE VE SERMAYE YAPISI KAVRAMLARI	9
2.2. ÖZ SERMAYE	9
2.2.1. Pay Senedi	10
2.2.1.1. Nama ve Hamiline Yazılı Pay Senetleri.....	10
2.2.1.2. Adi ve İmtiyazlı Pay Senetleri	10
2.2.1.3. Bedelli ve Bedelsiz Pay Senetleri	11
2.2.1.4. Primli ve Primsiz Pay Senetleri	11
2.2.2. Oto Finansman Kaynakları	12
2.3. YABANCI KAYNAKLAR	13
2.3.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar.....	15
2.3.2. Orta ve Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar.....	15
2.4. SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER	16
2.4.1. Genel Ekonomik Durum	16
2.4.2. Endüstrinin Özellikleri	17
2.4.3. Firmanın Özellikleri	17
2.5. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ TEMEL YAKLAŞIMLAR	19
2.5.1. Klasik Yaklaşım	19
2.5.1.1. Net Gelir Yaklaşımı	20
2.5.1.2. Net Faaliyet Gelir Yaklaşımı	22
2.5.1.3 Geleneksel Yaklaşım.....	23
2.5.1.4. Modigliani-Miller Teoremi	25
2.5.1.4.1. Modigliani-Miller Teoremine Vergilerin Eklenmesi	26
2.5.2. Modern Yaklaşım.....	27
2.5.2.1. Finansman Hiyerarşi Teorisi	27
2.5.2.2. Sinyal Teorisi	28
2.5.2.3. Dengeleme Teorisi	29
2.5.2.3. Temsilcilik Maliyeti Teorisi.....	30

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI.....	32
-------------------------	----

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SAHİPLİK YAPISININ FİNANSMAN KARARLARINA VE FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİNE YÖNELİK BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN BANKALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	41
4.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI	42
4.3. ARAŞTIRMANIN KISITLARI	42
4.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	42
4.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER.....	43
4.6. ARAŞTIRMANIN HIPOTEZLERİ	44
4.7. ARAŞTIRMADA KULLANILAN MODELLER.....	45
4.8. ARAŞTIRMADA ELDE EDİLEN BULGULAR	45
4.8.1. Tahmin Sonuçları	54
SONUÇ	57
KAYNAKÇA	60
ÖZGEÇMİŞ	72

KISALTMALAR

AKO	: Aktif Karlılık Oranı
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TDK	: Türk Dil Kurumu
ROA	: Varlıkların Karlılığı
ROE	: Özkaynakların Karlılığı
BIST	: Borsa İstanbul
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
PD	: Piyasa Değeri
VECM	: Vektör Hata Düzeltme Modeli
TQ	: Tobin's Q
AG	: Anormal Getiriler
CEO	: Yönetici (Chief Executive Officer)



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1. Sermaye Maliyeti ile Kaldıraç Arasındaki İlişkinin Net Gelir Yaklaşımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi	21
Şekil 2.2. Firma Değeri ile Kaldıraç Arasındaki İlişkinin Net Gelir Yaklaşımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi	21
Şekil 2.3. Sermaye Yapısının Sermaye Maliyetine Etkisinin Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi	22
Şekil 2.4. Sermaye Yapısının İşletme Değerinde Etkisinin Faaliyet Yaklaşımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi	23
Şekil 2.5. Kaldıraç ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişkinin Geleneksel Yaklaşım Çerçevesinde Değerlendirilmesi	24
Şekil 2.6. Kaldıraç ile İşletme Değeri Arasındaki İlişkinin Geleneksel Yaklaşım Çerçevesinde Değerlendirilmesi	24
Şekil 2.7. Dengeleme Teorisi	29

TABLolar LİSTESİ

Tablo 4.1. Araştırmada Yer Alan Bankalar	42
Tablo 4.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler	43
Tablo 4.3. Tanımlayıcı İstatistikler	46
Tablo 4.4. Spearman Korelasyon Test Sonuçları.....	47
Tablo 4.5. Varyans Şişirme Faktör (VIF) Değerleri	48
Tablo 4.6. Model ve Değişken Bazlı Yatay Kesit Bağımlılığı	49
Tablo 4.7. Model ve Değişken Bazlı Homojenite.....	50
Tablo 4.8. CIPS-CADF 2.Nesil Birim Kök Test Sonuçları	51
Tablo 4.9. FIKD'nin Sabit-Rassal Etkiler Modeli Belirleme	52
Tablo 4.10. AKO'nun Sabit-Rassal Etkiler Modeli Belirleme	53
Tablo 4.11. FIKD Modeli Tahmin Sonuçları.....	54
Tablo 4.12. AKO Modeli Tahmin Sonuçları	55

GİRİŞ

Küreselleşmenin etkisi ile işletmelerin rekabet koşulları değişmiş, yerel rekabet koşullarında rekabet eden işletmeler küresel rekabet ortamı ile karşı karşıya kalmışlardır. Küresel rekabet koşullarının ağırlığı ve işletmelerin bu rekabet koşullarıyla başa çıkmada yaşadıkları zorluklar, işletmeleri kendilerini bu koşullarla başa çıkacak şekilde yenilemeye yönlendirmiştir. Kurumsallaşma açısından bakıldığında bu yeniliklerden en önemlisinin işletmelerin sahiplik yapılarında meydana gelen değişiklikler olduğu görülmektedir.

Sahiplik yapısı incelendiğinde bu kavramın önemli iki bileşeni olan sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği kavramların incelenmesi gerekmektedir (Grob, 2006: 10; Faccio ve Lang, 2002: 366). Sahiplik yoğunluğu, işletmede payların önemli bir kısmının bir kişi ya da kişilerin elinde bulunmasını ifade etmektedir (Grob, 2006: 10). Sahiplik kimliği ise işletmelerde payların önemli bir kısmını kontrol eden en büyük pay sahiplerinin kimlikleri olarak tanımlanabilmektedir (Tükenmez vd., 2016: 626).

Sahiplik yapısı, hisse sahiplerinin firma yöneticileri ile ilişkisi ve firma yönetiminin ne ölçüde hisse sahiplerinin tasarrufunda olup olmadığı şeklinde tanımlanabilir. Finansal anlamda bakıldığında sahiplik kavramının temelinde sermaye sahipliğinin olduğunu söylemek mümkündür (Topaloğlu vd., 2016:88). Sahiplik yapısı, firma performansı dolayısıyla firmanın finansal performansı üzerinde etkili olduğu birçok çalışmada ele alınmıştır. Sahiplik yapısı ayrıca firmaların finansman kararları üzerinde de oldukça etkili olduğu düşünülmektedir.

Araştırma alanının BIST Banka endeksinin seçilmesinin nedeni, bankacılık sektörünün performansının ülke ekonomisiyle paralel bir yapıya sahip olmasıdır. Bankacılık sektörünün güçlü olması, ilgili ülke ekonomisinin de güçlü olmasını sağlayacaktır. Bankacılık sektörü fon akışını sağlamak, ülkelerin maliye

politikalarının yürütülmesine yardımcı olmak gibi önemli görevleri bulunmaktadır. Sektörün büyümesi ve gelişmesi ülke ekonomisinin de büyümesini ve gelişmesini sağlayacaktır (Yetiz, 2016:107).

Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sahiplik yapısı kavramı incelenmiş, dokuz tür sahiplik yapısı olduğu görülmüş ve bunlar başlıklar ayrı ayrı incelenmiştir. Ayrıca sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişki de ele alınmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde sermaye yapısı kavramı incelenmiş, sermaye yapısını etkileyen faktörler ele alınmıştır. Literatür incelediğinde sermaye yapısını etkileyen üç temel faktör olduğu görülmüş ve bunlar başlıklar halinde incelenmiştir. Ayrıca sermaye yapısıyla ilgili temel yaklaşımlar da başlıklar halinde incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde hem ulusal hem de uluslararası alanda yapılan çalışmaların literatür incelemesi yapılmıştır.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise sahiplik yapısının firmaların finansman kararlarına ve finansal performansa etkisi ile ilgili BIST Banka endeksine yönelik yapılan araştırma yapılmış ve sonuçlar detaylı bir şekilde açıklanmaya çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SAHİPLİK (MÜLKİYET) YAPISI

Bu bölümde çalışma ile ilgili kavramsal bilgiler açıklanacaktır. Sahiplik yapısı ve türlerine, sahiplik yoğunluğuna, sermaye yapısı, sermaye türlerine ve sermaye yapısı yaklaşımlarının incelenmesine yer verilecektir.

1.1.SAHİPLİK (MÜLKİYET) KAVRAMI

Sahiplik (Mülkiyet) Türk Dil Kurumu (TDK)'na göre “*Kendisinin olan bir şeyi yasa çerçevesi içinde dilediği gibi kullanabilme hakkını taşıma durumu, iyelik, mülkiyet.*” olarak ifade edilmektedir (TDK, 2021).

Sahiplik, geçmişten günümüze gelen bir süreçte birbirinden farklı bir şekilde tanımlanmıştır. Sahiplik hem ekonomik hem de hukuki bir olaydır. Ekonomik olarak ele alındığında ticaret amaçlı üretilen herhangi bir şeyin alınıp satılmasıyla ilgili elde edilen haklıdır (Challaye, 1969:5). Başka bir tanıma göre, sahiplik (mülkiyet) anlam olarak, sadece toprak olarak düşünülmektedir. Gerçekte, sahiplik (mülkiyet) terimi, bir varlığın kullanımını elinde bulundurma ve işleme hakkını ifade etmektedir (Özgener, 2000:178).

1.2. SAHİPLİK YAPISI TÜRLERİ

Mülkiyet (sahiplik) yapısı çeşitleri; aile sahipliği, yönetici sahipliği, kamu (devlet) sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, yabancı sahiplik ve dağılık sahiplik olarak sıralanabilir (Şamiloğlu ve Ünlü, 2010:66).

1.2.1. Aile Sahipliği

Aile şirketleri dünya çapında işletmelerin temel yapı taşı oluşturur (Cadbury, 2000:5). Diğer bir ifade ile aile şirketleri ülke ekonomisinde önemli bir yere sahiptir. Aile şirketlerinde kontrolün ellerinde bulunması ve aile içinde kalması adına yetkililer aynı aile bireylerinden oluşmaktadır. Bu bağlamda, firmada yetkili ya da yönetici olabilmek için eğitim, tecrübe gibi somut etkenler yerine söz sahibi ortak olan ailenin bir bireyi olması etkili olacaktır (Sayman, 2012:85). Başka bir deyiş ile aile şirketlerinde yönetimin hâkim ortağın aile içinde kalması için işleri yürütecek yöneticinin eğitim ve tecrübesinin olmasının önemli olmadığı bunun yerine ailenin içinden olması yeterli olacağı belirtilmektedir.

Aile şirketleri yönlendirilebilir ve kontrol edilebilir olduklarından ülke ekonomisine önemli katkılar sağlamaktadır. Aile şirketlerinin ulusal ekonomideki payına bakılacak olursa İngiltere %75, Hindistan, Latin Amerika, Uzak Doğu ve Orta Doğu ülkelerinde ise %95 gibi oranlardan oluşmaktadır (Cadbury, 2000:2). Birbirinden farklı nedenlerle başarısız olan işletmeler vardır. Ancak aile şirketlerinin en yaygın başarısız olmasının nedeni liderlik planlamasındaki başarısızlıklardır (Poza ve Daugherty, 2020:6)

1.2.2. Yönetici Sahipliği

Firmalarda yönetici olarak görev yapanların firmanın sermayesini temsil eden hisse senetlerinin bir kısmını veya tamamını ellerinde bulundurmasıdır (Gör vd., 2016:683). İşletmeler, çıkar çatışmalarının önüne geçmek için diğer bir deyiş ile kendi çıkarlarının önüne geçmek için üst düzey yöneticilerini teşvik amaçlı hisse sahibi yaparlar. Teşvik mekanizmasıyla olası çıkar çatışmalarını ortadan kaldırmaktadır (Himmelberg ve Hubbardand Palia, 1999:353-84). Dağınık sermaye ile yönetilen işletmelerde hâkim ortağın olmamasından dolayı yönetici sahipliğinin en etkin olduğu sahiplik türü dağınık sahipliğidir. Yönetici, hâkim hissedarın olmamasıyla çok az bir hisse oranı ile dağınık sermaye sahipliği ile yönetilen işletmelerde tüm kontrolü elinde bulundurabilir (Sakınç, 2008:49). Topaloğlu (2017:34) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal anlayışla yönetilen firmalarda, firma ile ilgili karar alınma aşamasında firmanın bütün hissedarlarının söz sahibi olmaları halinde firma değerinin yükseleceği belirtilmektedir.

1.2.3. Kamu (Devlet) Sahipliği

Kamu (Devlet) sahipliği, sermayenin (anaparanın) hepsi ya da çoğunluğu dolaylı veya doğrudan devlete ait olan kâr elde etmekten çok kamu ve sosyal hizmetler için kurulmuş endüstriyel ve ticari nitelik taşıyan kuruluşları ifade etmektedir (Korkut, 2007:6). Ülkemizde kamu sahipliğindeki işletmeler Kamu İktisadi Teşebbüs (KİT) olarak adlandırılmaktadır. Kamu otoritelerinin ülkelerin ileriye dönük belirlenen hedefler doğrultusunda ilerleyebilmeleri için ekonomik, ideolojik ve sosyal gibi değişik nedenlerle müdahalelerde bulunmaktadır (Sayman, 2012:105). Dünyada kamu sahipliğini en etkin kullanan ülkelerin başında İsveç gelmektedir. İsveç'te 55 işletme kamuya aittir. Yaklaşık 190.000 kişinin istihdam edildiği 55 işletmenin 41'ine tamamen, geriye kalan 14 işletmeye ise kısmen sahiptir (State Ownership Policy, 2006:3).

1.2.4. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

Kurumsal yatırımcılar sermaye piyasalarında yatırımlar yapan kuruluşlar olup, uzman yatırım danışmanları aracılığıyla müşterilerinin emeklilik ve hayat sigortası fonlarını diğer menkul kıymetlerde değerlendiren piyasa aktörleridir (Sakınç, 2008:28). Başka bir deyişle, kabul edilebilir risk yani düşük risk ile maksimum getiri elde etmek için küçük yatırımcılardan topladıkları tasarrufları yöneten finansal kurumlardır (Davis, 1996:5-6). Zor ve Aslanoğlu (2005:184-196)'na göre kurumsal yatırımcılar, gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarına yön veren en önemli unsurdur.

1.2.5. Yabancı Sahipliği

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomisinin en önemli finansman kaynaklarından birisi de doğrudan yabancı sermaye girişidir. Firmalara dışarıdan yabancı firmalar tarafından yapılan yatırımlar önemli bir sermaye kaynağı olarak görülmektedir. Yerli firmalarda yabancı firmaların sayısının artması o firmanın güvenilir firma olduğu ve buna bağlı olarak firma değerine katkıda bulunmaktadır (Kılıç, 2017:80-81). Buna karşın Nur (2016:16) çalışmasında, bir firmada hisselerinin olduğu yabancı yatırımcılar, yöneticinin menfaatleri doğrultusunda oy kullanabileceği için hissedarlar için her zaman olumlu sonuç veremeyeceğini belirtmektedir.

1.2.6. Dağınık Sahiplik

Dağınık sahiplik, firma kontrolünün bir kişide olmadığı, yönetimin birden fazla hissedar ile paylaşıldığı durumu ifade etmektedir. Bu firmalarda hâkim hisse sahibi olmadığından genel kurulda seçilen üst düzey yöneticiler firmanın en yetkili kişileri olmaktadır (Sakıncı, 2008:44-45). La Porta vd. (1999:471-517) tarafından yapılan çalışmada dağınık sahipliği, işletmelerde hiçbir hissedarın %10'dan fazla oy hakkına sahip olmaması olarak tanımlanmıştır.

Firmanın sahipleri arasında hisse çoğunluğuna sahip ortakların olmadığı ve sayıca fazla ortaklar tarafından oluşturulan firmalar, dağınık sermaye sahipliğine sahiptirler (Sayman-2012:108-109). Kılıç (2017:82-83) çalışmasında, bu tip işletmelerde hissedar olan şahıslar herhangi bir gruba veya topluluğa bağlı olmadığını belirtmektedir. Coffee (2001:78-82) çalışmasında dağınık sahipliğinin var olduğu ülkelerin ekonomilerinde aşağıda belirtilen özellikleri sıralamıştır. Buna göre;

1. Piyasaları güçlüdür.
2. Finansal rapor hazırlama standartları katıdır.
3. Yüksek şeffaflık mevcuttur.
4. Firma denetim ve kontrolü ciddi disiplin mekanizmasına sahiptir.

1.3. SAHİPLİK YOĞUNLUĞU

Sahiplik yoğunluğu, Bir işletmenin sermayesinin çoğunluğuna bir ya da birkaç şahsın sahip olması ve buna bağlı olarak sahiplik hakkının ve kontrol gücünün bir ya da birkaç şahısta toplanması olarak ifade edilmektedir (Ersoy ve Çetenak, 2015:509-510).

Bir firmanın paylarına oransal olarak en fazla sahip ortak ya da ortak grubunun hissesi ne kadar yüksekse, sahiplik yoğunluğu da o kadar yüksektir. Bir firmanın paylarına oransal olarak en fazla sahip ortak ya da ortak grubunun hissesi ne kadar düşükse, sahiplik yoğunluğu da o kadar düşüktür (Aktaran: Berezneak, 2007:88). Berle ve Means (1932), sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu firmalarda düşük oranlara sahip yatırımcıların firma yönetimi üzerinde söz sahibi olması imkansızdır. Sahiplik yapısında artan yoğunlaşmaya bağlı olarak, bir ortak ya da ortak grubunda toplanan pay yoğunluğu, firma yönetiminin de ortak veya ortak grubunda toplanmasını sağladığını belirtmektedir.

Çalışmada sahiplik yoğunluğu değişkenleri olarak birinci ve ikinci en büyük ortak ve halka açıklık oranı olarak ele alınmıştır.

1.3.1. Birinci ve İkinci En Büyük Ortak

Firmanın en fazla hisse senetlerini elinde bulunduran kişi ya da yatırım şirketleri birinci en büyük ortak olarak ifade edilebilir. En fazla hisse senedine sahip olduğu için yönetimde de buna bağlı olarak söz hakkına sahiptir. Böylelikle en büyük ortağın elindeki pay senedi fazla olması sonucu yönetim ile ortaklar arasındaki temsil maliyetlerini de azaltmaktadır (Nur, 2016:18).

En büyük ortağın hisse değeri, öz kaynakların toplamına oranlanarak hesaplanmaktadır (Bayrakdaroğlu, 2010:15). İkinci en büyük ortak ise en fazla hisse senetlerini elinde bulunduran ortaktan sonraki en fazla hisseye sahip ortak olarak açıklanabilir. Ortaklık yapısında ikinci en büyük ortağın olması en fazla hisseyi elinde bulunduran ortağın yönetimdeki kontrolünü sınırlandırmaktadır. Güngör (2012:10) çalışmasında, işletmede ortakların sayısının fazla olması, ortaklar arasında çatışmalar çıkmakta ve buna bağlı olarak da işletme performansının olumsuz etkilendiğini belirtmektedir.

1.3.2. Halka Açıklık Oranı

Halka açıklık oranıyla ilgili farklı tanımlar bulunsa da en yalın haliyle halka açıklık oranı, şirketin ihraç edilen hisse senetlerinin şirketin toplam hisse senetlerine oranı olarak ifade edilebilir (Bostancı ve Kılıç, 2010: 7).

Halka açıklık başka bir deyişle dolaşımdaki payların oranının düşük veya yüksek olmasının olumlu ya da olumsuz birtakım sonuçları vardır. Dolaşımdaki oranının yüksek olması halinde işletme finansal piyasalardaki ekonomik oynaklıktan çok fazla etkilenir. Buna bağlı olarak ekonomik belirsizlik durumlarında işletme riski artar. Halka açıklık oranının düşük olması halinde ise işletme paylarının likitliği, talebi ve fiyatı düşük olacağından pay senedi hak ettiği değeri finansal piyasalarda bulamayabilir. Bundan dolayı işletmeler, faydasının yüksek olduğu oranı belirlemek zorundadır (Akusta, 2019:8).

1.4. SAHİPLİK YAPISI İLE FİNANSAL PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİ

Firmaların finansal performanslarını etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Sahiplik yapısı da bu faktörlerden biridir. Pazarın küreselleşmesiyle gelişen finansal piyasalarda işletmelerinin fon ihtiyaçlarının artmasını ortaya çıkarmaktadır. Bundan dolayı işletmelerin sahiplik yapılarında değişimler gerçekleşmektedir (Topaloğlu ve Ege, 2018:10). İşletmelerde sahiplik yapısı olarak aile, devlet, yabancı, yönetici, kurumsal yatırımcı ve dağınık sahiplik olarak incelenmektedir. İşletmelerde sahiplik yapılarının farklı olması finansal performanslarının farklı sonuçların ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Kılıç ve Ayrıçay, 2018:178). Firmaların rakip firmalar ile rekabet gücünün göstergesi olarak finansal performanslarının ölçülmesi önemlidir (Topaloğlu, 2017). Sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyle ilgili yapılan çalışmalarda fikir birliğinin olmadığı görülmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalardan ilki Berle ve Means (1932) tarafından yapıldığı bilinmektedir. Berle ve Means (1932) çalışmalarında, sahiplik yoğunluğunun artması sonucu firmanın performansını negatif etkileyeceği belirtmektedirler. Bundan dolayı işletmelerin sahiplik seviyeleri ile işletme performansı arasında negatif ilişkinin olması gerektiğini savunmaktadırlar. Öte yandan Demsetz ve Lehn (1985) ise yapmış oldukları çalışmada ise sahiplik oranının içsel faktörler ile belirlendiği, birbirinden farklı olduğu birbirleriyle herhangi bir bağın olmadığını belirtmişlerdir. Demsetz ve Lehn (1985)'in görüşlerini destekler nitelikte çalışmalar da mevcuttur (Agrawal ve Knoeber, 1996; Cho, 1998; Himmelberg, Hubbardand Palia, 1999; Demsetz ve Villalonga, 2001 ve Welch, 2003).

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KAVRAMI VE TEORİLERİ

2.1. SERMAYE VE SERMAYE YAPISI KAVRAMLARI

Bir işletmenin üretim sürecini başlatabilmesi için gerek duyduğu; araçlar, makineler, binalar ve nakit kavramlarını toplamı olarak ifade edilmektedir. İşletmelerin, sermayeleri sadece üretim araçları değil daha fazlasını kapsamaktadır. Genel olarak işletmenin mali gücü olarak ifade edilmektedir. Sermaye yapısı ise işletmenin pasiflerini ne şekilde elde ettiklerini, borçlanma oranları (kısa ve uzun vadeli borçlanma), öz sermaye oranı ve karın ne kadarının işletmede kalacağına karar verilmesinde yardımcı olan yapı olarak ifade edilmektedir. Genel olarak sermaye yapısını oluşturan iki unsur söz konusudur (Küçüksavaş, 2001:329). Bunlar;

1. Öz Kaynak
2. Yabancı Kaynaklar

2.2. ÖZ SERMAYE

Öz sermaye, işletme sahiplerinin ve pay sahiplerinin işletmenin kuruluşu için ya kuruluş aşamasında ya da daha sonraki süreçte ödedikleri (yatırımlar) ve sermaye yapısı kararına göre ortaklara dağıtılmamış kar miktarı ile oluşmaktadır. Öz kaynak işletmenin faaliyetlerin sürdürebilmesi için ihtiyaç duyduğu mali güç olarak da

tanımlanmaktadır (Akgüç, 1998). İşletmelerin öz sermayesinin sermaye yapısındaki payının yüksek olması işletmenin dışa bağımlılığını düşürmektedir. Bu nedenle öz sermaye işletmeleri bağımsızlığı için oldukça büyük önem arz etmektedir (Başkaya ve Değer, 2003:260). İşletmelerin öz kaynak elde etmek için başvurdukları bir kaynak da halka açılarak senet satışı yapması olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.2.1. Pay Senedi

Pay senedi, anonim ortaklık yapısına sahip ve sermayesi bölünmüş işletmelerin, toplam sermayesini belli bir yüzdesini temsil eden menkul kıymetler olarak açıklanmaktadır. Başka bir açıklamayla, anonim şirketler tarafından piyasaya sürülen ve ortaklık sermayesine katılım oranını temsil eden değerli evrak olarak açıklanmaktadır (Koruyan, 2001:82-83). Pay senedi risk açısından değerlendirildiği zaman sonsuz vadesi olması ve işletmenin kar-zarar durumuna göre fiyat esnekliğinin olması en riskli yatırım araçları arasında gösterilmektedir. Pay senetlerin farklı türleri söz konusudur (Aydın vd., 2013:83). Bunlar;

1. Nama ve Hamiline Yazılı Pay Senetleri
2. Adi ve İmtiyazlı Pay Senetleri
3. Bedelli ve Bedelsiz Pay Senetleri
4. Primli ve Primsiz Pay Senetleri

2.2.1.1. Nama ve Hamiline Yazılı Pay Senetleri

Nama yazılı pay senetlerinde, şirketin defterinde isimleri yazılı olan kişiler adına hazırlanan ve mülkiyet devri açısından söz konusu sözleşme de aksine bir ifade bulunmadığı sürece senedi satın alan kişiye teslim edilmesi ve pay defterine yazılması şeklinde satın alınan senetler olarak açıklanmaktadır. Hamiline yazılı senetlerde ise, mülkiyet hakkını satın alan kişiye mülkiyet devrini yapılması ile gerçekleştirilen pay senetleridir. Bu tür senetlerin çıkartılabilmesi için, şirketlerin pay senetlerini hepsini ödemiş olması gibi şart söz konusudur. Namına senetlere oranla, hamiline senetlerin devri daha kolay bir şekilde yapılmaktadır (Sarıkamış vd., 2008:85).

2.2.1.2. Adi ve İmtiyazlı Pay Senetleri

Adi pay senetleri, senedi elinde bulunduran kişiye aksi belirtilmediği sürece diğer ortaklarla eşit hakları sağlayan ve yönetim kararlarında söz sahibi olma hakkı veren senetler olarak açıklanmaktadır. Şirketin kâr payı dağıtımında ve tasfiye durumlarında

diğer yatırımcılar ile eşit kar alma hakkına olanak sağlayan senetlerdir. Şirketin faaliyetleri sonucunda kar elde etmesi ve bu karın ne kadarının ortaklara dağıtılacağı ve ne kadarının yeni pay senedi ile ödeneceği gibi kararlar şirket genel kurul kararı ile belirlenmektedir. Faiz ödemesi yapmak istemeyen yöneticilerin, istifasını istemek diğer yatırımcılara verilen bir haktır. Muhalifler arasında çıkabilecek olan yönetim savaşılarından dolayı adi pay senedi sahiplerine öncelikli satın alma hakkı tanınmıştır. Bu karar şirket paylarının oransal olarak el değiştirip şirketin mevcut ortaklarının pay oranlarının korunmasını sağlamak ve yönetimdeki istikrarı sürdürebilmek amacıyla alınmış bir karardır. Tasfiye bakiyesine katılma konusunda da adi pay senetlerini ellerinde bulunduran pay sahiplerinin eşit hakları muhafaza edilmiştir (Gürsoy, 2007:732-739).

İmtiyazlı senetler, kural olarak sahiplerine eşit haklar sağlayan senetlerdir. Fakat nominal ve parasal olarak değerleri aynı oran senetler A ve B grubu senetleri olmak üzere iki grupta incelenmektedir. Senetlerin sağladığı haklar eşit olmasına rağmen B grubu pay senetlerine sahip olan yatırımcıların A grubu yatırımcılarına oranla yönetim, tavsiye ve kar dağıtımındaki kararlar da daha güçlü bir söze sahip oldukları gözlemlenmektedir. Yönetim kararlarında A grubu bir oy hakkı verirken B grubuna beş oy hakkı verilmektedir. Bundan yola çıkarak adi pay senedine sahip kişilere oranla, yönetim, kar dağıtım payı ve tasfiye kararlarında imtiyazlı senetlere sahip kişilere daha fazla ayrıcalık tanındığını söylemek mümkün olmaktadır (Göktürk vd., 2013:34-35).

2.2.1.3. Bedelli ve Bedelsiz Pay Senetleri

Ticaret kanunu gereği veya genel kurul kararı gereğiyle işletmede dağıtılmayan kar oranı, gayrimenkul satış kazançları ve yeniden değerlendirme de artış fonları ilave edilerek arz edilen hisse senetleri ise bedelsiz pay senetleridir. Bedelsiz olarak açıklanmaların nedeni ise işletme ortaklarının herhangi bir bedel ödemediği için sahip olmalarıdır (Karslı, 1995:480-483).

2.2.1.4. Primli ve Primsiz Pay Senetleri

Senetlerin üzerinde yazılı olan değer nominal değer olarak açıklanmaktadır. Mevzuata göre her menkul değer üzerinde yazılı olan bir değere sahiptir. TTK'nin 347. Maddesine göre pay senetlerinin üzerlerinde yazılı olan değerden arz edilmesi durumunda primsiz pay senedi olarak ifade edilmektedir. Eğer ki pay senedinin

üzerindeki değerden daha yüksek bir değer ile ihracı söz konusu olursa primli pay senedi olarak tanımlanır.

2.2.2. Oto Finansman Kaynakları

İşletmenin mali dönem sonunda kâr payı dağıtmak yerine işletmeyi finanse etmek için, faaliyetlerin de elde ettikleri kâr payının işletmenin içinde tutulması olarak açıklanmaktadır. Oto finansman, işletmenin yabancı kaynak kullanmak yerine kendi kendini finanse etmesine olanak sağlamaktadır (Pekkaya, 2006:183-209).

Oto finans açık ve gizli olmak üzere iki şekilde yapılmaktadır. İşletmenin faaliyetlerinde elde ettikleri karı işletme içinde tutmasına açık oto finansman denilmektedir. İşletmenin mali dönem sonunda kazandığı karı düşük gösterecek şekilde oto finans yapmasına ise gizli oto finans adı verilmektedir. Muhasebe standartları çerçevesinde işletmeler, kriz dönemlerinde gizli oto finansman yoluyla kendilerini sık sık finanse etmektedir (Gücenme, 2005:46). Gizli oto finans yolu genellikle şüpheli alacaklar miktarının olduğundan daha fazla gösterilmesi ile yapılmaktadır. Oto finans tekniği ele alındığı zaman genel anlamda, üç terim karşımıza çıkmaktadır. Bunlar aşağıda açıklanmaktadır.

Yedekler: Yedekler genel anlamda işletmenin, olası beklenmedik bir durumda genel yönetim kurulu kararıyla ayrılan finans olarak açıklanmaktadır. Yedekler genel anlamda iki şekilde incelenmektedir.

1-Sermaye Yedeği: Sermaye yedeğinin elde edilmesi için birkaç farklı yol vardır. Bunlar;

Hisse senedi ihraç primleri: İhraç edilen senetlerin nominal değerden daha yüksek bir değere satılması ile edilen finans kaynağıdır. İşletmeler bu kaynağı mali raporlarda ayrı olarak göstermek zorundadır.

Hisse senedi iptal kararı: Bedelleri mahsup edilmiş hisse senetlerinin iptal edilerek yeni senetlerden elde edilen ve hasılat noksanı kapatıldıktan sonra artan miktarı ifade eden bir oto finans kaynağı olarak karşımıza çıkmaktadır. Türk Ticaret Kanunu'na göre yasal yedek akçe olarak kabul edilmesine rağmen, muhasebe raporlarında yedek dışında farklı bir raporda gösterilmesi yaygın olarak kullanılan bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır (Gençoğlu, 2013:38).

Borsada oluşan değer artışları: İşletmenin borsada işlem gören varlıklarının maliyetin üzerinde getiri getirmesi olarak açıklanmaktadır. Ayrı bir raporda gösterilmektedir (Gücenme, 2001:46).

Sermaye düzeltmesinde ki olumlu farkları: İşletmenin ödenmiş olan sermayesinde ki enflasyona bağlı olan artış miktarıdır.

2-Kar Yedeği: İşletmenin faaliyetlerinden elde ettikleri karın dağıtılmayan kısmının işletme içinde tutulması ile elde edilen finans kaynağıdır.

Amortismanlar: İşletmelerin üretim ve diğer faaliyetlerine devam edebilmesi için kullandıkları makine, teçhizat ve diğer duran varlıkların zaman içinde hem kendi yıpranma payları hem de teknolojik gelişmelerden dolayı değer kaybetmeleri olarak açıklanmaktadır. İşletmelerin genel ilkelerinden biri olan devamlılık ilkesinden kaynaklı sürekli ileriye dönük yatırım yapmaları gerekmektedir. Yıpranan ve ihtiyacı karşılamayan makinelerin yerine alınacak olan yeni makine ve teçhizatlar için işletmeler bir miktar finans ayırmaktadır. Bu finans kaynağı işletme içinde tutularak bir sonraki makine teçhizat alımlarında kullanılarak işletmenin daha planlı bir mali düzene sahip olmasına olanak sağlamaktadır (Gücenme, 2001:46).

Karşılıklar: Dönem sonunda işletmenin hesap etmediği muhtemel giderlerini karşılanması için ayırdıkları finans miktarıdır. Amortisman giderleri de karşılıkların içine dahil edilmektedir (Gençoğlu, 2013:38).

2.3. YABANCI KAYNAKLAR

İşletmelerin öz kaynakları bazen faaliyetlerinin sürdürebilmesi için ellerinde ki öz kaynaklar yetersiz kalmaktadır, bu durumlar da işletmeler yabancı kaynaklarla (uzun vadeli borç orta vadeli borç veya kısa vadeli borç) kendilerini finanse etmektedir. Bu borçlanmaların faiz giderleri gibi ek maliyetlerinin yanı sıra işletmeyi dışa bağımlı hale gelmesine sebebiyet vermektedir. Bundan dolayı işletmelerin yabancı kaynak kullanımını sınırlandırması işletmenin hem maliyetlerini düşürebilmesi için hem de bağımsızlığını elde tutabilmesi açısından önem arz etmektedir (Yalçınar, 2008). Yabancı kaynak kullanımının hem avantajlı hem de dezavantajlı yönleri vardır (Akgüç, 2002). Bunlar aşağıda sıralanmıştır.

Avantajları;

1. Yabancı kaynağını sabit faizli olması durumunda işletmeye maliyeti bellidir. İşletmenin elde ettiği kar oranına yabancı kaynak sağlayan kişinin iştirak etmeye hakkı yoktur.
2. Yabancı kaynakla, finansa işletme sahipleri ve ortakları yetkilerini paylaşmak zorunda kalmazlar.
3. Faiz ödemelerinin, gider olarak gözükmelerinden dolayı vergi miktarından düşürülmesi işletme için avantajdır.
4. Sözleşmeye eklenecek maddeler ile esnek borçlanma olanağı sağlanabilir bu da işletme için avantaj olarak görülmektedir.
5. Belirli bazı koşullar altında finansal kaldıraç olumlu etkisi ile daha yüksek kar elde edilebilir (Akgüç, 2002:646).

Dezavantajları;

1. İşletmenin satış ve kar oranında dalgalanmalar olursa, işletmenin borcu zamanında ödeyememesi ve işletmenin varlığını tehlikeye düşmesi anlamı taşımaktadır.
2. Finansal kaldıraç etkisiyle işletmenin kârlılığını yükseltse dahi anonim ortaklıklarda hisse senedinin değerinde düşüşe neden olduğundan işletme riskini arttırmaktadır.
3. Yabancı kaynağın, vadesi ne kadar uzun olsa dahi bir gün ödeme günü geleceğinden dolayı işletmenin bu ödemeler için yeni bir bütçe ayırması gerekmektedir. Bu da dağıtılan kâr payının düşmesi anlamına gelmektedir.
4. Özellikle uzun vadeli borçlarda, işletmelerin yaptıkları planların yanlış gitmesinden dolayı borcu ödeme konusunda zorluk yaşayabilecekleri de bir dezavantaj olarak karşımıza çıkmaktadır.
5. Orta ve uzun vadeli yabancı kaynaklarda, kaynağı sağlayan kişilerin borcun ödenmesi için işletmeye kısıtlamalar getirmesi de mümkündür. Bu da işletmenin bağımsızlığını düşürmektedir (Akgüç, 2002:647).

Yabancı kaynaklar vade biçimlerine göre incelenmektedir (Okka, 2006).

Bunlar;

1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
2. Orta ve Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

2.3.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Kısa vadeli yabancı kaynaklar, vadesi bir yılı aşmayan yabancı kaynaklardır. İşletmeler genellikle ara malzeme ve hammaddelerini ticari kredi kullanarak satın almaktadır (Akgüç, 2002:528).

Kısa vadeli krediler, alıcının malı satın almak için satın alım aşamasında bir ödeme yapmaması ve satıcının ödeme için alıcıya belli bir vade tanınması olarak açıklanmaktadır. Özellikle küçük işletmeler tarafından tercih edilen kısa vadeli krediler, satışların yükselmesine olanak sağlamaktadır. Çünkü üretim için gerekli hammaddelerin kredilendirilmesi üretiminin aksamamasına olanak sağlamaktadır (Aydın, 2004:238).

Kısa vadeli yabancı kaynaklar altı grupta incelenmektedir (Akgüç, 2002:527). Bunlar;

- Kısa vadeli ticari krediler
- Kısa vadeli banka kredileri
- Para piyasasında satılan kısa vadeli bonolar
- Alacakların menkul değer şekline dönüştürülmesi
- Faktöring
- Diğer kısa vadeli yabancı kaynaklar

2.3.2. Orta ve Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

İşletmelerin vadesi en az 1 yıl en fazla 10 yıl olarak kullandıkları kaynaklar yabancı kaynaklar olarak tanımlanmaktadır (Akgüç, 2002:597). Orta vadeli yabancı kaynaklar genel olarak şu şekilde sıralanmaktadır;

- Orta vadeli banka kredileri
- Taksitli donatım kredileri
- Dönen (rotatif) krediler
- Orta vadeli satıcı kredileri
- Uluslararası finans kuruluşlarından borçlanma
- Finansal kiralama (Leasing)
- Forfaiting

İşletme finanse etmek için en önemli kaynaklar arasında yer alan uzun vadeli yabancı kaynaklar, genellikle yatırım araçlarının finansında kullanılmaktadır. En

önemli avantajı uzun vadede ve işletme bütçesine uygun olarak ödenmesidir. En büyük dezavantajı ise işletmenin finansların kullanırken ki esnekliğini zayıflatmasıdır. Uzun vadeli yabancı kaynaklar, tahvil veya banka kredisi ile elde edilmektedir (Pamukçu, 1999:244). Uzun vadeli yabancı kaynaklar genel anlamda şu şekilde sıralanmaktadır;

- Bankalardan sağlanan uzun vadeli krediler
- Tahvil ihracı yoluyla sağlanan uzun vadeli kaynaklar
- Bankalar dışındaki finans kurumlarından ipotek karşılığı sağlanan krediler
- Diğer uzun vadeli yabancı kaynaklardır

2.4. SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Sermaye yapısının etkileyen faktörler genel anlamda üç başlık altında toplanabilir.

Bunlar;

1. Genel Ekonomik Durum
2. Endüstrinin Özellikleri
3. Firmanın Özellikleri

2.4.1. Genel Ekonomik Durum

Firmalar, sermaye yapısını belirlerken içinde buldukları ekonominin genel durumunu çok iyi analiz etmelidir. Firmaların sermaye yapısı ile ilgili kararlar alırken dikkat ettikleri en önemli hususlardan bir tanesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Genel ekonomi ile ilgili dikkat edilmesi gereken hususlar genel olarak şu şekilde sıralanmaktadır (Akgüç, 1998:505);

- Ekonomin geleceği ile ilgili yapılan tahminler.
- Firmanın faaliyet gösterdiği alandaki gelişmeler.
- Sermaye piyasasındaki gelişmeler.
- Vergi oranları ve bu oranlarda ki olası değişimler.
- Döviz kurlarındaki dalgalanmalar.

Bu hususlar içerisinde ki vergi ile ilgili ilk çalışma, 1958 yılında Modigliani-Miller tarafından yapılmıştır. Bu çalışma firmaların değeri ile olan ilişkiler bakımından yapılmış ilk ve en önemli çalışma olarak literatür de yer almaktadır. Bu çalışmalara göre yabancı kaynak aracılığıyla ödenen faizin, kurumlar vergisinde düşürülmesi çok

büyük bir avantajdır. Bundan dolayı işletmeler finanse olmak için yabancı kaynaklara başvurmaktadır. Yapılan birçok çalışma da verginin firma değeri için önemli bir husus olduğu konusun da fikir birliği sağlanmıştır (Huang ve Song, 2006:18).

2.4.2. Endüstrinin Özellikleri

Firmaların sermaye yapısı kararlarının etkileyen bir diğer faktör firmanın içinde endüstrinin özellikleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Endüstrinin sermaye yapısı kararlarının etkileyen unsurları şu şekilde sıralanabilir (Karadeniz, 2008);

- Mevsimsel hareketlenmeler.
- Konjonktür hareketlenmeler.
- Endüstri de ki rekabet düzeyi.
- Piyasa da yerleşmiş olan gelenek ve görenekler.

Rekabet düzeyinin yüksek olduğu endüstriler de faaliyet gören firmalar, gelecekle ilgili planlarında risk düzeyini minimize ederek, sabit ödemelerden kaçınmayı tercih edebilirler. Rekabetin düşük veya hiç olmadığı endüstrilerdeki firmalar ise kendilerini finanse ederken, yabancı kaynak kullanımında çekinmemektedir.

Endüstrideki iyileşme veya kötüleşme durumları için firmalar kendileri için en düşük riskteki sermaye yapısını bulmalıdırlar, aksi takdirde firma finans olarak zor durumda kalmaktadır. Bunun dışında endüstride yerleşmiş gelenekler ve kurallar işletme sermaye kararının etkileyen bir diğer husustur. Çünkü endüstrideki işletmelerin genelinde görülen gelenek ve görenekler ister istemez diğer işletmeleri de etkilemektedir (Brigham ve Houston, 2007:600).

2.4.3. Firmanın Özellikleri

Sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri araştırırken, firma özellikleri üzerinde oldukça durulan bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Sermaye yapısı kararlarını etkileyen firma özellikleri aşağıda kısaca açıklanmaktadır.

Firmanın Organizasyon Biçimi ve Hukuki Yapısı: Firmanın tek ortaklık olması durumunda firmanın sermaye yapısının etkileyen en önemli unsur, firma sahibinin kredibilitesi olarak açıklanmaktadır. Kredibilitesi düşük bir firma sahibinin yabancı kaynak bulması oldukça zor bir hal almaktadır. Bundan dolayı işletmenin sermaye

yapısı öz kaynakla finanse edilmek zorunda kalınmaktadır. Fakat kredibilitesi yüksek ise firmasını yabancı kaynakla finanse etmekte bir seçenek olacaktır (Akgüç, 1998: 509). Kısaca kredibilitesi yüksek olan firmaların kredibilitesine bağlı olarak yabancı kaynak bulma şansı değişkenlik göstermektedir. Kredibilitesi yüksek olan firmalar daha kolay yabancı kaynak bulabilirlerken kredibilitesi düşük olan firmalar ise yabancı sermaye bulmakta oldukça zorlanmaktadır.

Varlık Yapısı: Firmalarda genel olarak varlıklar, borçlara karşılık teminat niteliğindedir. Varlıkların kalitesi ve miktarı borç verenler için önem taşımaktadır. Varlıkları fazla olan firmaların yabancı kaynak bulmaları daha kolay bir hal almaktadır. Öte yandan varlıkların teminat niteliğinden görülmesinden dolayı daha düşük risk algılayan borç verenler daha düşük maliyetler ile işletmeye yabancı kaynak sağlamaktadır. Yapılan çalışmaların bir kısmında teminatların (varlıkların) kaldıraç ile arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanırken, bazı çalışmalar da ise ilişkinin negatif olduğu saptanmıştır (Nguyen ve Kayani, 2013:21).

Firmanın Karlılığı: Karlılık konusunda vergi temelli yaklaşımlarda işletmelerin karlarını artırmak için daha fazla yabancı kaynağa başvurmaları gerektiği savunurken, finansman hiyerarşisi teorisine göre ise yüksek kar elde eden işletmelerin daha az yabancı kaynağa başvurarak daha fazla kâr payı dağıtımını yaptıkları savunulmaktadır (Nunes ve Serrasqueiro, 2007:551).

Firmanın Büyüklüğü: Büyük firmaların, küçük firmalara göre faaliyet alanları daha geniş ve farklı olduğu için bir alanda zarar etmeleri halinde diğer faaliyet alanının da o zararı kapatmak gibi bir avantajları vardır. Bu da yabancı kaynak sağlayan, kurumlar için daha düşük risk taşıdığı için, büyük firmaların yabancı kaynak temin etmeleri daha kolay bir hale gelmektedir. Bundan dolayı büyük firmalar sermaye yapısına ilişkin karar verirken kendileri için en uygun yapıyı oluşturabilmektedir (Wiwattanakantang, 1999:386).

Büyüme Olanakları: Myers (1977), büyüme potansiyeli olan firmaların daha düşük kaldırıca sahip olacaklarını savunmaktadır. Bu sav kaldıraç ve büyüme arasında negatif bir ilişki olduğu sonucunu çıkarmaktadır. Benzer şekilde büyüme ve kaldıraç

arasındaki negatif ilişki Fauziah ve İskandar (2015) tarafından da desteklenmektedir (Achy, 2009:264). Buna göre büyüme potansiyeli olan işletmeler, varlıklarının yenileme ve daha fazla alan yayılma olanaklarına sahip olacaktır ve sermaye yapısındaki yabancı kaynağı azaltmaya yönelik politikalar izleyecektir (Fauziah ve İskandar, 2015:38).

Likidite Oranı: Yapılan birçok ampirik çalışmaya göre, borç oranı ve likidite arasında negatif bir ilişki saptanmıştır. Bu da likiditesi yüksek firmaların yabancı kaynak kullanımını düşük tuttuğu sonucunu göstermektedir, bu da finansal hiyerarşisi teorisi desteklemektedir (Sheikh ve Wang, 2011:123).

Yabancı Kaynak Dışı Vergi Kalkanı: Amortismanlar, yatırım kredileri ve vergi indirimi yabancı kaynak dışı vergi kalkanı olarak görülmektedir. Firmalar yabancı kaynaklara başvurmak yerine yatırım kredileri vergi indirimi, amortismanlar, vergi kredisi ve emeklilik fonları kullanabilmektedir. Bu da firmanın yabancı kaynağa daha az başvurmasına neden olmaktadır (Wiwattanakantang, 1999:385).

2.5. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ TEMEL YAKLAŞIMLAR

Sermaye yapısı ile ilgili yaklaşımlar genel olarak iki başlık altında incelenmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2008). Bunlar;

1. Klasik Yaklaşım
2. Modern Yaklaşım

2.5.1. Klasik Yaklaşım

Klasik yaklaşımların temelinde ki varsayımlar işletme maliyeti ve işletme değerine dayandırılmaktadır. Bu varsayımların özellikle aşağıda sıralanmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2008);

- Vergiler yok sayılmaktadır.
- Öz kaynakları azaltmak için borç alınmaktadır.
- Öz kaynak ve yabancı kaynak oranını düşürmek için öz kaynak artırımına gidilmektedir.
- Sermaye yapısı ile ilgili yapılan tüm faaliyetler maliyetsizdir.
- İşletme ortaklarının beklentileri birebir aynıdır.

- İşletmeler tüm kar oranlarını işletme ortaklarına dağıtmaktadır.
- Şirket zamana bağlı olarak karlılığı değişmektedir.
- İşletmelerin büyüme gibi bir durumu yoktur.
- İşletme riskleri değişmemektedir ve bu risklerin sermaye yapısı ile bir ilişkisi yoktur.

Sermaye yapısı ile ilgili üç oran söz konusudur. Bu oranlar formülleri ile birlikte aşağıda verilmektedir (Berk, 2010).

$$\text{Borçlanma Maliyeti} = \frac{\text{Yıllık Faiz Giderleri}}{\text{Borçlanma Pazar Değeri}} \quad \text{BM(1)}$$

$$\text{Öz Kaynak Maliyeti} = \frac{\text{Adi Hisse Senetlerine Düşen Gelir}}{\text{Dolaşımdaki Pay Senetlerinin Piyasa Değeri}} \quad \text{ÖKM(2)}$$

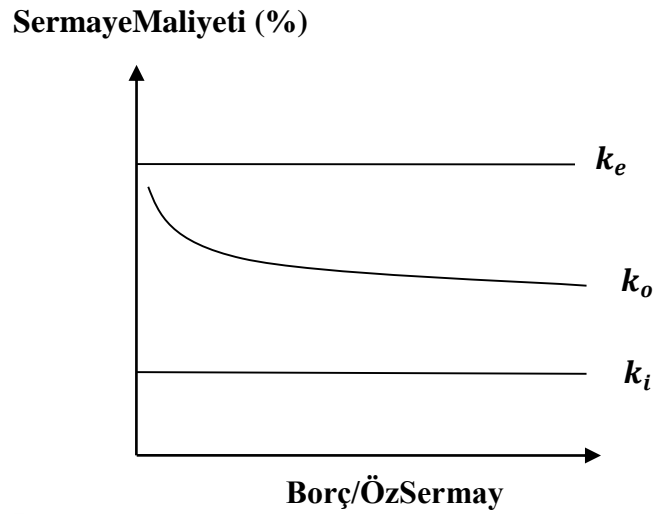
$$\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Şirket Değeri}} \quad \text{AOSM(3)}$$

2.5.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

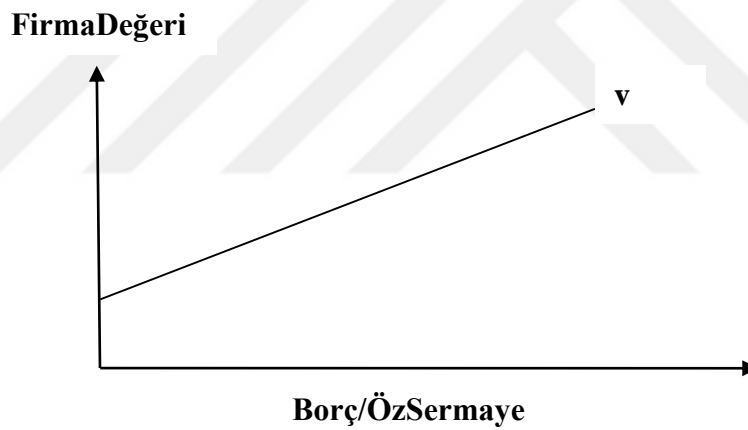
Net gelir yaklaşımına göre, firmanın finansal yapısını değiştirerek, sermayede ki ortalama maliyetinin düşürülmesiyle firmanın piyasa değerinin yükseltmesinin mümkün olduğu savunulmaktadır. Bu yaklaşıma göre firmalar maliyeti yüksek olan öz kaynak yerine maliyeti daha düşük olan yabancı kaynaklarla kendini finanse ederek, sermaye maliyetini düşürmektedir (Büker, 1997:316).

İlk olarak 1952 yılında David Durand tarafından ortaya atılan bu yaklaşım, kaldıraç oranının en fazla dikkate alındığı yaklaşım olarak karşımıza çıkmaktadır (Durand, 1952). Bu yaklaşımda vergiler yok sayılmakla birlikte, yabancı kaynak maliyetinin, öz kaynak maliyetinden daha düşük olduğu ve yabancı kaynak veya öz kaynak kullanımı arasında risk olarak herhangi bir farklılığın olmadığı ifade edilmektedir.

Büker'e (1997) göre bu yaklaşımın doğruluğunu tartışılabilmesi için iki varsayım söz konusudur. Bu varsayımlar (Akgüç, 2010:488-489); Yabancı kaynak veya öz kaynak ile finanse olmanın, maliyetleri oranı arasında herhangi bir farkın olmaması. Risk artışında firma ortakların veya borç verenlerin herhangi bir gelir artışı istemeyecekleri. Kaldıraç faktörünü en yüksek derecede dikkate alan bu yaklaşıma göre, öz kaynak ve yabancı kaynak maliyetlerini değişmediği savunulmaktadır. Aşağıda ki şekiller de bu yaklaşıma göre sermaye maliyeti ve kaldıraç arasındaki ilişki ve firma değeri ile kaldıraç arasındaki ilişki gösterilmektedir (Akgüç, 2011).



Şekil 2.1. Sermaye Maliyeti ile Kaldıraç Arasındaki İlişkinin Net Gelir Yaklaşımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi



Şekil 2.2. Firma Değeri ile Kaldıraç Arasındaki İlişkinin Net Gelir Yaklaşımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi

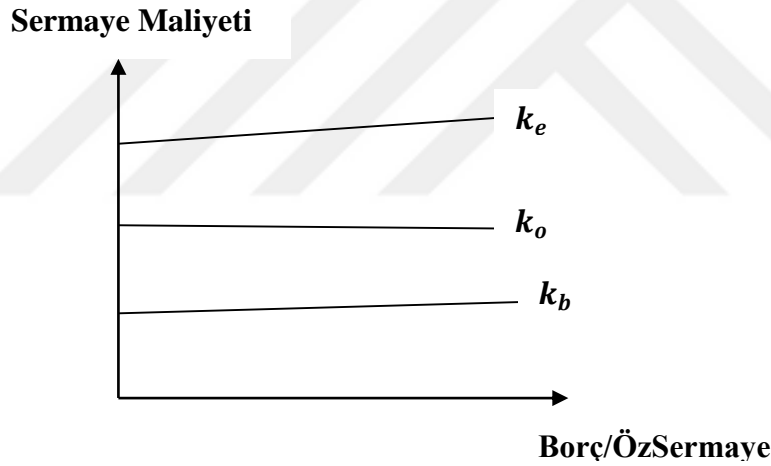
Şekil 2.1-2.2 Kaynak: (Akgüç 2011:487)

Şekil 1 ve 2’de gösterilen, net gelir yaklaşımında öz kaynak (öz sermaye) maliyeti (k_e) ve yabancı kaynağın (borç) maliyeti (k_i) değişmemektedir. Bu durum bir firmanın kaldıraç faktörünü yabancı kaynak yöntemiyle arttırarak sürekli olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (k_o) düşürme ve piyasa değerini (v) yükseltme imkânına sahip olduğunu gösterir (Akgüç Ö., 2011:487).

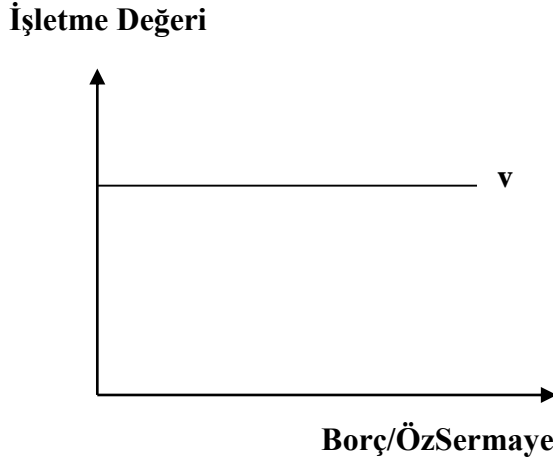
2.5.1.2. Net Faaliyet Gelir Yaklaşımı

İlk defa 1952 yılında David Duran tarafından ortaya atılan bu yaklaşıma göre, işletme değeri ile sermaye yapısının birbiriyle ilişkili olmadığını savunmaktadır. Sermaye ve sermaye maliyeti ortalamasının ve finansal kaldıracın işletme değerine herhangi bir etkisinin olmadığı savunulmaktadır (James ve John, 2005).

Net faaliyet gelir yaklaşımına göre, en uygun düzeyde sermaye yapısının olmadığı ve böyle bir düzeyin aranmaması gerektiğini savunmaktadır. Bunun nedeni ise, yabancı kaynak maliyeti düşük bile olursa, öz kaynak sahipleri kendilerini risk içinde hissettikleri için yabancı kaynak maliyetinde ki düşüş öz kaynak maliyetinde ki yükseliş ile dengelenmektedir. Bundan dolayı işletmenin ortalama maliyeti daima sabit kalmaktadır (Tekin, 2011:170).



Şekil 2.3. Sermaye Yapısının Sermaye Maliyetine Etkisinin Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi



Şekil 2.4. Sermaye Yapısının İşletme Değerinde Etkisinin Faaliyet Yaklaşımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi

Şekil 2.3-2.4 Kaynak: (Akgüç Ö., 2011:490)

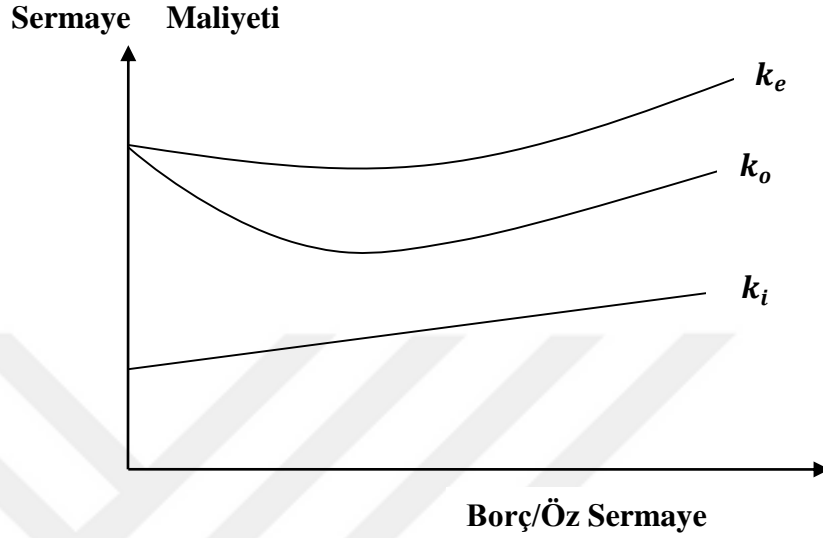
Şekil 3 ve 4'te kaldıraç oranı (Borç/Öz sermaye) ile öz sermaye maliyeti ve firma değeri arasındaki ilişkinin net faaliyet geliri yaklaşımı çerçevesinde değerlendirilmesi gösterilmektedir. Net faaliyet gelir yaklaşımı genel olarak iki konuda eleştirilmektedir. Yabancı kaynak kullanımının yükselmesi sonucunda borçlanma maliyetinin aynı kaldığı ve finansal risk unsurunun göz ardı edilmesi. Öz kaynak maliyetinin, borçlanma miktarının artmasıyla birlikte, finansal riskinde bu miktara paralel bir şekilde artacağı varsayılması bu yaklaşımın geçerliliği konusunda eleştirilmektedir (Yükeri, 2009:26).

2.5.1.3 Geleneksel Yaklaşım

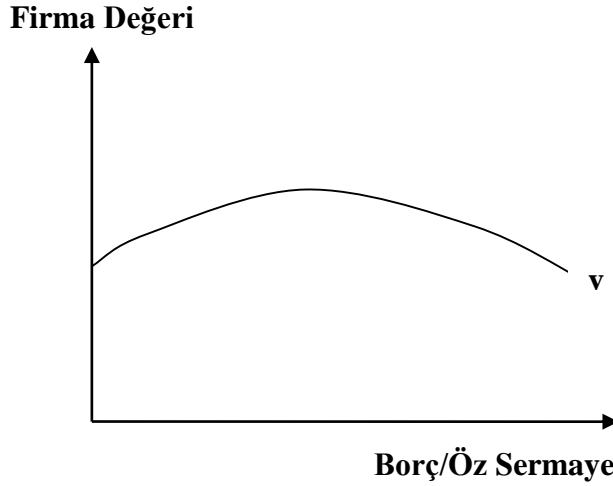
Geleneksel yaklaşım, hem net gelir yaklaşımı hem de net gelir faaliyeti yaklaşımındaki özellikleri barındıran klasik bir yaklaşım olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yaklaşıma göre sadece bir optimal sermaye düzeyinde bahsedilmesi mümkündür. Öz kaynak ve yabancı kaynaklardaki artırımın kendisiyle birlikte risk artırımında getireceğini savunmaktadır. İşletmeler, daha düşük maliyetli olduğundan dolayı yabancı kaynakla finanse olduklarından, riskinden artacağını ve buna bağlı olarak işletme ortaklarının ve borç verenlerin getiri anlamındaki beklentilerinin yükseleceğini savunmaktadır (Ercan ve Ban, 2005).

Bu yaklaşıma göre, sadece optimal sermaye yapısının elde edilmesi ve yöneticilerin kaldıraççı iyi kullanması ile işletme değerinin artacağı savunulmaktadır. Bu yaklaşıma

göre en uygun sermaye yapısı elde edilmeden önce kaldıraç kullanılarak sermaye maliyetlerini düşürmek mümkün olacaktır. Bunun dışında geleneksel yaklaşıma göre, yabancı kaynak ve öz kaynakların reel marjinal değerleri birbirine eşittir (Arkan, 2010).



Şekil 2.5. Kaldıraç ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişkinin Geleneksel Yaklaşım Çerçevesinde Değerlendirilmesi



Şekil 2.6. Kaldıraç ile İşletme Değeri Arasındaki İlişkinin Geleneksel Yaklaşımı Çerçevesinde Değerlendirilmesi

Şekil 2.5-2.6 Kaynak: (Ercan ve Ban, 2005:234)

Her işletmenin sadece bir şekilde en uygun (optimal) sermaye maliyetine sahip olması söz konusu olduğu Şekil 5 ve 6'da görülmektedir.

2.5.1.4. Modigliani-Miller Teoremi

Bu yaklaşımdan önce, başlatılmayan Modern Ticari Finans Teorisi 1958 yılında Modigliani-Miller'in Sermaye Yapısı İlgisizliği önermesi ile başlatılmıştır. Bu yaklaşımda işletmelerin bekledikleri net nakit akışına sahip oldukları varsayımıyla başlamaktadır. İşletmelerin faaliyetlerin devam ettirebilmek için ihtiyaç duydukları finans miktarını belirledikten sonra belli bir öz kaynak ve borç oranının da yatırımcıları arasın da pay etmektedir.

Bu yaklaşım varsayımlarından dolayı büyük bir ölçüde net faaliyet gelir yaklaşımına benzemektedir. Bu teoride de tıpkı net faaliyet yaklaşımında olduğu gibi, sermaye maliyeti ve işletme değerinin sermaye yapısından bağımsız bir özellik gösterdiği savunulmaktadır (Van Horne ve Wachowicz, 2008). Bu yaklaşımın diğer varsayımları ise aşağıda sıralanmaktadır (Megginson, 1997);

1. İşletmeler sadece riskli olarak öz kaynak ve risksiz olarak yabancı kaynak ihraç edebilmektedir.
2. Vergiler (kurumlar vergisi ve gelir vergisi) yoktur.
3. Aynı risk grubundaki işletmelerin getiri beklentileri eşittir. Sadece büyüklük bakımından birbirinden farklıdırlar.
4. Sermaye piyasaları sürekli etkindir.
5. Hem işletmeler hem de yatırımcılar risksiz faiz düzeyinde borçlanabilmektedir.
6. Menkul kıymet istendiği zaman satılabilmekte ve herhangi bir işlem maliyeti bulunmamaktadır.
7. İşletmelerin büyümesi söz konusu değildir ve sürekli aynı seviyede nakit akımları söz konusudur.

Modigliani-Miller teoremin üç yaklaşımı vardır. Bunlar aşağıda kısaca açıklanmaktadır.

I. Önerme Borcun İlgisizliği: Modigliani ve Miller H. (1958), bu önermeyle işletmenin piyasa değeri sermaye yapısına bağlı olmadığını belirtmektedirler. Yani bir firmanın öz kaynak veya yabancı kaynakla finanse olması firmanın piyasa değerini etkilememektedir. Firmanın piyasa değeri, firmanın içinde bulunduğu grubun getiri beklentilerine uygun olan iskonto oranıyla iskonto edilmesinden sonra bulunmaktadır. Bu önermeye göre firmanın değeri, bugün ki net gelir akışlarının değerine eşittir.

Bundan dolayı hisse değeri finansal kaldıraçın yükseltilmesinden veya düşürülmesinden bağımsızdır. Yani bu önermeye göre firma değeri firmanın içinde bulunduğu grubun, beklenen getirinin sermaye maliyetine indirgenmesiyle hesaplanmaktadır (Megginsom ve Smart, 2008).

$$\text{İşletme Değeri (V)} = \frac{\text{Faaliyet ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}} \quad \text{İD(1)}$$

Bu denkleme göre, net faaliyet getirileri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti eşit olan firmaların değerleri de birbirine eşittir. Yani sermaye yapısının işletme değeriyle herhangi bir ilişkisi söz konusu değildir (Akgüç, 2011).

II. Önerme Öz Sermaye Maliyetinin Değişimi: Bu önerme, yatırımcıların ve firma ortaklarının bekledikleri getiri düzeyi ile ilgili bir önermedir. İşletme yabancı kaynaktan sermaye sağladığı sürece öz kaynak maliyeti yükselecektir. Yabancı kaynakların maliyetindeki düşüklük ile öz kaynak maliyetindeki yüksekli birbirini dengelemektedir (Pike ve Neale, 2003).

$$r_{\text{özsermaye}} = r_{\text{varlıklar}} + \frac{\text{Borç}}{\text{ÖzSermaye}} (r_{\text{varlıklar}} - r_{\text{borç}}) \quad (1)$$

Modigliani-Miller teoreminin bu iki önermesine birlikte bakıldığında öz kaynak maliyetinin fazlalık ve yabancı kaynak maliyetinde ki azlığının birbirini dengelediği görülmektedir. Buna dayanarak, sermaye yapısında ki yabancı kaynak fazlalığının işletmenin değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını söylemek mümkündür.

III. Önerme Yeni Yatırımların İskonto Oranı: Bu önermeye göre yatırım finansı kararları ve yatırım kararlarında uygulanacak olan iskonto oranı arasında herhangi bir ilişki yoktur (Ceylan ve Korkmaz, 2008).

2.5.1.4.1. Modigliani-Miller Teoremine Vergilerin Eklenmesi

Modigliani-Miller tarafından 1958 yılına ortaya atılan ilişkisizlik önermesine 1963 yılında kurumlar vergisi de eklenerek yeni teoremler ortaya atılmıştır. Bu teorem modellerine göre, vergi tasarrufu sağlayan yabancı kaynak kullanımının yüksek olması,

işletme değerini artırmaktadır. Bu modele göre kaldıraçlı firma değeri kurumlar (kullanılan yabancı kaynak çarpı kurumlar vergisi) kadar kaldıraçsız firma değerinden daha yüksektir (Modigliani ve Miller H., 1963).

Bu modele göre en uygun sermaye yapısının tamamen yabancı kaynak kullanılarak elde edilen sermaye türü olduğu savunulmaktadır. Bunun mümkün olabilmesi için ise vergi dışında sermaye piyasasının kusursuz olması gerekmektedir. Ancak bunun pek mümkün olmadığını farkından olmak gerekir ve asıl durum ile hesaplanamayan aksaklıkların farkında olmak gerekir (Kolb ve Rodriguez, 1996).

2.5.2. Modern Yaklaşım

Modern sermaye yaklaşım teorilerini finansman hiyerarşi teorisi, sinyal teorisi, dengeleme teorisi ve temsilcilik maliyeti teorisi olarak incelemek mümkündür.

2.5.2.1. Finansman Hiyerarşi Teorisi

Finansal hiyerarşi teorisi Myers ve Majluf (1984) tarafından tanımlanmıştır. Bu yaklaşım, finansal işletmelerin kaynaklarına sırasıyla kullanılabilceği ifade edilmektedir. Diğer bir ifadeyle işletmelerin önce iç fonlarına daha sonra dış fonlarına en sonuncusunda ise işletmenin hisse senetlerinin ihracıyla yatırımlarına finansman kaynağı sağlamaktır (Çağıl, 2001:42). En karlı işletmeler dış finansmana ihtiyaç duymadıkları için daha az borçlanırlar. Düşük karlı işletmeler ise yatırım finansmanı için yeterli iç fonlara sahip olmadıklarından hiyerarşi sıralamasına göre ilk önce dış fonlara borçlanırlar. Sabit kâr payı ödemeler göz önüne alındığında, düşük karlı işletmeler, daha az iç fona sahip olduğundan daha fazla borç alacak (Brealey, Myers ve Allen, 2012:462).

Kurumsal firmaların finansman hiyerarşi teorisi düzeni aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Myers, 1984).

1. Firmalar ilkönce iç finansmana yönelirler.
2. Kâr payı oranlarındaki hızlı değişikliklerden kaçınırken, hedef kâr payı ödeme oranlarını yatırım fırsatlarına dönüştürürler.
3. Sabit kâr payı politikalarının yanı sıra karlılık ve yatırım fırsatlarındaki tahmin edilemeyen oynaklıklar, dahili olarak üretilen nakit akışının bazen öz kaynak harcamalarından daha fazla ve diğer zamanlarda daha az olduğu anlamına gelir. Daha fazla ise, işletme borcunu öder veya menkul kıymetlere yatırım

yapar. Eğer daha az ise, işletme ilk olarak nakit bakiyesini aşağı çeker ya da menkul kıymetlerini satar.

4. Dış finansman gerekiyorsa, işletmeler önce yatırımcıların güvenliğini sağlar. Yani, borçla başlarlar sonra dönüştürülebilir tahviller gibi karma menkul kıymetler ihraç ederler. En son olarak öz kaynaktan yararlanırlar.

2.5.2.2. Sinyal Teorisi

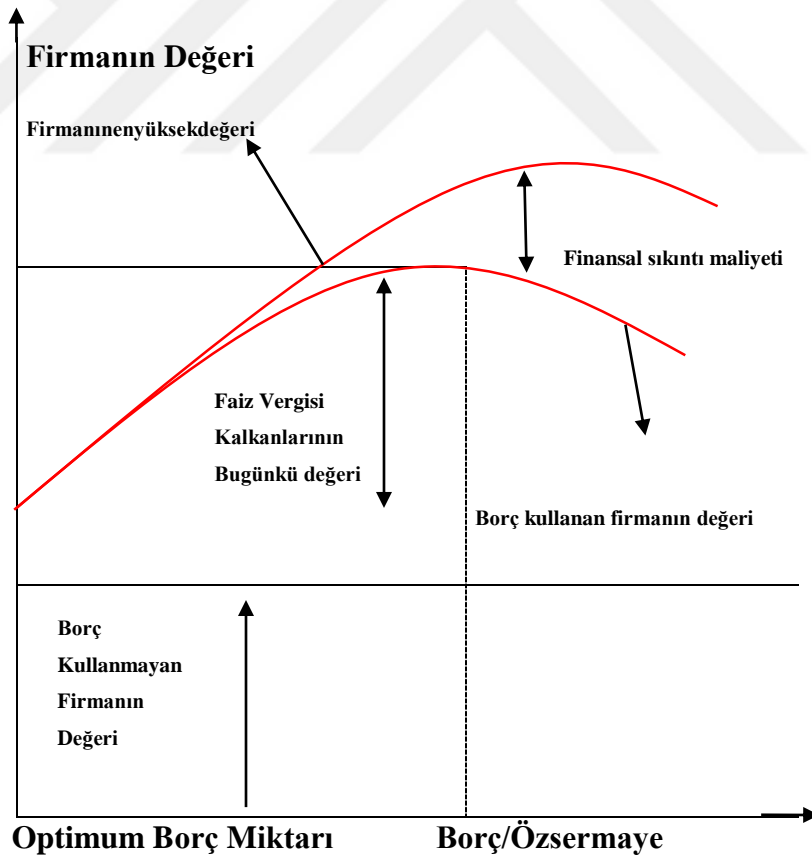
Sinyal teorisi, finansal sinyal piyasasındaki kusurlara bağlı olması nedeniyle diğer savlardan farklıdır. Firma yöneticileri yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip oldukları için işletmenin karlılığı ve riskleri hakkında ortaklara bilgi vermeleri gerekmektedir. Bir işletme düzenli olarak kâr payı ödeme oranına sahip olduğu zaman yatırımcılar tarafından işletmenin geleceğe yönelik karlılığında pozitif bir ilerleme sağlayabileceğine inanabilirler. Bundan dolayı firmanın pay senedi fiyatı kâr payındaki artışa neden olabilir. Diğer bir deyişle yönetimin ortaklara verdiği bilgiler ya da yapmış olduğu istikrarlı kâr payı ödemeleri doğrultusunda firmaya yatırım yapılmasında etkili olabilmektedirler (Van Horne ve Wachowicz, 2008:465, 480). Örneğin, bir işletme düzenli kâr payı artışını açıkladığında, pay senedi fiyatı genellikle yükselir, çünkü yatırımcılar pay senetlerindeki bu yükselişi yönetimin gelecekteki getirilere olan güveninin bir işareti olarak yorumlarlar. Bu, sadece yöneticilerin önceden bilgiye sahip olmalarıyla gerçekleşebilir (Brealey, Myers ve Allen, 2012:460).

Bu teoriye göre yöneticiler, ortaklar ve yatırımcılar işletme ile ilgili bilgilere eşit oranda sahip olmamaları durumunda bilgi eşitsizliğini ortadan kaldırmak için gerekli bilgileri açıklamak zorundadırlar. Bilgi eşitsizliğinin olması durumunda yatırımcıların işletme ile ilgili gerçekleri bilmeleri mümkün değildir. Bundan dolayı yatırımcılar işletmelerin açıklamış oldukları bilgileri doğru olarak kabul edip yatırım kararlarını bu doğrultuda vermektedirler. Yönetimsel olarak performansı pozitif olan işletmeler, gerek ortaklarına gerekse de yatırımcılarına doğru bilgi vererek işletme ile ilgili pozitif düşüncelerin oluşmasını sağlayarak işletmenin piyasa değerine olumlu bir etki yaratmaktadır (Topaloğlu, 2017:17-18). Asimetrik bilgiler göz önüne alındığında finansal durgunluğa sahip bir işletme değerli yatırım fırsatlarının tümünü değerlendirmeyebilir. Daha az finansal durgunluğa sahip işletmeler ise daha fazla yatırım yaparak işletme değerini arttırır (Myers ve Majluf, 1984).

2.5.2.3. Dengeleme Teorisi

Dengeleme teorisi, bir işletmenin öz kaynak yapısındaki borcun, düşürülebilir faiz vergisinin faydasının olası iflas maliyetlerine karşı dengelendiği yere kadar ödüllendirildiği sürece firmanın hissedarları için faydalı olduğunu savunuyor (Baker, Martin, 2011:78).

Dengeleme teorisini uygulayan bir işletme hedef olarak belirlediği borç-değer oranına yavaş yavaş ilerler. Hedef, borç vergisi korumasının finansal sıkıntı maliyetlerine karşı dengelenmesiyle belirlenir (Myers, 1984). Teori, hedef borç rasyosunun firmalar arasında değişkenlik gösterebileceğini belirtmektedir. Ayrıca, güvenilir maddi sabit varlıkları ile birden fazla vergiye tabi olan gelirleri olan firmaların yüksek oranda borçlanabileceğini, riskli ve maddi olmayan sabit varlıklara sahip karsız firmaların ise ilk önce öz sermaye finansmanına güvenilmesi gerektiğini belirtmektedir (Brealey vd., 2012:458).



Şekil 2.7. Dengeleme Teorisi

Kaynak: (Brealey vd., 2012:447)

Şekil 7’de vergi avantajıyla beraber borcu artan işletmenin değerinde artış meydana gelse de vergi avantajının azalmasıyla işletmenin değerinde düşüş gözlemlenmektedir. Borçlanma seviyesi düşük olan işletmenlerin finansal sıkıntı ihtimali azdır ve etkili bir vergi avantajı vardır. Fakat optimum borçlanma ile firma değerinin kesiştiği noktadan itibaren ilave borçlanmayla birlikte finansal sıkıntı ihtimali hızla artar ve bundan dolayı işletmenin değerini olumsuz etkilemeye başlar. İlave borçlanmadan dolayı vergi tasarruflarının bugünkü değeri, sıkıntı maliyetinin bugünkü değerinin artışıyla dengelenince en uygun sermaye yapısına ulaşacağını göstermektedir (Brealey vd., 2012:447).

2.5.2.3. Temsilcilik Maliyeti Teorisi

Firmalar kurumsal olarak yönetilme sürecine geçtiklerinde işletme sahipleri, yöneticiler ve alacaklılar arasında ortaya çıkan menfaat çatışması sonucu temsil problemi ortaya çıkmaktadır. Temsilcilik teorisinin büyük kısmı işletme sahibi ile yönetici üzerine kuruludur. Yetki ilişkisi, temsilcilik için yetkiyi veren bir kontrat aracılığıyla farklı görevlerin kendi adına yapılması için kişinin vekil olarak yetkilendirilmesidir (Jensen ve Meckling, 1976:305). Ross (2000:14) ise temsilcilik maliyeti teorisini paydaşlar ile yönetim arasındaki menfaat çatışması olarak tanımlamaktadır.

Temsilcilik teorisi, temsil ilişkilerinde ortaya çıkması ihtimal olan iki probleme yanıt aramaktadır. Birincisi, (a) işletme sahibi ile yöneticinin istek ya da amaçları çatıştığında ve (b) işletme sahibinin yöneticinin gerçekte ne yaptığını doğrulaması zor ya da maliyeti yüksek olduğunda ortaya çıkan temsilci sorunudur. Buradaki problem, yöneticinin doğru şekilde davrandığı işletme sahibi tarafından doğrulanamamasıdır. İkincisi ise, yönetici ile işletme sahibinin riske karşı farklı davranışlara sahip olduklarından dolayı karşılaşılan riskin paylaşımı problemidir. Buradaki problem ise, yönetici ile işletme sahibinin farklı risk seçimlerinin olmasından dolayı farklı aksiyonları seçmeleridir. (Eisenhardt, 1989:58).

Kurumsal yönetim düşüncesini kabullenen işletmelerde, temsil maliyetlerinin düşmesi, yönetim kurulunca alınan kararlar neticesinde maliyeti düşük varlıklar sağlanabilmekte ve bu varlıklar etkili ve verim elde edilecek yerlerde değerlendirilebilmektedir. Bundan dolayı kurumsal yönetim düşüncesini kabullenen

işletmeler, mali başarılarını ve pazardaki değerlerini arttırabilmektedirler (Topaloğlu, 2017:11).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde sahiplik yapısının finansman kararlarına ve finansal performansa etkisinin incelendiği ulusal ve uluslararası literatürde yer alan çalışmalara yer verilmiş ve kronolojik olarak sıralanarak özetlenmiştir.

Belçika'da borsaya kayıtlı işletmelerin 1991-1996 dönemini kapsayan çalışmada 145 firmanın en büyük birinci ve ikinci hissedarın sahiplik yoğunluğu ve finansal performansını Tobin's Q ile inceleyen Hamadi (2010), çalışmada en büyük hissedarın işletme performansına olumsuz etki ettiği belirtilirken en büyük ikinci hissedarın sahiplik yapısı ile finansal performans arasında anlamlı bir sonuca varılmadığı belirtilmiştir.

Thomson ve Pedersen'in (2000), Avrupanın en büyük 435 firmasının sahiplik yapısının finansal performansa etkisini inceledikleri çalışmada 1990-1995 dönemlerini kapsayan verileri analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda sahiplik yapısının firmaların piyasa-defter değeri oranına pozitif etki ettiği belirlenmiştir.

Gedajlovic ve Shapiro (2002) 1986-1991 dönemlerini kapsayan 334 Japon şirketinin ortaklık yapısı ile finansal performansı arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmalarında mülkiyet yoğunluğu ve finansal performans arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna varıldığı belirtilmektedir.

Zeitun ve Tian (2007), sahiplik yapısının firmanın performansı üzerindeki etkisinin incelendiği çalışmasında, 1989-2003 yılları arasında Ürdün de faaliyet gösteren 167 firmanın verileri incelenmiştir. Çalışmada, firmanın sermaye yapısının, firma performansını olumsuz etkilediği, toplam varlıklar/kısa vadeli borç seviyesinin Tobin's Q ile ölçüldüğü piyasa performansını olumlu etkilediği raporlanmıştır.

Kapopoulos ve Lazaretou' nun (2007), sahiplik yapısının firma karlılığına etkisini değerlendirmek için yapılan çalışmalarında Yunanistan da 2000 yılında faaliyet gösteren firmalardan 175'inin rastgele seçilerek firmalarda sahiplik yoğunluğundaki değişimin firma karlılığına etkisi Tobin's Q ile incelenmiştir. Çalışmada sahiplik yoğunluğunun değişkenliği karlılığı pozitif etkilediği raporlanmıştır.

Perrini, Rossi ve Rovetta (2008), 2000-2003 yıllarında İtalya borsasında yer alan 297 firma üzerinde yaptıkları çalışmada sahiplik yapısı ile firma performansının arasındaki ilişki incelenmiştir. Sahiplik yapısını yoğunluğa göre performansı ise Tobin's Q ile değerlendirilmiştir. Çalışmada sahiplik yoğunluğundaki değişkenliğin Tobin's Q'yu pozitif etkilediği bulgulanmıştır.

Lee (2008) 2000-2006 yılları arasında Güney Kore de faaliyet gösteren 579 firma panel veri analizi yöntemiyle yapılan çalışmada sahiplik oranının artmasıyla firma performansının arttığı sonucuna varılmıştır.

Javid ve Iqbal (2008) kurumsal yönetimin sahiplik yapısını etkileyen faktörlerin incelendiği çalışmalarında Pakistan Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'nda 2003-2008 yılları arasında işlem gören 60 firmaya ait veriler analiz edilmiştir. Analiz sonucunda sahiplik yapısının firma performansını olumlu yönde etkilediği sonucuna varıldığı raporlanmıştır.

Chowdhury ve Chowdhury (2010) Bangladeş Dakka Menkul Kıymetler Borsası (DSE) ve Chittagong Menkul Kıymetler Borsası'nda (ÖAM) farklı sektörlerde işlem gören şirketlerde karşılaştırmalı analiz yöntemiyle yapılan çalışmalarında, elde edilen bulgularla pozitif sonuca varıldığı belirtilmiştir.

Srivastava (2011) 2009-2010 dönemi için Hindistan Bombay Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 98 firmanın ortaklık yapısının mülkiyet yapısı ve performansı nasıl etkilediğini analiz yapmak için yapılan çalışmalarında veriler Regresyon analiz yöntemiyle analiz edilerek dağılık sahiplik oranına sahip firmaların muhasebe performansının belirli boyutlarını etkilediği (ROA ve ROE), ancak borsa performans göstergelerini etkilemediği (K/Z ve K/ZB) sonuca varılmıştır.

Tanrıöven ve Aksoy (2010) ortaklık yapılarının firma performansı üzerinde etkileri üzerine yaptıkları çalışmada 1996–2009 yılları arasında'da işlem gören 113 firmanın verileri incelenmiştir. Performans varlıkların getirisi (ROA), öz kaynakların getirisi (ROE), Tobin's Q ve net kâr marjı temsil edilirken, yoğunlaşma ise yoğunluk, yönetim kurulu büyüklüğü ve en büyük üç hissedarın payı ile temsil edilmiştir. Yapılan

çalışmada satışların ve karların büyüklüğü bağımlı değişkenleri olumlu etkilediği, ancak kaldıraç'ın kısa vadeli borcun oranını, faaliyet riski ile satış yapısını olumsuz etkilediği raporda yoğunlaşma ile temsil edilen yoğunluk ve yönetim kurulu büyüklüğü aktif getirisinin ve en büyük üç hissedarın payının Tobin's Q'yu olumlu etkilediği belirtilmiştir.

Bayrakdaroğlu (2010), sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkinin analiz edildiği çalışmada İMBK-100'e 2005-2009 yılları arasında kote olan diğer bir ifadeyle işlem gören 72 firmanın verileri incelenmiştir. Bağımlı değişken performansı Tobin's Q, Varlıkların karlılığı (ROA) ve öz kaynak karlılığı (ROE) ile bağımsız değişken sahiplik yapısının ise yoğunlaşma oranına göre analiz edildiği çalışmada, sahiplik yoğunluğunun varlıkların getirisi (ROA) ve öz kaynakların getirisi (ROE) ile ölçüldüğü performansı negatif Tobin's Q ile ölçüldüğünde ise performansı pozitif etkilediği belirtilmiştir. Öte yandan halka açıklık oranı ile performans arasındaki ilişki Tobin's Q ile negatif sonuçlanırken varlıkların getirisi (ROA) ve öz kaynakların getirisi (ROE) ile ölçüldüğünde ise performansı pozitif etkilediği sonucuna varılmıştır.

Ongore (2011) Kenya'da yer alan 42 firma üzerinde sahiplik yoğunluğunun performans üzerindeki etkisi Pearson'ın ürün moment korelasyonu ve lojistik regresyon kullanılarak incelendiği çalışmasında, devlet mülkiyetinin firma performansı ile negatif ilişkiye sahip olduğu, diğer taraftan yabancı sahiplik, şirket sahipliği ve yöneticilerinin sahipliği ise firma performansı ile pozitif ilişkilere sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Fazlzadeh, Hendi ve Mahboubi (2011) 2001-2006 yılları arasında Tahran Borsasında işlem gören 137 firma üzerinde sahiplik yoğunluğu, kurumsal sahiplik ve kurumsal sahiplik yoğunluğunun incelendiği çalışmalarında, kurumsal sahipliğin şirket performansı üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu konsantre kurumsal sahipliğin ise olumsuz etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda 2006-2010 dönemli arasında faaliyet gösteren 68 işletmenin verilerini panel veri analiziyle inceleyen Alipour ve Amjadi (2011), en büyük ortağın sahiplik yoğunluğu ile işletme performansı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu ancak beş büyük ortağın sahiplik yoğunluğu ile işletme performansı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Ersoy, Bayrakdaroğlu ve Şamlıoğlu (2011) 1998-2007 yılları arasında İMKB 100 Endeksi'nde işlem gören 51 firmanın kurumsal yönetim ile firma performansı

arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmaları, panel lojistik regresyon modelleri (PLRM) kullanılarak test edilmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak firma performansı Tobin's Q ve anormal getiriler ile kullanılırken, yönetim kurulu büyüklüğü, sahiplik yoğunlaşması, yönetici sahipliği, yabancı sahipliği, denetim komitesi, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması veya yönetim kurulu üyesi olması durumu ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Analiz sonucunda CEO'nun yönetim kurulu üyesi veya yönetim kurulu başkanı olmaması ve yönetim kurulu üye sayısının büyüklüğü Tobin's Q değerini yükselttiği tespit edilmiştir. İşletme performansını arttırmada yönetici sahipliğinin önemli bir değişken olmadığı, ancak yabancı sahipliğinin Tobin's Q temelinde işletme performansını arttırırken, hisse senedi getirilerini azalttığı belirlenmiştir. Firmalarda denetim komitesinin varlığının performansı pozitif etkileyeceği beklentisinin gerçekleşmediği sonucuna varılmıştır.

Güler ve Uçma (2011), 30 Endeksinde faaliyet gösteren üretim firmalarının sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmasında, 2007-2010 yılları arasında 30 Endeksinde kesintisiz faaliyet gösteren 19 üretim işletmesinden elde veriler incelenmiştir. Firma performansı, Tobin's Q ve piyasa değeri (PD) bağımsız değişkenleri ile sahiplik yapısı ise en büyük ortağın payı, en büyük üç ortağın payı ve halka açıklık oranı olarak temsil edilmiştir. Çalışmada, sahiplik yapısı ile firma performansı arasında bir ilişkinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Zagreb Borsası'nda 2003-2010 yılları arasında işlem gören Hırvat işletmelerinin sahiplik yoğunluğu ve performansı arasındaki ilişkiyi elde edilen 1.430 gözlem ile inceleyen Pervan, Pervan ve Todoric (2012), performansın varlıkların getirisi (ROA) ile temsil edildiği çalışmada sahiplik yapısının performans ile ilişkisinin negatif olduğu sonucuna varılmıştır.

Güngör (2012), firmaların sahiplik yapısının temettü üzerindeki etkisinin incelendiği çalışmada İMKB'de 2004-2011 yılları arasında reel ve bankacılık sektörlerinde işlem gören 271 firmanın verileri panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Sahiplik yapısının değişkenleri sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonudur. Çalışmada sahiplik yoğunlaşma oranının artmasıyla nakit kâr payı oranını pozitif etkilediği, halka açıklık oranının artmasıyla ise nakit kâr payı oranını negatif etkilediği belirtilmiştir. Yabancı sahiplik ile nakit kâr payı oranı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu yönetsel sahiplik oranının artmasıyla

nakit kâr payı oranının negatif yönde etkilediği ve istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna varılmıştır.

Kakilli Acaravcı, Kandır ve Zelka (2015), kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelerinin performanslarına etkisini analiz etmek için BIST İmalat Sanayi Sektörü'nde işlem gören 126 şirketin 2005-2011 dönemleri arasındaki veriler incelenmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak işletmelerin Tobin's Q, öz sermaye karlılığı ve aktif karlılığı değerlendirilirken bağımsız değişken olarak da halka açıklık oranı, en büyük ortağın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yatırımcıların pay oranı, genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, yönetim kurulu sahiplik oranı, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı değerlendirilmiştir. Çalışmada kurumsal yönetim uygulamaları ile işletmelerin performansları arasında ilişki olduğu fakat en büyük hissedarın pay oranındaki artış ve işletmelerin performansları ile yönetim kurulu sahiplik oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı sonucu belirtilmiştir.

Doğan ve Topal (2015), Borsa İstanbul'da İmalat Sanayi endeksinde 2002-2012 yılları arasında faaliyet gösteren 136 işletmenin verilerinden yararlanılarak sahiplik yapısının finansal performansa etkisi amaçlanmıştır. Çalışmada en büyük hissedarın sermaye payı ile varlıkların getirisi (ROA) ve Tobin's Q arasında pozitif ve anlamlı, öz kaynakların getirisi (ROE) arasında ise anlamlı olmayan bir sonucun çıktığı, ikinci en büyük hissedarın sermaye payı ile varlıkların getirisi (ROA), öz kaynakların getirisi (ROE) ve Tobin's Q arasında anlamlı olmayan bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Büyükmert (2015), 2010-2013 yılları arasında BIST'de faaliyet gösteren 113 firmanın sahiplik yapısının karlılık ve sermaye yapısı üzerine etkilerini incelediği çalışmada Anova ve Regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda firmaların sahiplik yapısının firmanın sermaye yapısını etkilediği fakat karlılığı etkilemediği belirtilmiştir.

Çetenak (2015), sahiplik yoğunluğu ile işletme değerinin üzerindeki ilişkinin incelendiği çalışmada BIST İmalat Sanayi Endeksi'nde işlem gören işletmelerin 2004-2009 yılları arasındaki verileri analiz edilmiştir. Bu çalışmada sahiplik yoğunluğu ile işletme değeri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu raporlanmıştır.

Konak ve Kendirli (2015) tarafından yapılan çalışmada 2007-2012 yılları arasında Borsa İstanbul Gıda ve İçecek Endeksi'nde yer alan 18 firmanın verileri analiz edilmiştir. Varlıkların getirisi (ROA) ve öz kaynakların getirisi (ROE) performans

ölçütleri dikkate alındığında sahiplik yapısı ile işletme performansı arasında anlamlı ve negatif ilişki olduğu, Tobin's Q ölçütünde ise sonucun anlamlı çıkmadığı belirtilmiştir. Elde edilen sonuçlar doğrultusunda, sermaye yapısında ki yoğunluğunun işletme performansını olumsuz etkilediği raporlanmıştır.

Topaloğlu, Coşkun ve Özkan (2016), Borsa İstanbul 30 Endeksinde 2009-2015 yılları arasında faaliyet gösteren 18 firmanın sahiplik yapıları ile finansal performans arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada sahiplik yapısı, en büyük ortağın sermaye payı, en büyük iki ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye ve halka açıklık oranı ile finansal performans da varlıkların getirisi (ROA), öz kaynakların getirisi (ROE) ve Tobin's Q değerleri ile temsil edilmiştir. Varlıkların getirisi (ROA), öz kaynakların getirisi (ROE) ve Tobin's Q ile oluşturulan modeller ile finansal performans arasında negatif ve anlamlı, en büyük üç ortağın sermaye payı ile firma performansı arasında pozitif ve anlamlı sonuç elde edildiği raporlanmıştır.

Tükenmez, Gençyürek ve Kabakçı'nın (2016), bankacılık sektöründe faaliyet gösteren 11 bankanın 2008-2014 yılları arasındaki veriler ile sahiplik yoğunluğu ile finansal performans arasındaki ilişki için yapılan çalışmada finansal performansın ROA, ROE, Tobin's Q oranı ve toplam krediler/toplam aktif oranı bağımlı değişken olarak temsil edilmiş, bağımsız değişken olarak halka açıklık oranı, firmanın yaşı ile en büyük hissedarın sermayedeki payı olarak temsil edilmiştir. Panel veri analizi ile elde edilen sonuca göre aktif karlılık ile en büyük ortağın sermaye içindeki payı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu bulgulanmıştır.

Elitaş, Doğan ve Kevser (2017) çalışmalarında, BIST Sınai Endeksi'nde 2009-2015 yılları arasında işlem gören 112 firma verileri kullanılarak finansal sıkıntı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada, işletmelerin finansal sıkıntı riskleri Z Altman skoru ile ölçülmüştür. Halka açıklık ve sermaye yoğunlaşması ile finansal sıkıntı arasında negatif ilişki tespit edilirken, kurumsal yatırımcı sahipliği ile finansal sıkıntı arasında ise pozitif ilişki sonucuna varılmıştır. Yabancı yatırımcının finansal sıkıntıyı etkilemediği sonucuna varılmıştır.

Topaloğlu ve Coşkun (2017), firma karlılığının sahiplik yoğunlaşması kapsamında belirleyicilerini tespit etmek amacıyla 2009-2015 yılları arasında BIST 30 da faaliyet gösteren firmalar üzerinde yaptıkları çalışmada veriler vektör hata düzeltme modeli (VECM), Granger nedensellik testi, varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizi ile

incelenmiştir. Karlılık, varlıkların karlılığı ROA ile temsil edilirken sahiplik yoğunlaşması ise en büyük birinci, ikinci ve üçüncü hissedarın sermaye payı ve halka açıklık yoğunluğu ile temsil edilmiştir. Çalışmada, ROA ve halka açıklık oranı ile en büyük üçüncü ortağın sermaye payı arasında negatif ve anlamlı bir ilişkinin tespit edildiği diğer taraftan en büyük ortağın sermaye payı ile varlıkların karlılığı (ROA) arasında ve en büyük ikinci ortağın sermaye payı ile varlıkların karlılığı (ROA) arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmediği raporlanmıştır.

Nur Topaloğlu ve Ege (2017) çalışmalarında sermaye yapısı kararlarına ve temettü dağıtım kararlarına sahiplik yapısının etkisini incelemek için BIST 30 Endeksi'nde 2009-2015 yılları arasında sürekli olarak işlem gören 18 firmanın verileri analiz edilmiştir. Bağımlı değişken olarak sermaye yapısı kararı finansal kaldıraç ile temsil edilirken, temettü dağıtım kararları ise temettü dağıtım oranı ile temsil edilmiştir. En büyük üçüncü ortağın sermaye payı, kurumsal yatırımcıların sermaye payları, yabancı yatırımcıların sermaye payları ve halka açıklık oranı ise bağımsız değişkenlerdir. Verilerin analizi panel regresyon ile yapılmıştır. Sermaye yapısı ve temettü dağıtım kararları ile sahiplik yapısı arasında herhangi bir ilişki bulunamadığı sonucuna varılmıştır.

Özvar ve Ersoy (2017), sahiplik yapısının firmaların kar dağıtım kararlarına etkisinin incelendiği çalışmada Borsa İstanbul İmalat Sanayi Endeksi'nde işlem gören 142 firmanın 2009-2014 dönemine ait verileri Rassal Etkili Panel Tobit yöntemiyle analiz edilmiştir. Kâr payı verimi bağımlı değişken, bağımsız değişken olarak da en büyük üç ortağın sermayedeki payı, halka açıklık oranı, aile sahipliği ve yabancı sahiplik olarak kullanmıştır. Çalışmada mülkiyet (sahiplik) yapısı ile temettü oranı arasında ilişkinin pozitif olduğu belirtilmiştir. Bununla beraber firmalarda yabancı varlığının olması temettü oranını pozitif, halka açıklık oranını negatif etkilediği aile sahipliği ile temettü oranı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı raporlanmıştır.

Ege ve Nur Topaloğlu (2017), sahiplik yapısının sermaye yapısı kararlarına etkisinin incelendiği çalışmalarında 2009-2015 döneminde BIST 30 endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin verilerinden yararlanılarak panel regresyon analiz yöntemi analiz edilmiştir. Sahiplik yapısı, en büyük birinci, ikinci üçüncü ortağın sermaye payı, yabancı ortağın sermaye payı, kurumsal ortağın sermaye payı ve halka açıklık oranı ile temsil edilirken, sermaye yapısı ise finansal kaldıraç oranı ile temsil edilmiştir.

Çalışmada sahiplik yapısı ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkinin anlamlı olmadığı sonucuna varılmıştır.

Ozili ve Uadiale (2017) sahiplik yoğunlaşmasının gelişmekte olan bir ülke bağlamında banka karlılığını etkileyip etkilemediğinin araştırıldığı çalışmalarında, yüksek sahiplik yoğunluğu olan bankalarda varlıkların getirisinin, net faiz marjının ve tekrarlayan kazanç gücü daha yüksek, dağınmık sahiplik yoğunluğu olan bankalarda ise varlık getirisinin düşük öz kaynak getirisi ise yüksek olduğu sonucuna varılmıştır.

Migliardo ve Forgione (2017) AB-15 ülkelerinde faaliyet gösteren 1.459 banka örneğinin kullanıldığı, mülkiyet yapısının banka üzerindeki etkisinin amaçlandığı ve rastgele etki (IV-RE) tahminleme modelinin kullanıldığı çalışmalarında sahiplik oranının artmasıyla karlılığın artacağı bununla beraber riskinin azalacağı sonucuna varılmıştır.

Kılıç ve Ayrıçay (2018), BIST İmalat Sanayi Endeksi'nde yer alan 78 işletmenin yönetim kurulu ve sahiplik yapılarının finansal performans üzerindeki etkisini incelediği çalışmalarında 2003-2014 yılları arasındaki veriler panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak varlıkların getirisi (ROA), öz kaynakların getirisi (ROE) satışların karlılığı, Tobin's Q ve piyasa değeri, bağımsız değişken olarak ise en büyük pay sahibinin pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO ikiliği kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak da kaldıraç oranı ve satışların logaritması kullanılmıştır. Analiz sonucunda en büyük pay sahibinin pay oranı muhasebe temelli performans göstergelerini negatif ve anlamlı, piyasa temelli performans göstergelerinin pozitif ve anlamlı olduğu, halka açıklık oranının ise performans göstergelerinin pozitif ve anlamlı, piyasa temelli performans göstergelerinin ise negatif ve anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır. Genel olarak yönetim kurulu ve sahiplik yapısı ile finansal performans arasında ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Topaloğlu (2018), Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 2007-2015 yılları arasında yer alan firmaların sermaye yapılarını etkileyen işletmeye ait faktörlerin tespiti için yapılan çalışma, panel veri analiz yöntemiyle incelenmiştir. Sermaye yapısı finansal kaldıraç oranı ile firmaya özgü faktörler ise aktif karlılık oranı, firma büyüklüğü, likidite oranı, borç dışı vergi kalkanı, Tobin's Q, büyüme fırsatı, varlık yapısı ve faaliyet kaldırıcı oranı ile temsil edilmiştir. Likidite oranı, varlık yapısı ve aktif karlılık oranı ile finansal kaldıraç arasında anlamlı ve negatif, firma büyüklüğü

ile pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Borç dışı vergi kalkanı, büyüme fırsatı, faaliyet kaldıraç ve Tobin's Q ile finansal kaldıraç arasında istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilemediği belirtilmiştir.

Örgün ve Aygün (2018), çalışmalarında BIST de işlem gören 130 şirketin 2014-2015 yılları arasındaki verilerinden yararlanılarak şirketlerin sahiplik yapısı ve kar kalitesi incelenmiştir. Çalışmada sahiplik yapısı, kurumsal sahiplik, yönetsel sahiplik, yabancı sahiplik ve dağılık sahiplik ile temsil edilirken kar kalitesi ise ihtiyari tahakkuklar ile temsil edilmiştir. Sonuç olarak sahiplik yapısı ve kar kalitesinin yabancı sahiplik ile pozitif ve anlamlı olduğu belirtilirken kurumsal sahiplik, yönetsel sahiplik ve dağılık sahiplik ile anlamlı olmadığı raporlanmıştır.

Temiz ve Dalkılıç (2018), sermaye yapısı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkilerinin incelendiği çalışmalarında, 2012-2016 yılları arasında Borsa İstanbul İmalat Endeksi'nde işlem gören 137 şirketin verileri analiz edilmiştir. Sermaye yapısı, bağımlı değişken olarak gösterilirken bağımsız değişken olarak ise en büyük ortağın sermayedeki payı, en büyük üç ortağın sermayedeki payı, en büyük beş ortağın sermayedeki payı, halka açıklık oranı, kurumsal ortağın sermayedeki payı ve yabancı ortağın sermayedeki payı gösterilmiştir. Yapılan analizde en büyük ortağın, kurumsal ortağın ve yabancı ortağın oranı ile finansal kaldıraç oranı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu belirtilmiştir.

Avcı (2018), 2006-2010 yılları arasında BIST 100 Endeksi'nde faaliyet gösteren 55 firmanın ortaklık yapılarının hisse senedi getirisi üzerindeki olası etkilerinin panel veri analiz yöntemiyle incelediği çalışmasında, hisse senedi getirisi ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkinin anlamlı olmadığı raporlanmıştır.

Konuk (2019), firmaların sahiplik yapılarının işletme değerine olan etkisinin incelenmesi için 2006-2010 yılları arasında BIST 30 şirketleri üzerine regresyon analiz yöntemiyle yapılan çalışmada sermaye sahipliği, sermaye yoğunluğu ile temsil edilirken, işletme değeri ise Tobin's Q oranı ile temsil edilmiştir. Çalışmada sermaye yoğunluğunun pozitif olması durumunda işletme değerlerini negatif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

A. Siddika-R. Haron (2019) Sermaye düzenleme ve ortaklık yapısının banka riski üzerindeki etkisini incelemek için 2011-2015 döneminde 52 ülkeden 565 ticari banka örneği kullanıldığı dinamik veri panel veri modelinin uygulandığı çalışmalarında, sermaye değişikliğinin banka riski ile ters orantılı olduğu sonucuna varılmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SAHİPLİK YAPISININ FİNANSMAN KARARLARINA VE FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİNE YÖNELİK BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN BANKALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Çalışmanın dördüncü bölümünde Borsa İstanbul'da işlem gören bankaların verilerinden yararlanılarak sahiplik yapısının finansman kararlarına ve finansal performansa etkisi panel veri analiz uygulamasıyla test edilmiştir. Araştırmanın amacı, kapsamı, sınırlılıklarının yer aldığı bu bölümde araştırmada kullanılan değişkenler ile oluşturulan hipotezlere ve modellere de yer verilerek açıklanmıştır. Elde edilen bulgular ise sonuç kısmında açıklanmıştır.

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören bankaların sahiplik yapısının finansman kararlarına ve finansal performansa etkisini ortaya çıkarmak amaçlanmıştır. Sahiplik yapısı ve finansal performans ile ilgili gerek ulusal gerekse de uluslararası literatürde türlü çalışmalar söz konusudur. Bu çalışmayla ilgili ulusal ve uluslararası literatürde yapılan bir ok çalışma söz konusu olduğundan bu

çalışmada elde edilen bulgular ile mukayese edilerek desteklenen çalışmalar belirlenecektir. Böylelikle çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören banka yöneticilerine, finans şirketlerine, yatırımcılara yol gösterici olmayı amaçlamaktadır.

4.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Çalışmada, 2007-2018 yılları arasında kesintisiz olarak Borsa İstanbul'da işlem gören 10 bankanın 12 yıllık finansal tablolarından yararlanılmıştır. 2007-2018 yıllarında Borsa İstanbul'da işlem gören bankaların ortaklık yapılarında değişkenlikler söz konusu olduğundan analizden çıkartılmıştır. Tablo 1'de sıralanan bankalar çalışmada yer almıştır. Veriler, bankaların resmi internet sitelerinden ve Kamuyu Aydınlatma Platform'un (KAP) resmi internet sitesinden elde edilen yıllık faaliyet raporlarından derlenmiştir.

Tablo 4.1. Araştırmada Yer Alan Bankalar

BIST KODU	Şirket Ünvanı
AKBNK	Akbank Ticari Anonim Şirketi
DENIZ	Denizbank Anonim Şirketi
GARAN	Türkiye Garanti Bankası Anonim Şirketi
HALKB	Türkiye Halk Bankası Anonim Şirketi
ICBC	ICBC Turkey Bank Anonim Şirketi
ISBNK	Türkiye İş Bankası Anonim Şirketi
QNBFN	QNB Finansbank Anonim Şirketi
SKRBN	Şekerbank Ticari Anonim Şirketi
VKFBN	Türkiye Vakıflar Bankası Ticari Anonim Ortaklığı
YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası Anonim Şirketi

4.3. ARAŞTIRMANIN KISITLARI

Araştırmayla ilgili çalışmaya 2019 yılında başlandığından dolayı bankaların 2007-2018 yıllarını kapsayan yıllık faaliyet raporlarından yararlanılmıştır. Bir diğer kısıt ise 2007-2018 yılları arasında Borsa İstanbul'da sürekli olarak işlem gören bankaların ortaklık yapılarında değişkenlik gösterdiğinden dolayı çalışmada 10 bankanın verileri analiz edilmiştir.

4.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Sahiplik yapısının finansman kararlarına ve finansal performansa etkisi, panel regresyon analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada tutarlı sonuçlar elde etmek

için bağımlı ve bağımsız değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerine, Spearman Korelasyon analizine, Varyans Şişirme Faktörüne (VIF), Yatay Kesit Bağımlılığına, Homojenitesine, CIPS-CADF 2.Nesil Birim Kök Testine, Sabit-Rassal Etkiler Modeli Belirleme Analizine ve son olarak Beck-Katz Dirençli Tahminci yöntemiyle analiz edilmiştir.

4.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER

Sahiplik yapısının finansman kararlarına ve finansal performansa etkisini analiz etmek için finansal kaldıraç oranı (FIKD) ve aktif karlılık oranı (AKO) bağımlı değişken olarak, birinci büyük ortağın sermaye payı (BIRORT), ikinci ortağın sermaye payı (IKIORT) ve firmanın büyüklüğü (BUY) değişkenleri de bağımsız değişken olarak değerlendirilmiştir. Araştırmada kullanılan değişkenler tablolatırılarak aşağıda belirtilmiştir.

Tablo 4.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Bağımlı Değişkenler			
	Hesaplama	Kısaltma	Literatür
Finansal Kaldıraç Oranı	Toplam Borç/Toplam Aktif	FIKD	Bayrakdaroğlu (2010), Alipour ve Amjadi (2011), Kakilli Acaravcı, Kandir ve Zelka (2015), Büyükmert (2015), Çetenak (2015), Doğan ve Topal (2015).
Aktif Karlılık Oranı	Net Kar/Toplam Aktif	AKO	Thomson ve Pedersen (2000), Bayrakdaroğlu (2010), Alipour ve Amjadi (2011), Pervan, Pervan ve Todoric (2012), Kakilli Acaravcı, Kandir ve Zelka (2015), Çetenak (2015), Doğan ve Topal (2015).
Bağımsız Değişkenler			
En Büyük Birinci Ortak	En Büyük Ortak Sermaye Payı/Özsermaye	BIRORT	Thomson ve Pedersen (2000), Hamadi (2010), Bayrakdaroğlu (2010), Alipour ve Amjadi (2011), Güngör (2012) Sayman (2012), Büyükmert (2015), Kakilli Acaravcı, Kandir ve Zelka (2015), Doğan ve Topal (2015).
En Büyük İkinci Ortak	İkinci En Büyük Ortak Sermaye Payı/Özsermaye	IKIORT	Hamadi (2010), Sayman (2012), Güngör (2012), Doğan ve Topal (2015).

Firma Büyüklüğü	Toplam Varlıklar Logaritması	BUY	Pervan, Pervan ve Todoric (2012), Sayman (2012), Kakilli Acaravcı, Kandır ve Zelka (2015), Doğan ve Topal (2015).
-----------------	------------------------------	-----	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

4.6. ARAŞTIRMANIN HIPOTEZLERİ

Çalışmada sahiplik yapısının finansman kararlarına ve finansal performansa etkisini incelemek için oluşturulan hipotezler aşağıda belirtilmiştir.

Hipotez 1

H_0 = FIKD ile BIRORT aralarında ilişki yoktur.

H_1 = FIKD ile BIRORT aralarında ilişki vardır.

Hipotez 2

H_0 = FIKD ile IKIORT aralarında ilişki yoktur.

H_1 = FIKD ile IKIORT aralarında ilişki vardır.

Hipotez 3

H_0 = FIKD ile BUY aralarında ilişki yoktur.

H_1 = FIKD ile BUY aralarında ilişki vardır.

Hipotez 4

H_0 = AKO ile BIRORT aralarında ilişki yoktur.

H_1 = AKO ile BIRORT aralarında ilişki vardır.

Hipotez 5

H_0 = AKO ile IKIORT aralarında ilişki yoktur.

H_1 = AKO ile IKIORT aralarında ilişki vardır.

Hipotez 6

H_0 = AKO ile BUY aralarında ilişki yoktur.

H_1 = AKO ile BUY aralarında ilişki vardır.

4.7. ARAŞTIRMADA KULLANILAN MODELLER

Sahiplik yapısı ve bankların aktif büyüklerinin bankaların finansal kaldıraç değeri ve aktif karlılık oranı üzerindeki etkileri Denklem 1 ve Denklem 2 yardımıyla analiz edilmiştir.

$$FIKD_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 BIRORT_{it} + \beta_2 IKIORT_{it} + \beta_3 BUY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$AKO_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 BIRORT_{it} + \beta_2 IKIORT_{it} + \beta_3 BUY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$i = 1,2,3 \dots N$$

$$t = 1,2,3 \dots T$$

Denklemlerde i birimi (bankaları), t yılları, α sabit parametreyi, β eğim parametrelerini ve ε standart normal dağılıma sahip hata terimini temsil etmektedir. FIKD finansal kaldıraç değerini, AKO aktif karlılık oranını, BIRORT birinci büyük ortağı, IKIORT ikinci büyük ortağı ve kontrol değişkeni olan BUY değişkeni ise toplam varlıkları göstermektedirler.

4.8. ARAŞTIRMADA ELDE EDİLEN BULGULAR

Çalışmada, sahiplik yapısının finansman kararlarına ve finansal performansa etkisini analiz etmek için panel veri analizi ile yapılan testlerden elde edilen sonuçlar bu bölümde analiz edilmiştir. Panel veri analizi testleri ile ulaşılan sonuçların doğruluk ve güvenilirlik sağlaması için, çoklu doğrusal bağlantı, otokorelasyon, varyans şişirme faktörü (VIF), CIPS-CADF 2.Nesil birim kök testi, yatay kesit bağımlılığı, homojen-heterojen testi, durağanlık ve Beck-Katz dirençli tahminci varsayımları ile analiz yapılmıştır. Çalışmada yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin tanımlayıcı istatistik değerleri Tablo 3'te belirtilmiştir.

Tablo 4.3. Tanımlayıcı İstatistikler

	BIRORT	IKIORT	BUY	FIKD	AKO
Ortalama	60,65242	86,67690	25,00204	0,125511	0,016460
Medyan	50,93220	90,10000	25,33758	0,108617	0,014405
Maksimum	99,88000	100,0000	26,93769	0,684898	0,192222
Minimum	33,98000	65,39000	21,48407	0,023373	0,001774
Std. Sap.	21,21782	13,83409	1,342141	0,088232	0,017356
Çarpıklık	0,497856	-0,293996	-0,901574	3,888133	8,736530
Basıklık	1,830810	1,302208	3,017261	21,17366	89,18549
Jarque-Bera	11,79223	16,14116	16,25820	1953,761	38666,23
Olasılık	0,002750	0,000313	0,000295	0,000000	0,000000
Sum	7278,291	10401,23	3000,245	15,06133	1,975173
Gözlem	120	120	120	120	120

Tabloda; Birinci Büyük Ortak (BIRORT), İkinci Büyük Ortak (IKIORT), Banka Büyüklüğü (BUY), Finansal Kaldıraç Derecesi (FIKD), Aktif Karlılık Oranı (AKO) ile gösterilmektedir.

Bağımlı ve bağımsız değişkenlerin tanımlayıcı istatistik sonuçları incelendiğinde, BIRORT ortalama değeri 60,65242, IKIORT ortalama değeri 86,67690, BUY ortalama değeri 25,00204, FIKD ortalama değeri 0,125511, AKO ortalama değeri 0,016460 olarak hesaplanmıştır. Standart sapma değerlerine bakıldığında ise en yüksek değer BIRORT (21,21782), en düşük değerin ise AKO (0,017356) değişkenine ait olduğu gözlemlenebilir. Medyan, basıklık, çarpıklık, Jarque-Bera gibi değerlere de bakıldığında serilerin normal dağılmadığı sonucuna varılmaktadır. Çalışmada yer alan değişkenlerin ilişki düzeyinin incelendiği çoklu doğrusal bağlantı varsayımı Tablo 4'te gösterilmiştir.

Tablo 4.4. Spearman Korelasyon Test Sonuçları

Korelasyon t-İstatistik Olasılık					
	FIKD	AKO	BIRORT	IKIORT	BUY
FIKD	1,000000 ----- -----				
ROA	0,059935 0,652230 0,5155	1,000000 ----- -----			
BIRORT	0,132409 1,451109 0,1494	- 0,040828 -	1,000000 ----- -----		
IKIORT	0,108306 1,183468 0,2390	- 0,118928 -	0,861584 18,43760 0,0000	1,000000 ----- -----	
BUY	0,097792 1,067404 0,2880	0,034669 0,376829 0,7070	-0,137035 -1,502756 0,1356	0,030772 0,334427 0,7387	1,000000 ----- -----

Açıklayıcı değişkenler arasında ortaya çıkan ilişki seviyesinin 0,90'dan yüksek olması sonucunda değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olduğu sonucuna varılır (Tabachnick ve Fidell, 2001). Çoklu doğrusal bağlantı analizi ile elde edilen verilere göre ilişki düzeyinin en yüksek olduğu 0,86 katsayısına ulaşabilmektedir. Dolayısıyla değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantının olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Tablo 4.5. Varyans Şişirme Faktör (VIF) Değerleri

MODEL 1 FIKD				
Değişken	Varyans Katsayısı	Merkezi Olmayan VIF	Merkezi VIF	Tolerans
BIRORT	3,5400000-07	24,75594	2,679204	0,373245
IKIORT	7,8300000-07	102,2953	2,520469	0,396751
BUY	3,6900000-05	392,7507	1,119151	0,893534
C	0,024497	415,5006	NA	
MODEL 2 AKO				
Değişken	Varyans Katsayısı	Merkezi Olmayan VIF	Merkezi VIF	Tolerans
BIRORT	1,5000000-08	24,75594	2,679204	0,373245
IKIORT	3,3300000-08	102,2953	2,520469	0,396751
BUY	1,5700000-06	392,7507	1,119151	0,893534
C	0,001042	415,5006	NA	

Bağımsız değişkenlerin çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmadığını tespiti için değişkenlerin VIF değerlerine de bakılmaktadır. Değerlerin 10'dan küçük olması değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmadığını göstermektedir (Hair, vd. 2018). Tablo 5'te yer alan model 1 FIKD ile model 2 AKO'da yer alan bağımsız değişkenlerin VIF değerleri 1,12 ile 2,68 arasında olduklarından bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantının olmadığı söylenebilir. Elde edilen bulgular korelasyon analiz sonucunu desteklemektedir.

Tablo 4.6. Model ve Değişken Bazlı Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

MODEL FIKD			
Test	İstatistik	d.f.	Olasılık
Breusch-Pagan LM	131,4841	45	0,0000
Pesaran scaled LM	9,116220		0,0000
Pesaran CD	5,309267		0,0000

Ho: Yatay kesit bağımlılığı yoktur.
H₁: Yatay kesit bağımlılığı vardır. (%5 Olasılık değeri dikkate alınmıştır.)

MODEL AKO			
Test	İstatistik	d.f.	Olasılık
Breusch-Pagan LM	161,5935	45	0,0000
Pesaran scaled LM	12,29003		0,0000
Pesaran CD	11,96145		0,0000

Ho: Yatay kesit bağımlılığı yoktur.
H₁: Yatay kesit bağımlılığı vardır. (%5 Olasılık değeri dikkate alınmıştır.)

Değişken	Test	İstatistik	d.f.	Olasılık
FIKD	Breusch-Pagan LM	85,43822	45	0,0003
	Pesaran scaled LM	4,262563		0,0000
	Bias-corrected scaled LM	3,808017		0,0001
	Pesaran CD	0,039196		0,9687
AKO	Breusch-Pagan LM	238,4372	45	0,0000
	Pesaran scaled LM	20,39007		0,0000
	Bias-corrected scaled LM	19,93553		0,0000
	Pesaran CD	14,85758		0,0000
BIRORT	Breusch-Pagan LM	208,6934	45	0,0000
	Pesaran scaled LM	17,25480		0,0000
	Bias-corrected scaled LM	16,80025		0,0000
	Pesaran CD	-1,376444		0,1687
IKIORT	Breusch-Pagan LM	56,351		0,017
	Pesaran scaled LM	2,398		0,008
	Bias-corrected scaled LM	12,680		0,0000
	Pesaran CD	-1,399		0,081
BUY	Breusch-Pagan LM	479,2198	45	0,0000
	Pesaran scaled LM	45,77078		0,0000
	Bias-corrected scaled LM	45,31624		0,0000
	Pesaran CD	21,82200		0,0000

Ho: Yatay kesit bağımlılığı yoktur.
H₁: Yatay kesit bağımlılığı vardır. (%5 Olasılık değeri dikkate alınmıştır.)

Seriler arasında yatay kesit bağımlılığının olması bulguların güvenilirliğini ve doğruluğunu etkilemektedir. Zaman (t) boyutu kesit (n) boyutundan büyük olduğu için **Pesaran scaled LM** testi dikkate alınmıştır. Hem model bazlı hem değişken bazlı yatay kesit bağımlılığı test edilmiştir.

Yukarıda yer alan hem model bazlı hem de değişken bazlı oluşturulan tabloları incelediğimizde FIKD modelinin olasılık değerleri %5'ten küçük olduğu için H₀ hipotezi reddedilmektedir. H₀ hipotezi reddedildiği için, modelde yatay kesit

bağımlılığı vardır. AKO modelinin olasılık değerleri %5'ten küçük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmektedir. H_0 hipotezi reddedildiği için, modelde yatay kesit bağımlılığı vardır. FIKD, AKO, BIRORT, IKIORT ve BUY değişkenlerinin olasılık değerleri %5'ten küçük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmektedir. H_0 hipotezi reddedildiği için, değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı vardır.

Tablo 4.7. Model ve Değişken Bazlı Homojenite Test Sonuçları

Model	Delta_tilde	Olasılık Değeri	Düzeltilmiş_Delta_tilde	Olasılık Değeri
FIKD	3,175	0,001	4,048	0,000
AKO	-0,459	0,677	-0,585	0,721
H0: Seriler Homojendir.				
H1: Seriler Heterojendir. (%5 Olasılık değeri dikkate alınmıştır.)				

Değişken	Delta_tilde	Olasılık Değeri	Düzeltilmiş_Delta_tilde	Olasılık Değeri
FIKD	1,314	0,094	1,518	0,065
AKO	-0,494	0,689	-0,570	0,716
BIRORT	-1,153	0,875	-1,331	0,908
IKIORT	-0,540	0,705	-0,623	0,733
BUY	0,638	0,252	0,771	0,220
H0: Seriler Homojendir.				
H1: Seriler Heterojendir. (%5 Olasılık değeri dikkate alınmıştır.)				

Her bir kurumun sabit terimlerinin ve eğim katsayılarının homojen veya heterojen olduğunun test edilmesi Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen Delta testi ile incelenmiştir. Model bazlı olarak incelendiğinde FIKD'nin olasılık değerleri %5'ten küçük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmektedir. H_0 hipotezi reddedildiği için, FIKD modeli heterojendir. AKO modelinin olasılık değeri %5'ten büyük olduğu için H_0 hipotezi reddedilememektedir. Dolayısıyla bu durumda H_0 hipotezinin kabul edildiğini yani AKO modelinin homojen olduğunu göstermektedir. Değişken bazlı olarak incelendiğinde ise FIKD, AKO, BIRORT, IKIORT, BUY değişkenlerinin olasılık değerleri %5'ten büyük olduğu için H_0 hipotezi reddedilememektedir. Bu durum değişkenlerin homojen olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.8. CIPS-CADF 2.Nesil Birim Kök Test Sonuçları

CIPS-CADF Sabit						
Değişken	İstatistik Değeri		Sonuç	%1 Kritik Değer	%5 Kritik Değer	%10 Kritik Değer
	Seviye	1.Fark				
FIKD	-7,72588	-	I(0)	-2,91	-2,49	-2,29
AKO	-17,01672	-	I(0)	-2,91	-2,49	-2,29
BIRORT	-4,90652	-	I(0)	-2,91	-2,49	-2,29
IKIORT	-2,09387	-2,75860	I(1)	-2,91 / -2,97	-2,49 / -2,52	-2,29 / -2,31
BUY	-1,24422	-3,22306	I(1)	-2,91 / -2,97	-2,49 / -2,52	-2,29 / -2,31
CIPS-CADF Sabit ve Trend						
Değişken	İstatistik Değeri		Sonuç	%1 Kritik Değer	%5 Kritik Değer	%10 Kritik Değer
	Seviye	1.Fark				
FIKD	-4,29590	-	I(0)	-3,75	-3,20	-2,94
AKO	-3,45123	-	I(0)	-3,75	-3,20	-2,94
BIRORT	-1,55023	-	I(0)	-3,75	-3,20	-2,94
IKIORT	-2,69386	-3,14330	I(1)	-3,75 / -3,88	-3,20 / -3,27	-2,94 / -2,98
BUY	-1,21876	-4,21528	I(1)	-3,75 / -3,88	-3,20 / -3,27	-2,94 / -2,98
H0: Birim Kök Vardır H1: Birim Kök Yoktur. (%5 Olasılık değeri dikkate alınmıştır.)						

Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler, Pesaran (2007) tarafından geliştirilen CIPS ve CADF ikinci nesil birim kök testi ile sınanmıştır. Pesaran 2007 birim kök testinde CIPS testi modelde kullanılan tüm birimler için elde edilen CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilir. Testin H₀ hipotezi “değişkende birim kök yoktur” şeklinde kurulmuştur. Hesaplanan istatistik değerinin tablo kritik değerinden mutlak olarak küçük olması durumunda H₀ hipotezi reddedilerek değişkenin durağan olmadığı sonucuna varılır. Test istatistik değerinin tablo kritik değerinden mutlak olarak büyük olması durumunda ise H₀ hipotezi reddedilemeyerek değişkenin durağan olduğu sonucuna varılır. Tablo 8’deki sonuçlar analiz edildiğinde, FIKD, AKO, BIRORT değişkenlerin sabit ve sabit+trend formlarında düzeyde durağan oldukları belirlenmiştir. IKIORT ve BUY değişkenlerinin ise seviyede durağan olmadıkları ancak birinci farklarının hem sabit hem de sabit+trend formlarında durağan oldukları tespit edilmiştir.

Tablo 4.9. FIKD'nin Sabit-Rassal Etkiler Modeli Belirleme Analizi Sonucu

Test	İstatistik	P Değeri
F-Grup_Sabit	3,635416	0,000687
F-Zaman_Sabit	1,100883	0,370705
F-İki Yönlü Sabit	2,239581	0,006198
LM-Grup_Rassal	8,210755	0,004164
LM-Zaman_Rassal	0,382648	0,536190
LM-İki Yönlü Rassal	8,593403	0,013613
Honda-Grup_Rassal	2,865442	0,002082
Honda-Zaman_Rassal	-0,618585	0,731905
Honda-İki Yönlü Rassal	1,588767	0,056056
Değişen Varyans Testi		
LMh_Rasaal	158,6374	0,000000
LMh_Sabit	172,5460	0,000000
Sabit Etkiler Modeli İçin Otokorelasyon Testleri		
Baltagi ve Li (1991) LMp İstatistik	26,68458	0,000000
Born ve Bretuing (2016) LMp* İstatistik	39,11112	0,000000
Durbin-Watson	1,006336	
H0: Otokorelasyon yoktur. H1: Otokorelasyon vardır. H0: Değişen varyans yoktur. H1: Değişen varyans vardır.		

Çalışmada kullanılacak tahminciye karar verebilmek için F test yardımı ile seriler analiz edilmiştir. Analiz sonucunda modelde hem birim hem de zaman etkisinin olmadığı şeklinde kurulan H0 hipotezi için hesaplanan testin olasılık değerinin 0,05'ten küçük olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç sıfır hipotezinin reddedildiği anlamına gelmektedir. Çalışmada kullanılan verilerde zaman etkisi olmadığı şeklinde H0 hipotezi için hesaplanan istatistiğin olasılık değerinin ise 0,05'ten büyük olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç modelde zaman etkisinin olmadığı anlamına gelmektedir. Sonuç olarak çalışmada kullanılacak modelde birim etkisinin olduğu ancak zaman etkisinin olmadığı tek yönlü sabit etkiler modelinin geçerli olduğu söylenebilir.

Tablo 9'da aynı zamanda kullanılacak modelde değişen varyans ve otokorelasyon olup olmadığı da test edilmiştir. Değişen varyans için kullanılan testin H0 hipotezi "kurulan modelde değişen varyans yoktur" şeklindedir. Kurulan testin olasılık değerinin 0,05'ten küçük olması H0 hipotezinin reddedildiği modelde değişen varyans olduğu anlamına gelmektedir. Finansal kaldıraç değerinin (FIKD) bağımlı değişken olduğu model için hesaplanan istatistiğin olasılık değeri 0,05'ten küçük olduğu için kurulan modelde değişen varyans olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Otokorelasyon için kurulan testin H0 hipotezi ise "kurulan modelde otokorelasyon yoktur" şeklindedir. H0 hipotezinin reddedilmesi modelde otokorelasyon olduğu anlamına gelmektedir. Tablo 9'da verilen istatistiğin olasılık

değerinin 0,05'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu sonuç, FIKD değişkeninin bağımlı değişken olduğu modelde otokorelasyon olduğu anlamına gelmektedir. Sonuç olarak tek yönlü sabit etkiler modelinin geçerli olduğu modelde hem değişen varyans hem de otokorelasyon olduğu belirlenmiştir.

Tablo 4.10. AKO'nun Sabit-Rassal Etkiler Modeli Belirleme Analizi Sonucu

Test	İstatistik	P Değeri
F-Grup_Sabit	3,202023	0,002154
F-Zaman_Sabit	2,803390	0,004670
F-İki Yönlü_Sabit	3,103341	0,000175
LM-Grup_Rassal	6,472623	0,010955
LM-Zaman_Rassal	6,425240	0,011251
LM-İki Yönlü_Rassal	12,89786	0,001582
Honda-Grup_Rassal	2,544135	0,005477
Honda-Zaman_Rassal	2,534806	0,005625
Honda-İki Yönlü_Rassal	3,591353	0,000164
Değişen Varyans Testi		
LMh_Rasaal	251,2597	0,000000
LMh_Sabit	313,4380	0,000000
İki Yönlü Sabit Etkiler Modeli İçin Testler		
Değişen Varyans Testi		
LMh_Sabit	280,9171	0,000000
Otokorelasyon Testler		
Baltagi ve Li (1991) LMp İstatistik	11,58819	0,000664
Born ve Bretuing (2016) LMp* İstatistik	19,95522	0,000008
Durbin-Watson	1,317950	
H0: Otokorelasyon yoktur. H1: Otokorelasyon vardır. H0: Değişen varyans yoktur. H1: Değişen varyans vardır.		

AKO değişkeninin bağımlı değişken olduğu modelde ilk olarak havuzlanmış en küçük kareler yönetiminin geçerli olup olmadığını test etmek için H0 hipotezi “modelde zaman ve birim boyutu yoktur” şeklinde olan iki yönlü sabit etkiler F testi kurulmuştur. Hesaplanan F testinin olasılık değeri 0,05'ten küçük olduğu için H0 hipotezi reddedilmiştir. Modelde birim etkisinin olup olmadığını test etmek için grup sabit etkiler F testi kurulmuştur. Bu testin H0 hipotezi “kurulan modelde birim etkisi yoktur” şeklindedir. Tablo 10'da görüldüğü üzere H0 hipotezi reddedildiğinden dolayı modelde birim etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Model zaman etkisinin olup olmadığını etkisini test etmek için kurulan F testinin H0 hipotezi “modelde zaman etkisi yoktur” şeklindedir. H0 hipotezinin reddedilmesi durumunda modelde zaman etkisi olduğu sonucuna ulaşılır. Tablo 10'da kurulan F zaman sabit testinin olasılık değeri 0,05'ten küçük olduğu için H0 hipotezi reddedilmiş modelde zaman etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 10’da aktif karlılık oranının bağımlı değişken olduğu modelde otokorelasyon ve değişen varyans olup olmadığı test edilmiştir. Değişen varyans testinin olasılık değeri 0,05’ten küçük olduğu için modelde değişen varyans olmadığı şeklindeki H0 hipotezi reddedilmiş ve modelde değişen varyans olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Otokorelasyon testinin olasılık değeri de 0,05’ten olduğu için modelde otokorelasyon yoktur şeklindeki H0 hipotezi reddedilerek modelde otokorelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

4.8.1. Tahmin Sonuçları

Çalışmada kullanılacak veriler ve kurulacak model için öncül testler hem serilerin hem de modelin yatay kesit bağımlılığı içerdiğini işaret etmektedir. Bunun yanında hem FIKD değişkeninin hem de AKO değişkeninin bağımlı değişken olduğu modellerde değişen varyans ve otokorelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Beck-Katz (1995) tahmincisi modelde yatay kesit bağımlılığı, değişen varyans ve otokorelasyon olduğunda tutarlı sonuçlar veren bir tahmincidir (Dücan ve Akal, 2017:72). Bu çalışmada hem FIKD hem de AKO değişkeninin bağımlı değişken olduğu modeller Beck-Katz tahmincisiyle tahmin edilmiş ve sonuçları sırasıyla tablo 11 ve 12’de verilmiştir.

Tablo 4.11. FIKD Modeli Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	Olaslık
BIRORT	0,002809	0,001617	1,737211	0,0855
IKIORT	-0,001042	0,004439	-0,234742	0,8149
BUY	-0,096125	0,015999	-6,008177	0,0000
C	-0,027738	0,098132	-0,282660	0,7780
Sabit Kesit				
Root MSE		0,072131	R-Kare	0.367108
Ort. Bağımlı Değ.		0,125297	Düzeltilmiş R-Kare	0.288813
S.D. Bağımlı Değ.		0,091084	S.E. of Regresyon	0.076812
Akaike Bilgi Kriteri		-2,184305	Resid Toplam Kare	0.572315
Schwarz Kriteri		-1,865157	Log likelihood	133.1368
Hannan-Quinn Kriteri		-2,054857	F-İstatistik	4.688735
Durbin-Watson İstatistik		1,096009	Olasılık (F-İstatistik)	0.000006

Yapılan CADF birim kök testi sonucunda seviyede durağan olan BIRORT değişkeni seviyede modele dahil edilmiştir. Seviyede durağan olmayan ancak birinci farkları durağan olan IKIORT ve BUY değişkenleri ise durağan oldukları seviyeden modele dahil edilmişlerdir. Çalışmada modelin genel anlamlılığını test eden F testinin olasılık değerinin 0,05’ten küçük olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç

modelin bir bütün şeklinde anlamlı olduğunu işaret etmektedir. Tahmin sonucunda BIRORT ve IKIORT değişkenlerinin parameterlerinin olasılık değeri 0,05'ten büyük olduğu için bu değişkenlerin FIKD değişkeni üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. BUY değişkeninin olasılık değeri 0,05'ten küçük olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç BUY değişkeninin %5 önem düzeyinde anlamlı ve negatif yönlü olduğu anlamına gelmektedir. BIRORT değişkenin parametresi +0,0028 olarak belirlenmiştir. BIRORT değişkenin parametresinin +0,0028 olması birinci büyük ortağın payının %1 artması firmanın FIKD değerini %0,0028 arttırdığı anlamına gelmektedir. IKIORT değişkeninin parametresi -0,0010 olarak belirlenmiştir. İkinci büyük ortağın payının %1 artması firmanın FIKD değerinin %0,0010 azalttığı anlamına gelmektedir. BUY değişkeninin parametresi -0,0961 olarak belirlenmiştir. Bankaların varlıklarının bir milyar artması FIKD değişkenin 0,0961 birim düşürmektedir. Bu sonuç, varlıkları yüksek olan bankaların daha az yabancı kaynaklardan borçlandığını işaret etmektedir. FIKD değişkeninin bağımlı değişken olduğu modelin sonuçları verildikten sonra Tablo 12'de AKO değişkeninin bağımlı değişken olduğu modelin sonuçları verilmiştir.

Tablo 4.12. AKO Modeli Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	Olaslık
BIRORT	0,000102	4,1100000-05	2,478565	0,0151
IKIORT	8,0600000-05	0,000136	0,591245	0,5559
BUY	-0,036728	0,009755	-3,765159	0,0003
C	0,015963	0,002079	7,679079	0,0000
Sabit Dönem Kesit				
Root MSE	0,010657	R-Kare	0,644428	
Ort. Bağımlı Değ.	0,015911	Düzeltilmiş R-Kare	0,554513	
S.D. Bağımlı Değ.	0,017954	S.E. of Regresyon	0,011984	
Akaike Bilgi Kriteri	-5,826960	Resid Toplam Kare	0,012494	
Schwarz Kriteri	-5,262315	Log likelihood	343,4828	
Hannan-Quinn Kriteri	-5,597937	F-İstatistik	7,167103	
Durbin-Watson İstatistik	1,435391	Olasılık (F-İstatistik)	0,000000	

AKO değişkeninin bağımlı değişken olduğu modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden F testinin olasılık değeri 0,05'ten küçük olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu işaret etmektedir. Tablo 12'de verilen model sonuçları incelendiğinde BIRORT ve BUY değişkenlerinin parametlerinin olasılık değerlerinin 0,05'ten küçük olduğu yani parametrelerin %5 önem düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Yani BIRORT değişkeni pozitif yönlü BUY değişkeni ise negatif yönlü anlamlıdır. IKIORT değişkeninin olasılık değerinin 0,05'ten büyük olması değişkenin AKO ile anlamlı olmadığı anlamına gelmektedir. BIRORT değişkeninin parametresinin 0,0001 olması birinci en büyük ortağın payının artması bankanın aktif karlılık oranını pozitif etkilediği anlamına gelmektedir. BUY değişkeninin parametresinin -0,0367 olması bankaların varlıklarının artmasının aktif karlılığı 0,0367 birim azalttığını işaret etmektedir.



SONUÇ

Daha önce de belirtildiği gibi sahiplik yapısı, hisse sahiplerinin firma yöneticileri ile ilişkisi ve firma yönetiminin ne ölçüde hisse sahiplerinin tasarrufunda olup olmadığı şeklinde tanımlanabilir. Sahiplik yapısının finansman kararları ve finansal performans üzerinde etkili olduğu tezi ile yapılan bu çalışmada, 2007-2018 yılları arasında Borsa İstanbul Bankacılık sektöründe işlem gören bankalara ait veriler Kamu Aydınlatma Platformu'ndan (KAP) ve ilgili bankaların resmi internet sitelerinden elde edilmiştir. Bu veriler panel veri analiz yöntemiyle analiz edilmiş, finansal kaldıraç değeri (FIKD) ve aktif karlılık oranı (AKO) olarak iki farklı model kullanılmıştır. En büyük ortağın payı (BIRORT), ikinci en büyük ortağın payı (IKIORT) ve firma büyüklüğü (BUY) sahiplik yapısının finansman kararlarının ölçütü olarak kullanılmış, finansal performansın ölçütü olarak ise finansal kaldıraç oranı (FIKD) ve aktif karlılık oranı (AKO) değişkenleri kullanılmıştır.

Çalışmada 2007-2018 yılları arasında devamlı olarak işlem gören on bankanın yıllık finansal tablolarından alınan verilerden yararlanılmıştır. Çalışma kapsamında değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı olmadığı, Spearman korelasyon testi ve varyans şişirme faktör (VIF) testi ile tespit edilmiştir. Devamında hem modellere hem de değişkenlere yatay kesit bağımlılığı testi uygulanmış, gerek modellerde gerekse de değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı olduğu analiz edilmiştir. Devamında, model bazlı ve değişken bazlı uygulanan homojenite testinde FIKD modelinin heterojen, AKO modelinin ise homojen olduğu, ayrıca değişken bazlı incelendiğinde FIKD, AKO, BIRORT, IKIORT ve BUY değişkenlerinin homojen olduğu tespit edilmiştir. Sonrasında yapılan CIPS-CADF ikinci nesil birim kök testi ile FIKD, AKO, BIRORT serilerinin düzeyde durağan, IKIORT ve BUY serilerinin

de birinci dereceden farkları alınarak durağanlaştığı analiz edilmiştir. Devamında FIKD ve AKO modellerine yapılan F testi ile, FIKD modelinin tek yönlü sabit etkiler modelinin geçerli olduğu ve modelde değişen varyans ile otokorelasyon olduğu tespit edilmiştir. AKO modelinde ise çift yönlü sabit etkiler modelinin geçerli olduğu ve modelde değişen varyans ile otokorelasyon olduğu tespit edilmiştir.

Modellerde değişen varyans ve otokorelasyon olduğu için tutarlı sonuçlar elde etmek için Beck-Katz (1995) tahmincisinden yararlanılmıştır. Tahmin sonucunda BIRORT ve IKIORT değişkenlerinin parameterlerinin olasılık değeri 0,05'ten büyük olduğu için bu değişkenlerin FIKD değişkeni üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir deyişle firmalardaki birinci ve ikinci büyük ortakların oranlarında meydana gelecek olan değişimler firmaların performansını etkilememektedir. BUY değişkeninin olasılık değeri 0,05'ten küçük olduğu ve buna bağlı olarak FIKD ile negatif yönlü anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle firmaların büyüklüklerinde artış olması firmaların ödeme riskini azaltmaktadır. Bu da firmaların performansını olumlu etkilemektedir. Model bir bütün olarak ele alındığında F testi olasılık değerinin 0,05'ten küçük olması modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. FIKD modelinde yeralan bağımsız değişkenler modeldeki değişimin %36'sını açıklamaktadır. Bu bağlamda oluşturulan 1. ve 2. Hipotezlerde H0 hipotezi reddedilememiştir. 3. Hipotezde H0 hipotezi reddedilmiştir.

AKO modelinin tahmin sonuçlarını analiz ettiğimizde ise modelin F testinin olasılık değeri 0,05'ten küçük olduğundan modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. BIRORT ile BUY değişkenleri ile anlamlı IKIORT değişkeniyle anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Modelin R kare değerinin 0.64 olması BIRORT ve BUY değişkenlerinin bağımsız değişkendeki değişimlerin %64'ünü açıkladığı anlamına gelmektedir. BIRORT değişkeninin %1 artmasıyla aktif karlılıkta %0,0001 oranında artış sağlamaktadır. Bu da firma sahipliğinin oranının yükselmesi firmanın finansal performansını olumlu etkilediği şeklinde yorumlanabilir. BUY değişkeninin %1 artmasıyla firmanın aktif karlılığını % -0,0367 oranında düşüş yönlü etkilediği tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle firma büyüklüğünün artması firmanın karlılığının düşmesine neden olmaktadır. Yani büyük firmalar kaynak riskliliğini azaltmak için daha güvenilir adımlar atarlar. Bu

doğrultuda oluşturulan 4. ve 6. Hipotezlerde H0 hipotezi reddedilmiştir. 5. Hipotezde H0 hipotezi reddedilememiştir.

Sahiplik yapısının finansman kararlarına ve finansal performansa olan etkisini incelediğimiz çalışmada elde ettiğimiz sonuçlar ile Zeitun vd. (2007), Bayrakdaroğlu (2010), Hamadi (2010), Chawdhury vd. (2010), Pervan vd. (2012), Kakilli vd. (2015), Doğan vd. (2015), Büyükmert (2015), Konak vd. (2015), Topaloğlu vd. (2016), Topaloğlu vd. (2017), Ege vd. (2017), Migliardo vd. (2017), Kılıç vd. (2018), Siddika vd. (2019) tarafından yapılan çalışmaların sonuçları ile paralellik göstermektedir. Çalışmamıza konu olan BIST bankacılık endeksinde bulunan bankaların ilgili dönem ve değişkenlerden elde edilen sonuçların literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Achy, L., (2009). “Corporate Capital Structure Choices in Mena: Empirical Evidence From Nonlisted Firms in Morocco”, *Middle East Development Journal*, C.1, No.2, Ss.255-273
- Agrawal, A., ve Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms To Control Agency Problems Between Managers and Shareholders. *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Akgüç, Ö. (1998). **Finansal Yönetim**. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Akgüç, Ö. (2002). **Mali Tablolar Analizi**, 10. Baskı, İstanbul: Arayış Basım ve Yayıncılık.
- Akgüç, Ö. (2011). **Finansal Yönetim**. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın
- Akgüç, Ö. 2010. **Finansal Yönetim**. Avcıol Basım Yayım. Eylül. Sayfa: 481-645, 753-801
- Akusta, A., (2019). “Gelişen Piyasalarda Kâr Dağıtım Politikası ve Sahiplik Yapısı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, *Yayınlanmamış doktora tezi*. Necmetin Erbakan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Alipour, M. ve Amjadi, H.; (2011). “The Effect Of Ownership Structure On Corporate Performance Of Listed Companies in Tehran Stock Exchange: An Empirical Evidence of Iran”, *International Journal Of Business and Social Science*, 2 (13), ss. 49-55.
- Arkan, F. (2010). Finansal Yapı ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Selçuk Üniversitesi, Konya.
- Avcı, E. (2018). Ortaklık Yapısı ve Şirket Performansı: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama,. *Journal Of Research in Business*, 3(1), 31-52.
- Aydın, N., vd., (2013). **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**. Eskişehir Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Aydın, N., vd., (2004). **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**. Ankara: Aü Yayınları.

- Baker, H. K., ve Martin, G. S. (2011). Capital Structure and Returns. *Capital Structure and Corporate Financing Decisions*, ss. 75.
- Baldemir, E., ve Süslü, B. (2008). “Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani-Miller Teoremi” *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), S. 259-268
- Başkaya, Z. ve Değer, A. (2003). **Finans Matematiği**, Ekin Kitabevi.1.Baskı, İstanbul:
- Bayrakdaroğlu, A., 2010. “Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: Örneği”, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2 (2), ss.11-20.
- Berezneak E., (2007). “Bankalarda Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi: Türkiye Uygulaması”, *Yüksek Lisans Tezi*, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Berk, N. (2010). **Finansal Yönetim**. İstanbul: Türkmen Kitapevi
- Berle, A.A., ve Means, G. C. (1932). The Modern Corporation and Private Property. *New York: Macmillan*
- Bostancı, F. ve Kılıç, S. (2010). Şirketlerde Halka Açıklık Oranının Piyasa Performansına Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir Çalışma, *İMKB Dergisi*. 12(45): 1-14.
- Brealey, R. A., vd., (2012). Principles Of Corporate Finance. Tata Mcgraw-Hill Education.
- Brigham, Eugene F.; Houston, Joel F., (2007). Fundamentals Of Financial Management. Usa; *South Western Cengage Learning*,
- Büker, S. 1997. **Finansal Yönetim**. Anadolu Üniversitesi. Ekim. Eskişehir. Sayfa:218- 298, 314-327.
- Büyükmert, N. (2015). İşletmelerde Sahiplik Yapısının Karlılık ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Uygulama, *Yüksek Lisans Tezi*, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

- Cadbury, A., (2000). Family Firms and Their Governance: Creating Tomorrow's Company From Today's, *Egon Zender International*,
- Ceylan, A., ve Korkmaz, T. (2008). **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Bursa: Ekin Kitapevi
- Challaye, F. (1969). **Mülkiyetin Tarihi**, Çev. Turgut Aytuğ, 2, 5.
- Cho, M. H. (1998). Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal Of Financial Economics*, 47(1), 103-121.
- Chowdhury, A., ve Chowdhury, S. P. (2010). Impact Of Capital Structure On Firm's Value: Evidence From Bangladesh. *Business and Economic Horizons* (BEH), 3(1232 2016-101116), 111-122.
- Coffee, J. C. (2001). The Rise Of Dispersed Ownership: The Roles Of Law and The State İn The Separation Of Ownership and Control. *The Yale Law Journal*. 111(1). (78–82).
- Çağıl, G., (2001). Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Yapısı, *Yüksek Lisans Tezi*, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çetenak, E.H. (2015). Sahiplik Yoğunlaşmasının Firma Değeri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Maliye ve FinansYazıları*, 1(104), 167-181.
- Davis, E. P., (1996). 'The Role Of Institutional Investors in The Evolution of Financial Structure And Behaviour'. *Financial Markets Group And Esrc Working Paper*. (FMG Special Papers), No. 89, 1-54.
- Demsetz, H., ve Lehn, K. (1985). The Structure Of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal Of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H., ve Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal Of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.
- Doğan, M. ve Topal, Y.; (2015). "Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20 (4), Ss. 165-177.

- Durand, D. (1952). The Cost Of Debt and Equity Funds For Business: Trends and Problems Of Measurement. Conference On Research On Business Finance (Ss. 215-220). New York: *New York National Bureau Of Economic Reserch*.
- DÜCAN, E., ve M. AKAL (2017). Komşu ülkelerle yapılan dış ticaretin DYY girişleri üzerine etkisi: gelişmekte olan ülkeler için panel veri analiz. *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 3(1), 63-80.
- Ege, İ., ve Nur Topaloğlu, T., (2013). Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2), 471-492.
- Ege, İ., ve Nur Topaloğlu, T., (2017). Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı ve Kar Payı Dağıtım Kararları Arasındaki İlişkinin Borsa İstanbul 30 Endeksinde Test Edilmesi, *International Conference on Eurasian Economies 2017*(8), ss 254-261.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy Of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Elitaş, B. L., vd., (2017). Finansal Sıkıntı ve Sahiplik Yapısı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul Üzerine Bir Araştırma. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9(4), 787-804.
- Ercan, M., ve Ban, Ü. (2005). Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim. **Gazi Kitabevi**. Ankara
- Ersoy, E., vd., (2011). Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin's Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 48(554).
- Ersoy, E., ve Çetenak, E, H, (2015). Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış Dergisi* 15(4), Sayfa: 509-510
- Faccio, M. ve L. H. P. Lang. (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*. 65(3). (365–395).

- Fauziah, Fenty ve Iskandar (2015). Rusdiah; “Determinants Of Capital Structure in Indonesian Banking Sector”, *International Journal Of Business and Management Invention*, C.4,No.12, Ss.36-44
- Fazlzadeh, A., vd., (2011). The Examination Of The Effect Of Ownership Structure On Firm Performance In Listed Firms Of Tehran Stock Exchange Based On The Type Of The Industry. *International Journal Of Business and Management*, 6(3), 249.
- Gedajlovic, E., ve Shapiro, D. M. (2002). Ownership Structure and Firm Profitability in Japan. *Academy Of Management Journal*, 45(3), 565-575.
- Gençoğlu, Ü. Nurten Erdoğan (Ed.) (2013). **Genel Muhasebe 2**, Saray Matbaacılık, Ankara, ss. 38
- Göktürk, K., vd., (2013). **Sermaye Piyasası Hukuku**. Eskişehir Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Gör, Y., vd., (2016). Şeffaflık Açısından Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Finansal Raporlamanın Süresi Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği. *Muhasebe Bilim Dünya Dergisi* ss. 683
- Grob, K. (2006). Equity Ownership and Performance: An Emprical Study of German Traded Companies. New York: *Physica Verlag A Springer Company*.
- Gücenme, Ü. (2005). **Genel Muhasebe**. Bursa: Aktüel Yayınları
- Güler, S. ve Uçma, T., 2011. “Mülkiyet Yapısı Değişkenlerinin İşletme Performansı Üzerindeki Etkisi: 30 Endeksi Üzerinde Bir Uygulama”, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, (4), Ss. 221-240.
- Güngör, S., (2012). Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama, *Yüksek Lisans Tezi*, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gürsoy, C. T. (2007). **Finansal Yönetim İlkeleri**. İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları.
- Hair, Joseph., vd., (1998). Multivariate Data Analysis, *New Jersey: Prentice-Hall*.

- Hamadi, M. (2010). "Ownership Concentration, Family Control and Performance Of Firms", *European Management Review*, 7, ss. 116- 131.
- Himmelberg, C., vd., (1999). "Understanding The Determinants Of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance", *Journal Of Financial Economics*, Vol: 53, ss. 353-84.
- Huang, Guihai ve Song, Frank M., (2006) "The Determinants Of Capital Structure: Evidence From China", *China Economic Review*, C.17, ss.14-36.
- James C. Van Horne ve John M. Wachowicz, Jr. (2008). *Fundamentals Of Financial Management. Prentice Hall. Thirteenth Edition Published*
- James, C., ve John, M. (2005). *Fundamentals Of Financial Management. Harlow: Pearson Education*
- Jensen, M. C., ve Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kakilli A., vd., (2015). "Kurumsal Yönetimin Bist Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması", *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8 (1), ss. 171-183.
- Kapopoulos, P. ve Lazaretou, S.; (2007). "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Greek Firms", *Corporate Governance*, 15 (2), ss. 144 158.
- Karadeniz, E., (2008). Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- Karlı, M. (1995). **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**. İrfan Yayımcılık Ticaret A.Ş. İstanbul
- Kılıç, M., (2017). Kurumsal Yönetim, Sahiplik Yapısı ve Finansal Performans İlişkisi: Bist'de Bir Alan Araştırması, *Yayınlanmamış doktora tezi*, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Kılıç, M., ve Ayrıçay, Y. (2018). Yönetim Kurulu Ve Sahiplik Yapısının Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: Bist İmalat Sanayi Sektöründe Bir Alan Araştırması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 20(2), 177-192.
- Kolb, R., ve Rodriguez, R. (1996). Finansal **Yönetim**. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını
- Konak, F., ve Kendirli, S. (2015). Sermaye Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkisi: BİST Gıda ve İçecek Endeksi Uygulaması. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 8(15), 124-134
- Konuk, S. (2019). İşletmelerde Sahiplik Yapısına İlişkin Faktörlerin Firma Değerine Etkisi: BİST 30 Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *Artibilim Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 45-54.
- Korkmaz, T., ve Ceylan, A. (2008). **İşletmelerde Finansal Yönetim**. Bursa: Ekin Kitapevi
- Korkut, S., (2007). “Parlamentar Denetim Kapsamında Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Denetlenmesi: TBMM Kit Komisyonunun Denetim Prosedürü ve Kit’lerin Denetiminde Geleceğe Dönük Öngörüler”, *Yasama Dergisi*, Sayı: 6,
- Koruyan, A. (2001). **Sermaye Piyasası, Taraflar-Kurumlar-İşlemler**. Nadir Kitap.
- Küçüksavaş, N. (2001). **Genel Muhasebe İlkeler ve Uygulaması**. 9.Baskı, S.329, İstanbul: Beta Basım
- La Porta, R., vd., (1999). “Corporate Ownership Around The World”, *The Journal Of Finance*, Lıv (2), ss:471-517.
- Lee, S. (2008). Ownership Structure and Financial Performance: Evidence From Panel Data Of South Korea (No. 2008-17). *Working Paper*.
- Megginson, W. (1997). Corporate Finance Theory. New York: *Addison-Wesley Educational Publishers Inc.*
- Megginson, W., ve Smart, S. (2008). Introduction To Corporate Finance. Ohio: *South Western Cengage Learning*

- Migliardo, C., ve Forgione, A. F. (2018). Ownership Structure and Bank Performance In EU-15 Countries. *Corporate Governance: The International Journal Of Business in Society*. vol. 18 no. 3, ss. 509-530
- Ministry Of Enterprise, Government Offices Of Sweden (2006), *State Ownership Policy*, ss.3
- Modigliani, F., ve Miller H., M. (1958). The Cost Of Capital Corporation Finance and The Theory Of Investment. *The American Economic Review* 3.
- Modigliani, F., ve Miller H., M. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*
- Myers, S. C. (1984). Capital Structure Puzzle (No. W1393). *National Bureau Of Economic Research*.
- Myers, S. C., ve Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have (No. W1396). *National Bureau Of Economic Research*.
- Nguyen, Hoa; Kayanı, Zainab (2013). “Determinants Of Banks’ Capital Structure in Asia A Comparison Among Developed and Developing Countries”, *School Of Economics and Management Department Of Business Administration*
- Nunes, Maças Paulo J.; Serrasqueiro, Zelia M. (2007). “Capital Structure Of Portuguese Service Industries: A Panel Data Analysis”, *The Service Industries Journal*, C.27, No.5, ss.549
- Nur, T., (2016). Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı ve Kar Payı Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul 30 Endeksi’ndeki Firmalar Üzerine Bir Uygulama, *Yüksek Lisans Tezi*, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Okka, O., (2006). **Finansal Yönetime Giriş**. 2. Baskı. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım
- Ongore, V. O. (2011). The Relationship Between Ownership Structure and Firm Performance: An Empirical Analysis Of Listed Companies in Kenya. *African Journal Of Business Management*, 5(6), 2120-2128.

- Ozili, P. K., ve Uadiale, O. (2017). Ownership Concentration and Bank Profitability. *Future Business Journal*, 3(2), 159-171.
- Örgün, G. S., ve Aygün, M. (2018). Sahiplik Yapısı ve Kar Kalitesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 11(3), 333-348.
- Özgener, Şevki (2000). Ekonomik Sistemler ve Ahlâk. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5.1. S.178.
- Özvar, K., ve Ersoy, E. (2017). Sahiplik Yapısının Kar Dağıtım Kararlarına Etkisi: Panel Tobit Yöntemiyle Bir Analiz. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9(17), 129-147.
- Pamukçu, A. B. (1999). *Finans Yönetimi*. İstanbul: Der Yayınları.
- Pekkaya, M. (2006). Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2(4), ss. 183-209.
- Perrini, F., vd., (2008). “Does Ownership Structure Effect Performance Evidence From The Italian Market”, *Corporate Governance*, 16 (4), ss. 312- 325.
- Pervan, M., vd., (2012). Firm Ownership and Performance: Evidence For Croatian Listed Firms. *World Academy Of Science, Engineering and Technology*, 61, ss. 964-970.
- Pike, R., ve Neale, B. (2003). Corporate Finance and Investment Decision Strategies. *Harlow: Prentice Hall*.
- Poza, E. J., ve Daugherty, M. S. (2020). Family Business. *Cengage Learning*.
- Ross, S. A., vd., (2000). Fundamentals Of Corporate Finance. Boston, Ma: *Irwin/Mcgraw-Hill-6th*
- Sakınç İ., (2008). “Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri ile İlişkisi”, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Gazi Üniversitesi.
- Sarıkaş, C., vd., (2008). Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar, *Anadolu Üniversitesi Yayınları*. Eskişehir

- Sayman, Yahya., (2012). ‘‘Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama’’, Yayınlanmamış doktora tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Sheikh, N. Ahmed; Wang, Zongjun (2011). ‘‘Determinants Of Capital Structure: An Empirical Study Of Firms İn Manufacturing Industry Of Pakistan’’, *Managerial Finance*, C.37, No.2, ss.117-133.
- Siddika, A., ve Haron, R. (2019). Capital Regulation and Ownership Structure on Bank Risk. *Journal Of Financial Regulation and Compliance*. Vol. 28 No. 1, ss. 39-56
- Srivastava, A. (2011). Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence From India. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(1), 23-29.
- Şamiloğlu, F. ve Ünlü U. (2010). Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: 100 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *Mufad Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 46, S.66-73.
- Tabachnick, Barbara; Fidell, Linda (2001). Using Multivariate Statistics. Boston: *Allyn and Bacon*.
- Tanrıöven, C., ve Aksoy, E. E. (2010). İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Ortaklık Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkileri. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (46), 216-231.
- Tekin, M. (2011). **İşletme Bilimi**. Günay Ofset. Konya
- Temiz, H., ve Dalkılıç, E. (2018). Sahiplik Yapısı ve Sermaye Kararları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Bist İmalat Sektörü Örneği. *Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 18(4), 171-188.
- Thomsen, S. ve Pedersen, T.; (2000). ‘‘Ownership Structure and Economic Performance in The Largest European Companies’’, *Strategic Management Journal*, 21 (6), ss. 689-705.
- Topaloğlu, E. E., (2017) Yönetim Kurulu Yapısının Finansal Performansa ve Risk Alma Eğilimine Etkisi: Borsa İstanbul’da İşlem Gören Bankalar Üzerine Bir Uygulama.

Yayınlanmamış doktora tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı

Topaloğlu, E. E., Coşkun, N., ve Özkan, C. (2016). Sahiplik Yapısı ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Borsa İstanbul 30 Endeksi'ndeki Şirketlerde Test Edilmesi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 53(620), 87-107.

Topaloğlu, E. E., ve Coşkun, N. (2017). Firma Karlılığını Etkileyen Faktörlerin Sahiplik Yoğunlaşması Doğrultusunda Tespiti: Ampirik Bir Yaklaşım. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(1), 95-112.

Topaloğlu, E. E., ve İlhan, E. G. E. (2018). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Bankaların Yönetim Kurulu Yapısının Finansal Performansa Etkisi: Panel Veri Analizi. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 19(41), 9-34.

Topaloğlu, E.E. (2018). Sermaye Yapısına Etki Eden Firmaya Özgü Faktörlerin Panel Veri Analizleri İle Belirlenmesi: Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 55(640), 63-100.

Tükenmez, N. M, vd., (2016). Türk Bankacılık Sektöründe Sahiplik Yoğunlaşması ile Finansal Performans İlişkisinin İncelenmesine Yönelik Ampirik Bir Çalışma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 30(3). (625 – 644).

Türk Dil Kurumu (2021) "Sahiplik Yapısı Tanımı", <https://sozluk.gov.tr>

Van Horne, J., ve Wachowicz, J. (2008). Fundamentals Of Financial Management. *Harlow: Pearson Education Limited*.

Welch, E. (2003). The Relationship Between Ownership Structure and Performance In Listed Australian Companies. *Australian Journal Of Management*, 28(3), 287-305.

Wiwattanakantang, Yupana (1999). "An Empirical Study On The Determinants Of The Capital Structure Of Thai Firms", *Pasific Basin Finance Journal*, C.7, Ss.371-403

Yalçiner, A. A. (2008). **İşletme Sermayesi Yönetimi**. Gazi Kitabevi. Ankara

Yetiz, F. (2016). Bankacılığın Doğuşu ve Türk Bankacılık Sistemi. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(2), 107-117.

Yükeri, Y. 2009. İmalat Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerinin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi'nde Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi*, Çukurova Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Zeitun, R. ve Tian, G. G., (2007) Capital Structure and Corporate Performance: Evidence From Jordan, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1(4), ss. 40-61.

Zor, İ. ve Aslanoğlu S., (2005) "Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları: Türkiye'de Oluşturulan Sisteme Yönelik Değerlendirme ve Geleceğe Yönelik Bir Tahmin", *Mufad Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 26, s.184-196.

