

**T.C.  
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**İŞLETMELERDE SAHİPLİK YAPISININ KÂRLILIK VE  
SERMAYE YAPISI ÜZERİNE ETKİLERİ: BORSA İSTANBUL'DA  
AMPİRİK BİR UYGULAMA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Naim BÜYÜKMERT**

**Balıkesir, 2015**

**T.C.**  
**BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**İŞLETMELERDE SAHİPLİK YAPISININ KÂRLILIK VE**  
**SERMAYE YAPISI ÜZERİNE ETKİLERİ: BORSA İSTANBUL'DA**  
**AMPİRİK BİR UYGULAMA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Naim BÜYÜKMERT**

**Tez Danışmanı**

**Yrd. Doç. Dr. Muhammed Mustafa Tuncer ÇALIŞKAN**

**Balıkesir, 2015**

T. C.  
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ


TEZ ONAYI

Enstitümüzün İşletme anabilim Dalı'nda 201212507014 numaralı Naim BÜYÜKMERT'in hazırladığı "İşletmelerde Sahiplik Yapısının Kârlılık ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Uygulama" konulu YÜKSEK LİSANS tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca 07.05.2015 tarihinde yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezin onayına OY BİRLİĞİ ile karar verilmiştir.

Başkan Yrd. Doç. Dr. M. M. Tuncer ÇALIŞKAN (Danışman)

İmza: 

Üye Doç. Dr. Adem ANBAR

İmza: 

Üye Doç. Dr. H. Aydın OKUYAN

İmza: 

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylıyorum.

29.05.2015  
  
Doç. Dr. Halil İbrahim ŞAHİN  
Enstitü Müdürü

## ÖNSÖZ

Ulusal ve uluslararası alanda faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapıları, işletmelerin finansal ve finansal olmayan birçok yapısında rol oynamaktadır. İşletmelerin sahiplik yapıları, sermaye hissedarları ve yöneticileri bakımından değişiklikler gösterebilmektedir. Sahiplik yapısında oluşan bu farklılıklar, işletmelerin farklı finansal yapılara bürünmelerine, dolayısıyla farklı finansal sonuçlarla karşılaşmalarına neden olabilmektedir. Sahiplik yapısının etkileri ekonomik ve politik şartlar eşliğinde; zamana, faaliyet sektörüne ve ülkelere göre farklılıklar gösterebilmektedir. Bu nedenle işletmeler arasındaki farklılıklar en az düzeye indirildiğinde elde edilen sonuçlar çok daha anlamlı olacaktır.

İşletmelerde genel amaç; kârlılığın artırılması ve faaliyetlerin devam ettirilmesidir. Bu amaçlar doğrultusunda hissedarlar ve yöneticiler, işletmeler için gün geçtikçe daha da zorlaşan iş dünyasında, bir adım daha öne çıkmak zorundadırlar. Ayrıca; yaşanan mali krizler, küresel alanda finansal ve stratejik değişiklikler işletmelerin birçok alandaki kararlarını etkilemektedir. Buna binaen, faaliyet alanındaki rekabet ortamları ve işletmelerin her geçen gün yapısal ve finansal alanda yaptığı yenilikler, işletmelerin daha da farklı olgulara erişmesini sağlamaktadır. Çalışmada, sadece üretim (imalat) yapan işletmeler ele alınmış olup incelenen işletmelerin ekonomik koşullarındaki hareketliliğin en az seviyede olması, çalışma sonuçlarının en anlamlı şekilde sonuçlanmasını sağlayacaktır. Bu nedenle, uygulama 2010 yılı ve sonrası finansal veriler aracılığı ile gerçekleştirilmiştir. 2008 yılında küresel olarak yaşanan ekonomik krizin, uygulama sonuçlarını olumsuz etkileyeceği düşüncesi ile 2008 ve 2009 yılları uygulamanın veri seti kapsamında çıkarılmıştır.

Sahiplik yapısının etkileri kapsamında geçmiş yıllarda birçok çalışma yapılmıştır. İşletmelerin birçok faktörün etkisi ile değişik yapılara dönüşmesi, bu alanda yapılan çalışmaların yenilenmesi gerekliliğini doğurmaktadır. Literatürde, sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar olmakla birlikte işletmelerde bulunan yabancı hissedarın etkileri, yapılan çalışmalarda yeterince ele alınmamıştır. Ancak sahiplik yapısının etkileri; zaman süreci, politik durumlar ve ekonomik değişkenler çerçevesinde daha değişken sonuçları ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle bu çalışma daha önce yapılan çalışmalara yenilik katmakla beraber, ekonomik ve dönemsel farklılıkların sonuçlarını da ortaya çıkarmış olacaktır.

Bu çalışmanın ortaya çıkmasında, akademik bilgi ve tecrübeleri ile beni yönlendirerek destek sağlayan Doç.Dr. H. Aydın OKUYAN'a, izlemem gereken yolu bana gösteren ve fikirleri ile beni aydınlatan akademik danışmanım Yrd.Doç.Dr. M.M.Tuncer ÇALIŞKAN'a, hiçbir zaman yardımını esirgemeyerek manevi destek sağlayan Yrd.Doç.Dr. Musa GÖK'e teőekkür ederim. Zorlandığım anlarda yardımcı olmaktan çekinmeyen kuzenim Süleyman BÜYÜKMERT'e, yüksek lisans eğitimim süresince bana destek olan silah arkadaşlarıma ve her zaman benimle olarak manevi destek sağlayan ismini sıralayamadığım arkadaşlarıma teőekkür ederim.

Çalışmamın her aşamasında destek olup benim motivasyonumu sağlayan ve dünya hayatında çocukluğumun ilk evrelerinden itibaren hayatımın rengi ve anlamı olan, kendime dair her şeyin var olduğu hayat arkadaşım, yaşam kaynağım olan sevgili eşim Zeynep BÜYÜKMERT'e, ayrıca çalışmam boyunca ona ayırmam gereken vakti kısıtladığım için biricik oğlum İbrahim BÜYÜKMERT'e sonsuz teőekkür ederim.

Naim BÜYÜKMERT

## ÖZET

### İŞLETMELERDE SAHİPLİK YAPISININ KÂRLILIK VE SERMAYE YAPISI ÜZERİNE ETKİLERİ: BORSA İSTANBUL'DA AMPİRİK BİR UYGULAMA

**BÜYÜKMERT, Naim**

**Yüksek Lisans, İşletme Anabilim Dalı**

**Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Muhammed Mustafa Tuncer ÇALIŞKAN**

**2015, 156 Sayfa**

Sahiplik kavramı, boyut ve kapsam değiştirerek günümüzde çok farklı yapılar haline gelmiştir. Bu değişimlerin neticesinde işletmelerin sahiplik yapısı da, içinde bulunduğu zaman ve ekonomik koşullar açısından değişim göstermiştir. İşletmelerin sermaye yapısı oranı, sahiplik yapısına bağlı olarak farklılık gösteren bir rasyo olması nedeniyle, ilgi çekici konulardan biridir. Ayrıca, işletmeler için en uygun sermaye yapısının oluşturulması finans biliminin en önemli mevzularındandır.

Sahiplik yapısının, işletmelerin finansal durumlarına etkileri ile ilgili literatürde birçok çalışma bulunmakla birlikte, değişken bir kavram olması nedeniyle yeni araştırmaların yapılması literatür zenginliği açısından önemlidir. Bu amaç doğrultusunda yapılan bu çalışmada, işletmelerin sahiplik yapısı ve etkileri finansal boyutu ile ele alınmıştır. İşletmelerin sahiplik yapıları çerçevesinde; sahiplik yoğunlaşması, aile işletmesi, yabancı ortağın payı, holdinge veya bir gruba bağlı olup olmamasının, sermaye yapısı ve kârlılık üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Ayrıca sermaye yapısının; sahiplik yoğunlaşması, kârlılık ve duran varlıklar ile olan etkileşimleri de incelenmiştir. Uygulamada, Borsa İstanbul'da (BİST) faaliyet gösteren 133 işletmenin sahiplik yapıları ve 2010 ile 2013 yılları arasındaki finansal verileri kullanılmıştır. Uygulama kapsamında, 8 adet hipotez belirlenmiş olup belirlenen hipotezler SPSS programının 20.0 versiyonunda, ANOVA ve Regresyon Analizi ile test edilmiştir. Hipotez testleri sonucunda, işletmelerin sahiplik yapısının sermaye yapısı üzerinde etkili olduğu, kârlılık üzerinde ise etkisinin olmadığı belirlenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Sahiplik Yoğunlaşması, Sahiplik yapısı, Sermaye yapısı

# **ABSTRACT**

## **OWNERSHIP STRUCTURE OF ENTERPRISES EFFECTS ON PROFITABILITY AND CAPITAL STRUCTURE: AN EMPIRICAL APPLICATION IN EXCHANGE ISTANBUL**

**BÜYÜKMERT, Naim**

**Master Thesis, Department of Business Administration**

**Advisor: Asist. Prof. Muhammed Mustafa Tuncer ÇALIŞKAN**

**2015, 156 Pages**

The concept of ownership, changing the size and cross-section has become very different structures nowadays. Ownership structure companies' are changing according to the time and economic conditions. Capital structure rate of enterprises, which differentiates ratio depend on the ownership structure, is one of the interesting issues. Also creating the most suitable optimal capital structure is one of the most important subject of financial science.

Although there are many studies in the literature about the effects of ownership structure of companies' financial situations, it is important to perform new researches for the richness of literature because of the variable concepts. For this purpose the generated in study, ownership structure of businesses and it's effects were dealt with financial dimension in this study. Within the framework of the ownership structure of the companies; concentration of ownership, family business, the share of the foreign partner, the holding company or group, if the business is depend on holding or not, the capital structure and its impact on profitability were examined. Also capital structure's; ownership of concentration, profitability and interactions with tangible assets were also investigated. Under this practice, the financial datas between 2010 with 2013 years and ownership structure of 133 enterprises operating in Exchange Istanbul (BIST) were examined. Under the application 8 hypotheses are defined and the defined hypotheses are tested in version 20.0 of SPSS programme with Anova and regression analysis. As a result of hypothesis tested, it was concluded that the variable of businesses' ownership structure have effect on the capital structure, but no effects on profitability.

**Keywords:** Ownership Concentration, Ownership Structure, Capital Structure

# İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖNSÖZ.....	iii
ÖZET.....	v
ABSTRACT .....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
ÇİZELGELER LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERDE SAHİPLİK YAPISI VE DEĞİŞKENLERİ .....	3
1.1.Sahiplik (Mülkiyet) Kavramı .....	3
1.1.1. Sahiplik Kavramının Tarihsel Gelişimi .....	3
1.1.2. Sahiplik Kavramının Tanımı .....	4
1.2. Sahiplik Çeşitleri .....	6
1.2.1. Şahsi Eşya (Menkul) Mülkiyeti (Personal Property) .....	7
1.2.2. Taşınmaz Mülkiyeti .....	7
1.2.3. Fikri Mülkiyet Hakları .....	8
1.2.4. İşletme veya Sermaye Sahipliği.....	10
1.3. Sermaye Sahipliği .....	11
1.4. Sermaye Sahipliğinin Türleri .....	13
1.4.1. İşletmelerde Aile Sahipliği .....	14
1.4.1.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Aile İşletmeleri.....	17
1.4.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği .....	19
1.4.2.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	21
1.4.3. Devlet (Kamu) Sahipliği .....	22
1.4.3.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Kamu İşletmeleri .....	27
1.4.4. Dağınık (Geniş Tabanlı Sermaye) Sahiplik Yapısı .....	29
1.4.4.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Dağınık Sahiplik Yapısı .....	30
1.4.5. Yönetici Sahipliği .....	31
1.4.5.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Yönetici Sahipliği .....	33
1.4.6. Çalışan Sahipliği .....	34
1.4.6.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Çalışan Sahipliği .....	36



## İKİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE YAPISI TEORİLERİNİN, KAYNAK BİLEŞİMİ VE PAZAR

DEĞERİNE ETKİLERİ .....	37
2.1. Sermaye Yapısı Teorileri Kavramı .....	37
2.1.1. Sermaye Yapısı Teorilerinin İşletmeler Açısından Önemi .....	37
2.1.2. Sermaye Yapısı Teorilerinin Tarihsel Gelişimi .....	38
2.2. Sermaye Yapısı Teorileri .....	40
2.2.1. Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar .....	40
2.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı .....	41
2.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı .....	45
2.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım .....	47
2.2.2. Modigliani ve Miller Teorisi .....	50
2.2.2.1. Modigliani ve Miller Yaklaşımındaki Temel Önermeler .....	52
2.2.2.1.1. Modigliani ve Miller'in Birinci Önermesi .....	52
2.2.2.1.2. Modigliani ve Miller'in İkinci Önermesi .....	54
2.2.2.1.3. Modigliani ve Miller'in Üçüncü Önermesi .....	55
2.2.3. Miller Yaklaşımı .....	56
2.2.4. Dengeleme (Trade-Off) Teorisi .....	58
2.2.5. Finansal Hiyerarşi Teorisi .....	60
2.2.6. Temsilcilik Maliyeti Teorisi .....	62
2.2.7. Piyasa Zamanlaması Teorisi .....	65
2.2.8. Sinyal Teorisi .....	66

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İŞLETMELERİN SAHİPLİK YAPISINA İLİŞKİN LİTERATÜRÜN İNCELENMESİ ...	69
3.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Yapılan Çalışmalar .....	69

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İŞLETMELERİN SAHİPLİK YAPILARININ, SERMAYE YAPISI VE İŞLETME KÂRLILIĞINA ETKİLERİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA .....	82
4.1. Uygulamanın Konusu .....	82
4.2. Uygulamanın Amacı ve Önemi .....	83
4.3. Uygulamanın Varsayımları .....	83
4.4. Uygulamanın Sınırlılıkları .....	83
4.5. Uygulamanın Grubu .....	83
4.6. Uygulamanın Modeli .....	85

4.7. Uygulamanın Hipotezleri .....	85
4.8. Uygulamanın Yöntemi ve Veri Seti .....	87
4.8.1. Betimleyici (Tanımlayıcı) İstatistikler .....	87
4.8.1.1. Merkezi Eğilim Ölçütleri .....	88
4.8.1.2. Ortalamadan Sapma Ölçütleri .....	88
4.8.1.3. Normallikten Sapma Ölçütleri .....	88
4.8.2. Faktör Analizi .....	89
4.8.3. Varyans Analizi .....	89
4.8.4. Regresyon Analizi .....	92
4.9. Uygulamanın Bulguları ve Sonuçları .....	95
4.9.1. Veri Setinin Betimsel İstatistikleri.....	95
4.9.2. Faktör Analizi Sonuçları.....	105
4.9.3. Varyans Analizi Sonuçları.....	108
4.9.4. Regresyon Analizi Sonuçları .....	122

## BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	128
KAYNAKÇA.....	133
EKLER.....	155

## ÇİZELGELER LİSTESİ

<b>Çizelge 1:</b> Şirket Türleri .....	11
<b>Çizelge 2:</b> Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Yapısının Sermaye Maliyetine Etkisi .....	43
<b>Çizelge 3:</b> Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Yapısının Firma Değerine Etkisi .....	44
<b>Çizelge 4:</b> Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Yapısının Sermaye Maliyetine Etkisi .....	45
<b>Çizelge 5:</b> Kaldıraç Oranı (Yabancı Kaynak/Öz Kaynak) ile Firma Değeri Arasındaki İlişki .....	48
<b>Çizelge 6:</b> Geleneksel Yaklaşım Anlayışına Göre Sermaye Yapısı ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki .....	48
<b>Çizelge 7:</b> Geleneksel Yaklaşım Anlayışına Göre Sermaye Yapısı ile Firma Değeri Arasındaki İlişki .....	49
<b>Çizelge 8:</b> Sermaye Yapısının Firma Değerine Etkisi .....	59
<b>Çizelge 9:</b> Uygulamada İncelenen İşletmelerin Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Yaş Ortalamaları .....	84
<b>Çizelge 10:</b> Değişken Sayılarına Göre Varyans Analizi .....	92
<b>Çizelge 11:</b> Uygulamada Kullanılan Değişkenlerin Tanımı ve Hesaplanma Yöntemleri .....	97
<b>Çizelge 12:</b> Uygulamada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlerin Betimsel İstatistikleri .....	98
<b>Çizelge 13:</b> Uygulamada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi .....	105
<b>Çizelge 14:</b> KMO ve Barlett Testleri .....	106
<b>Çizelge 15:</b> Ortak Varyans Tablosu .....	107
<b>Çizelge 16:</b> Özdeğer İstatistiğine Bağlı Faktör Sayısı ve Varyans Açıklaması .....	107
<b>Çizelge 17:</b> Varyans Analizi Sonuçları (H1a) .....	109
<b>Çizelge 18:</b> Varyans Analizi Sonuçları (H1b).....	111
<b>Çizelge 19:</b> Varyans Analizi Sonuçları (H1c).....	113

<b>Çizelge 20:</b> Varyans Analizi Sonuçları (H1d) .....	115
<b>Çizelge 21:</b> Varyans Analizi Sonuçları (H2a) .....	117
<b>Çizelge 22:</b> Varyans Analizi Sonuçları (H2b) .....	118
<b>Çizelge 23:</b> Varyans Analizi Sonuçları (H2c) .....	120
<b>Çizelge 24:</b> En Büyük Ortağın Payı, Kârlılık ve Duran Varlık Oranına İlişkin Model Özeti .....	122
<b>Çizelge 25:</b> En Büyük Ortağın Payı, Kârlılık ve Duran Varlık Oranına İlişkin Katsayılar ve ANOVA Testi.....	123
<b>Çizelge 26:</b> Uygulamanın Hipotezleri ve Açıklayıcı Sonuçlar.....	127

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>Şekil 1:</b> İşletmelerin Yaş Grafiği .....	95
<b>Şekil 2:</b> İşletmelerin Kuruluş Yılları .....	96
<b>Şekil 3:</b> Sahiplik Yapısında Yoğunlaşma .....	99
<b>Şekil 4:</b> İşletmelerde Duran Varlık Oranı .....	100
<b>Şekil 5:</b> İşletmelerde Kârlılık Oranı .....	101
<b>Şekil 6:</b> İşletmelerde Sermaye Yapısı (Yabancı Kaynak/Toplam Kaynak) Oranı ..	102
<b>Şekil 7:</b> İşletmelerde Kısa Vadeli Borç Oranı.....	103
<b>Şekil 8:</b> İşletmelerde Uzun Vadeli Borç Oranı.....	104

## KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devleti
ANOVA	: Varyans Analizi
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BİST	: Borsa İstanbul
CİFAR	: Uluslararası Finansal Analiz ve Araştırma
DEA	: Veri Zarflama Analizi
DTBB	: Devlet Teşkilatı Bilgi Bankası
EKK	: En Küçük Kareler
ESOP	: Çalışanları Hissedar Yapma Planı
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kar
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KMO	: Kaiser-Meyer-Olkin
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
MSB	: Karelerin Ortalamalarının Arası
MSE	: Karelerin Ortalamalarının Hatası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBCCI	: Türk-İngiliz Ticaret ve Sanayi Odası

TKYD	: Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
TOBİN Q	: Piyasa Değeri/Defter Değeri
TSE	: Tokyo Menkul Kıymetler Borsası
UNSD	: Birleşmiş Milletler İstatistik Bölümü
XMESY	: BIST Metal Eşya Makine Endeksi
WIPO	: Dünya Fikri Mülkiyet Örgütü

# GİRİŞ

Ulusal ve uluslararası alanda meydana gelen ekonomik gelişmeler işletmelerin, finansal alanlarda ve diğer alanlarda kendilerini geliştirmelerini zorunlu kılmaktadır. İşletmeler için varlıklarının devam etmesi en temel amaçtır. Ancak; kârlılık, geleceğe yönelik yatırımlar ve işletme performansı gibi konular da devamlılıkları kadar önem arz etmektedir. İşletmeler için önemli olan birçok etkenin, yönetici ve hissedarlar tarafından belirlendiği aşikârdır. Bu nedenle, sahiplik yapısının işletmeler için önemi daha da artmaktadır. Bu varsayımlar eşliğinde oluşturulan çalışmada, işletmelerin sahiplik yapısı değişkeninin finansal etkileri araştırılmıştır.

Çalışma, toplam beş bölümden oluşmaktadır. İlk üç kısımda; sahiplik kavramı, sahiplik yapısı, sermaye yapısı ve finansal teoriler gibi uygulamaya yönelik temel kavramlar ve modeller açıklanmıştır. Birinci bölümde, sahiplik kavramının oluşumuna ve sahiplik kavramı ile ilgili temel yapıya değinilmiştir. Kavramsal olarak tanımlamaların yapıldığı kısımlardan sonra sahiplik kavramının hukuksal yönleri de ele alınmıştır. Sahiplik kavramına yönelik tanımlamalardan sonra işletmeler ve sahiplik yapılarına değinilerek, işletmelerin ulusal ve uluslararası alandaki sahiplik yapılarına ilişkin belirleyici faktörler sergilenmiştir. İkinci bölümde, işletmelerin sermaye yapısı (yabancı kaynak/toplam kaynak) teorileri ve sermaye yapılarının belirleyicileri açıklanmıştır. İşletmelerin sahiplik yapılarının, işletme açısından birçok faktörde etkili olduğu düşünülmektedir. Ayrıca finansal olarak işletme sahipliğinin etki ettiği en önemli yapı, sermaye yapısıdır. Bu kapsamda sermaye yapılarına ilişkin önceki yıllarda ortaya atılan teoriler ve çalışmalara, çalışmanın ikinci bölümde yer verilmiştir. Üçüncü bölümde ise çalışmanın konusu kapsamında daha önce yapılmış olan ulusal ve uluslararası alandaki çalışmalar sergilenmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümü uygulama kısmı olarak biçimlendirilmiştir. Uygulama kapsamında; Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 133 imalat işletmesinin 2010-2013 yılları arasındaki 4 yıllık finansal verileri kullanılmıştır. Araştırılması planlanan konulara yönelik olarak belirlenen veriler Kamu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) web sitesinden temin edilerek düzenlenip, daha sonra analiz edilmek üzere veri tablolama programlarına kaydedilmiştir.



Çalışmanın amaçları doğrultusunda temin edilen veriler analiz için uygun hale getirilerek elektronik tablolama programı excel'e kaydedilmiştir. Bu aşamadan sonra hazırlanan veriler SPSS programının 20.0 versiyonunda analiz edilerek, verilere ve değişkenlere yönelik tanımlayıcı ve sonuçlanmış istatistikler aktarılmıştır. Diğer bir ifade ile hipotezler ve test aşamaları, testlerin sonucunda ulaşılan genel değerlerin işletmeler açısından etkilerine dördüncü bölümde yer verilmiştir. Çalışmanın son bölümü olan beşinci bölümde, belirlenen hipotezler ve sonuçlarının genel olarak sınıflandırılması yapılarak çalışmaya yönelik yoğun kesitlere yer verilmiştir. Genel olarak belirtmek gerekirse; sonuç bölümünde, uygulama kapsamında elde edilen sonuçlara ve çalışmanın tamamına yönelik özetleyici bilgilere yer verilerek, daha sonra yapılacak olan çalışmalara tavsiye niteliğindeki düşünceler aktarılmıştır.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## İŞLETMELERDE SAHIPLİK YAPISI VE DEĞİŞKENLERİ

### 1.1.Sahiplik (Mülkiyet) Kavramı

#### 1.1.1. Sahiplik Kavramının Tarihsel Gelişimi

İnsanları, diğer canlılardan ayıran birçok özellik mevcut olup bunlardan biriside; sahip olma duygusudur. İnsanoğlu, varoluşunun ilk anından itibaren maddi ve manevi birçok varlığa sahip olma dürtüsü içerisinde. Maddi varlıklar, insanın hayatını devam ettirmesi için kolaylık sağlamakla birlikte zengin olma duygusu da kazandırarak diğer insanların nezdinde saygınlığın kazanılmasını sağlar. Esas olarak vurgulamak istenen kanı; ilk var olan insandan itibaren insanoğlu materyalist bir varlıktır. Bu kanı, insanlığın en eski tarihinden itibaren araştırılmasının bir sonucu olarak ortaya çıkmış ve inkâr edilemez bir kavram haline gelmiştir. Çünkü hiçbir varlığa sahip değilmiş gibi düşünülen ilk insanlar; mağaralara, taş ve metal eşyalara belirli oranda sahip olmuşlardır. Sahip olunan nesnelere yıllar geçtikçe farklılaşsa da nihayetinde mutlaka bir sahiplik söz konusu olmuştur. Günümüzde sahip olunan nesne sayısı çok daha fazla olsa da, yaşamın ilk evrelerinde bu oldukça düşüktür. Bulut (2006;16), mistik bir zihniyetin bulunduğu ilkel toplumlarda, insanların bazı varlıklara sahip olduğunu ve malik olarak insanın bu varlıklara mistik bir şekilde bağlandığını savunmuştur. Sahip olma duygusunun sonucu olarak ortaya çıkan gelişmeler mülkiyet kavramının oluşmasını ve şekillenmesini sağlamıştır.

Sahiplik kavramının oluşumu çok eski olup insanlıkla beraber başlamıştır. İnsanlar yaşam aşamalarının ilk anlarında kolektif yaşama uygun olarak, üretme ve tüketme biçiminde toplumsal bir karakter taşımışlardır. Ancak, topluma ait olan eşyalarda hak ileri sürebilme zamanla tarihsel gelişimlere de bağlı olarak, toplumsallıktan bireyselliğe doğru bir akım göstermiştir. Toplumsal mülkiyet inancı ise yerini giderek bireysel mülkiyet inancına ve biçimine bırakmıştır. Ayrıca, hukuksal olmasının yanı sıra tarihsel karakter de taşımaktadır. Sahiplik kavramı, sosyo-ekonomik gelişmelere bağlı olarak hukuksal ve niteliksel gelişmelere uğramıştır. Başka bir ifade ile yaşam koşulları ve evreleri değiştikçe, hukuki ve ekonomik değerlere göre değişkenlik

kazanmıştır. Bu etkileşimin sonucu olarak, gerek bireyler gerekse toplum tarafından var olan değer yargılarına ve yaşam koşullarına göre değişik anlam ve biçim verilmiştir (Coşar, 1985:504-506; Muşlu, 2007:96). Kısacası, toplum ve yaşam koşullarının değişmesiyle sahiplik kavramı da bu değişimlere paralel olarak kendi içinde evrilmiştir (İnan, 2003:484). Engels (1884:8), eski medeniyetlerde sahipliği şu şekilde yorumlamıştır; materyalist düşünceler kapsamında sahiplik olarak, üretim mallarının üretimi ve tekrar üretimidir. Bu nedenle eski medeniyetlerde mülkiyet sadece üretim açısından değerlendirilmektedir. Bu duruma "üretim ve yeniden-üretim" süper ikili kavramı da denmektedir.

### 1.1.2. Sahiplik Kavramının Tanımı

Sahiplik hakkı bu kavrama konu olan nesne ve değerlerde, hak sahibinin ve kullananın durumuna göre değişik şekillerde tanımlanabilir. Mülkiyetin taşınır veya taşınmaz olmasına göre ya da toplumsal ve hukuksal olarak mülkiyetin durumuna göre tanımlamalar yapmak mümkündür (Coşar, 1985:507). Sahiplik kavramı konusunda birçok tanımlama mevcut olup yapılan tanımlamalar incelenecek olursa:

*"Sahiplik kavramı ile aynı anlama gelen mülkiyet kelimesi, Arapça "mulk" kelimesinden gelmektedir ve daha sonra ek alarak "mülkiyyet" olarak değişmiştir. Kelime olarak: "1. isim: Ev, dükkân, arazi vb. taşınmaz mal, 2. Vakıf olmayıp doğrudan doğruya birinin malı olan yer veya yapı, 3. Devletin egemenliği altında bulunan toprakların bütünü, ülke anlamlarına gelmektedir." Mülkiyetin sahibi durumunda olan kişilere ise malik denir. Hukuksal olarak malik kavramı; "Kendisinin olan bir şeyi yasa çerçevesi içinde dilediği gibi kullanabilme hakkını taşıma durumu, iyelik, mülkiyet." (Türk Dil Kurumu, 2006). Kelime anlamı olarak açıklandığı üzere malik, hem gerçek hem de tüzel kişilik anlamında olabilir. Anlam olarak malik; bir mülke sahip olan anlamına gelir, isim olarak ise Kur'an'da belirtildiği üzere yedi cehennem yöneticisi olan melektir (Kur'an-ı Kerim).*

*"4721 sayılı Türk Medeni Kanununun 683. maddesinin ilk fıkrasına göre; bir şeye malik olan kimse, hukuk düzeninin sınırları içinde o şey üzerinde dilediği gibi kullanma, yararlanma ve tasarrufta bulunma yetkisine sahiptir." (Türk Medeni Kanunu, İkinci Bölüm Madde 704, 2001:8155).*

Mülkiyet (sahiplik) kavramı bir varlığın kullanım hakkını, daha açık bir ifadeyle tüm yasal hakları elinde bulundurmak nedeniyle o varlık üzerinde işlem hakkına sahip olmayı ifade etmektedir (Gençtürk, 2003:232).

Sahiplik değerlerini açıklamak gerekirse, herhangi bir kuruluşta belirli açılardan çıkarlara sahip olmaktır ve bu çıkarlar doğrultusunda yetkilerin bulunmasıdır (Means, 1931:68).

İnsanlık tarihinin eski medeniyetlerinden Roma hukukuna göre, sahiplik (mülkiyet) hakkı mutlak bir hak olarak değerlendirilirken, İngiliz hukukunda sınırsız mutlak bir hak olarak nitelendirilmiştir. 1789'da ortaya çıkan Fransız ihtilalinden önce Fransız hukuk bilimcileri sahiplik hakkının, derebeylik gibi gruplar anlamında var olduğunu savunmuştur. Sahiplik (mülkiyet) hakkı somutlaştırılmış bir şekilde kabul edilerek, bağımsızlık ve eşitlik gibi bir hak olarak benimsenmiştir. (Güriz, 1992:159; Oğuz, 1998:50). Muşlu'ya (2007:96) göre mülkiyet hakkı, insanların varoluşunun ilk anından itibaren bir kimsenin bir şey üzerinde en geniş hâkimiyeti ve yetkiyi sağladığı hakktır. Bir nesne üzerinde bu haklara sahip olan kişiye de malik denir.

Malik kavramını incelediğimizde, Semitik dillerde ve aynı zamanda Müslümanlığa inanan kesimlerde kullanılan malik kelimesinin İbranice "m l k" kökünden geldiği varsayılmaktadır. Melek, malik, mülk, malik'ül mülk, memlûk gibi kelimelerin köken aldığı "m l k" 'in İsraililerin komşusu ve aynı zamanda Ammon'luların tanrısı olan Molek (molech, moloch) isminden türetildiği düşünülür (Arthur Jeffery, 1938:268). Reisoğlu'na (1980:12) göre malik; kanuni sınırlar içerisinde bir şeyi arzu ettiği şekilde kullanabilen, tabii ve medeni semerelerinden faydalanabilen ve o şey üzerinde hukuki tasarruflarda bulunabilen kimseye malik denir.

Sahiplik hakkına sahip kişi; mülkiyetinde olan nesneyi kullanma, başkalarına devretme, tahrip etme, nesnenin ürünlerinden yararlanma yetkisine sahip olmasına karşın sahiplik kavramının tam bir tanımı olduğu söylenemez. Çünkü sahiplik kavramı geniş bir yelpazeyi kapsamakta ve mutlak nitelikte olduğundan herkese ve her şeye karşı ileri sürülebilmektedir. Sahiplik, yeryüzünde maddi değeri olan ya da olmayan maddi ve manevi her şey için kullanılabilen bir kavramdır. Esasen soyut kavramlardan daha çok maddi değeri olan ve maddi olarak paha biçilen varlıklar üzerinde hukuki etkisi mevcuttur.

Sahiplik kavramına soyut açıdan bakıldığında; bu durum nesilden nesile, toplumdaki topluma ve zamandan zamana farklılık gösterebilmektedir. Örneğin; daha önceki devletler sahip olduğu gücü göstermek için sahip oldukları toprak miktarlarını ve asker sayılarını öne sürmüşlerdir. Ancak günümüz devletlerinde durum tamamen farklıdır; toprak olarak nitelendirdiğimiz ülke yüz ölçümünün neredeyse hiçbir önemi yoktur. Ülkeler sahip olduğu gücü gösterebilmek için ekonomik yapılarını, askeri teçhizatlarını, yer altı zenginliklerini ve teknolojik yeniliklerini öne sürmektedirler. Buna örnek vermek gerekirse; ülkeler arasında yüz ölçümü olarak, Japonya 377.930 km<sup>2</sup> ile 62. ve Almanya 357.114 km<sup>2</sup> ile 63. sırada yer almaktadır (UNSD, 2014). Dünya ekonomilerini sıralayacak olursak; Japonya 5.228.495 milyar dolarla 3. ve Almanya ise 3.747.066 milyar dolarla Dünyanın 4. büyük ekonomisi arasında yer almaktadır (Dünya, 2014). Japonya'nın yüz ölçümü Almanya ile hemen hemen aynı olmasına rağmen ekonomisi neredeyse iki katıdır. Burada da görülüyor ki sahiplik kavramını etkileri yıllar sonra değişiklik gösterebilmektedir.

İşletmeler açısından sahiplik kavramını tanımlamak gerekirse: İşletme sahiplerinin var olan fikrî ve mülki işletme haklarının tamamı üzerinde kontrol gücüne sahip olmasıdır. Söz konusu bu kontrol, işletme üzerindeki sahiplik hakkını kanıtlar niteliktedir. Sahiplik hakkı bir işletmenin faaliyet faktörleri üzerindeki bütün yasal haklarıdır (Rasiah, 2012:118).

## **1.2. Sahiplik Çeşitleri**

Mülkiyet hakkı; taşınır (menkul) ya da taşınmaz (gayrimenkul) bir eşya üzerinde kullanma (usus), yararlanma (fructus) ve tasarruf (abusus) gibi yetkileri hak sahibine veren, mutlak ve aynı olarak hukuk düzeninin mevcut sınırları içinde kullanılabilen aynı ve mutlak bir haktır. Mülkiyet, tek başına mülkiyet ve birlikte mülkiyet olmak üzere hak sahiplerinin sayısına göre ikiye ayrılır. Mülkiyet hakkı, Türk Medeni Kanunu'na göre maddi varlıklar üzerinde kurulabilmektedir (Bulut, 2006:17).

Sahiplik ilişkisi, çağlar ve sistemler içerisinde anlam kazanıp gelişerek; nitelik, kapsam ve teorik açıklama açısından önemli değişikliklere uğramıştır. Birçok anlamda mülkiyet çeşitlerinden bahsedilebilir. Genel olarak mülkiyet çeşitlerini: Şahsi menkul eşya (personal property) mülkiyeti, taşınmaz mülkiyeti, fikrî mülkiyet hakları ve şirket veya sermaye sahipliği olarak sınıflandırabiliriz (Sakinç, 2008:11).

### **1.2.1. Şahsi Eşya (Menkul) Mülkiyeti (Personal Property)**

Şahsi eşya; gayrimenkul, menkul ve kişisel mülkiyet olarak genellikle özel ve hareketli (hukuki olarak) bir mülkiyet olarak kabul edilir. Hali hazırdaki hukuk sistemlerinde de şu şekilde açıklanmaktadır; kişisel mülkiyet, taşınır ya da özel eşya mülkiyetidir. Hukuk sisteminde kişisel mülkiyet olarak belirlenen nesnelere ise taşınır mallar ya da menkullerdir. Hukuk sistemi bu tanımlamadan, gayrimenkuller olarak arazi ve bina gibi taşınmaz malları ayrı tutmuştur (Palgrave, 1908;96).

Şahsi menkul eşyayı, şahsa ait olan ve şahıs tarafından her türlü hukuki hakları kullanılabilen özel mülkiyet olarak tanımlayabiliriz. Bu kapsamda; para, taşınabilir mal varlıkları, maddi değeri olmayan ancak kişisel olarak hukuki bağlılığı bulunan nesnelere, zilyetler, hisse senedi ve kıymetli evrak olarak adlandırabiliriz. Genel olarak taşınabilen maddi varlıklardır.

### **1.2.2. Taşınmaz Mülkiyeti**

Tanımlanmış olan isminden de anlaşılacağı gibi taşınmaz mülkiyetindeki varlıklar; ev, arsa, bağ, bahçe ve benzeri gibi fiziki olarak taşınması çok güç olan varlıkları ifade etmektedir. Temel olarak taşınmaz mülkiyetinde ele alınan, sahip olunan varlıkların fiziksel olarak bir yerden herhangi bir yere taşınmasının mümkün olmamasıdır. Varlıkların fiziksel olarak taşınması mümkün olmasa da sahiplik hakkının bir şahıstan diğerine taşınması mümkündür.

Türk Medeni Kanunu ikinci bölüm (2001:8159) madde 704'e göre, taşınmaz mülkiyetin konusu;

- 1) Arazi,
- 2) Tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar,
- 3) Kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümlerden oluşmaktadır.

Taşınmaz mülkiyetin kazanılması konusunda Türk Medeni Kanunu, kural olarak taşınmaz mülkiyetinin kazanılmasında tescil prensibini kabul etmiştir (MK m.1021: EMK m.929). Buna göre, taşınmaz mülkiyetinin kazanılması kanuni olarak öngörülen istisnalar dışında, ancak tapu siciline yapılacak tescil ile mümkün

olabilmektedir. Ancak tescil işleminin, mülkiyet hakkının kazanılması sonucunu tam olarak doğrurabilmesi için mevcut ve geçerli bir hukuki sebebin varlığına bağlanması gerekmektedir (Akkanat, 2004:318).

Taşınmaz mülkiyetlerde zaman aşımı yoluyla sahiplik söz konusu olup, bu zaman aşımı süresi yirmi yıldır. Taşınmaz mülkiyetin elde edinilmesinde en önemli husus; taşınmaz mülkiyet olarak iddia edilen varlığın sahibinin kim olduğunun belirli olmamasıdır. Burada da ifade edildiği gibi taşınmaz mülkiyetlerin maliki olmadığı durumlarda hak iddia edilebilir. Ancak diğer mülkiyet hakları için aynı durum söz konusu değildir (Albaş, 2007:6).

### **1.2.3. Fikrî Mülkiyet Hakları**

Fikrî mülkiyet hakları; edebiyat, sanayi, bilim ve sanat alanlarında oluşan telif hakları bir düşünsel etkinlik sonucu oluşan, patent hakları ve benzeri bir hak anlamını taşır. Fikrî mülkiyet, düşünsel çabayı içerir ve somut varlıklar üzerindeki mülkiyetten farklıdır. Genel terim olan fikri mülkiyet somut anlamıyla, patent yasası, telif hakkı yasası ya da ticari marka yasası gibi yasalarda bulunur (Sakınç, 2008:28).

Fikrî mülkiyet terimini, geniş ve dar anlamda olmak üzere iki şekilde tanımlamak mümkündür. Fikrî mülkiyet hukuku geniş anlamıyla incelendiğinde; ticaret unvanı, fikir ve sanat eseri, patent, endüstriyel tasarım, marka, faydalı model, coğrafi ad, bilgisayar programları, veri tabanları, yarı iletken topografyalar (çipler), entegre devrelerin yerleşimi gibi durumları ifade etmektedir. Fikrî mülkiyet dar anlamda; bilim ve edebiyat eserlerini, sinema eserlerini, güzel sanat eserlerini, bilgisayar programlarını ve veri tabanları üzerindeki hakları, yani telif haklarını ifade etmektedir (Muşlu, 2007:95). Genel olarak; sınai, edebi, bilimsel ve sanatsal alanlardaki kişiye özel yaratıcılık faaliyetlerinden doğan yasal haklardır. Fikri mülkiyet sahip olunan düşüncelerin bireysel ve toplumsal olarak bir ürün üzerinde odaklanılarak somut hale getirilmesidir (Civelek, 2009:36).

Daha kapsamlı olarak ifade etmek gerekirse; fikri emek ürünleri, fiziksel emek ürünleri gibi iktisadi değere sahip olan ve modern hukuk sistemleri tarafından hukuki düzenlemelere ve işlemlere konu olabilecek "gayrimaddi bir mal" olarak tanımlanır (Yüce, 2001:85).

Uluslararası alanda, fikrî mülkiyet alanında yapılan çalışmalar sonucunda fikri mülkiyet haklarını korumak adına 1883 yılında, Paris Fuarında 14 ülkenin katılımı ile Dünya Fikri Mülkiyet Örgütü (WIPO) kurulmuştur. Uluslararası nitelikteki bu örgüt, fikrî çalışmaların diğer ülkelerde de korunmasını sağlamak için atılan ilk önemli adımdır. Dünya Fikrî Mülkiyet Örgütü (WIPO) kuruluşu, 1974 yılında Birleşmiş Milletlerin üyelerinin de tanınması ile Birleşmiş Milletler kuruluş kapsamına alınarak BM'nin özel bir ajansı olmuştur (WIPO, 2014).

Stockholm'de 14 Haziran 1967 tarihinde imzalanan Dünya Fikrî Mülkiyet Örgütünün (WIPO) kuruluş sözleşmesinin 2. maddesine göre, aşağıdaki haklar fikrî mülkiyet hakları olarak tanımlanmıştır (OECD, 1997:5):

- Edebi, sanatsal ve bilimsel çalışmalar,
- İcracı sanatçıların eserleri, fonogram ve radyo yayınları,
- İnsan emeğinin tüm alanlardaki buluşları,
- Bilimsel buluşlar,
- Endüstriyel tasarımlar,
- Ticari markalar, hizmet markaları (service marks), ticari unvan ve isimler,
- Haksız rekabete karşı koruma,
- Sınaî, bilimsel, edebi ya da sanatsal alanlarda fikri mülkiyet faaliyetlerinden kaynaklanan diğer tüm haklardır.

Ülkemizde fikrî mülkiyet alanında, korunması ve yasallaşması ile ilgili ilk çalışmalar Osmanlı Devleti'nin son yıllarında yapılmıştır. Osmanlı İmparatorluğu'nun 8 Mayıs 1910 tarihli "Hakkı Telif" kanunu fikrî mülkiyet haklarının yasallaşması kapsamında geçmişte atılan ilk adımdır. Daha sonra Cumhuriyetin ilanı ile yeni yönetim şekli kurulmuş ve Osmanlı zamanında kabul edilen Hakkı Telif Kanunu 1952 yılına kadar geçerliliğini korumuştur. 1952 yılında, 5846 sayılı Fikri ve Sanat Eserleri Kanununun yürürlüğe girmesi ile Hakkı Telif Kanunu geçerliliğini yitirmiştir (Öztrak, 1970:5).



#### 1.2.4. İşletme veya Sermaye Sahipliği

Ticari işletmeler, kârlılıklarını artırmak ve varlıklarını devam ettirmek için insanların ve insanlarla ilişkili olan canlıların istek ve ihtiyaçlarını sürekli olarak karşılamak üzere, piyasası olan ve fiyatı piyasada oluşan iktisadi mal veya hizmetleri satışa sunan kuruluşlardır. Bu kuruluşlar, bir varlığın oluşmasında olduğu gibi maddi ve manevi birikim ya da gereksinim sonucu ortaya çıkarılabilmektedir. Bu maddi birikim ve gereksinimler muhakkak ki herhangi bir kişiliğe ait olmaktadır. Maddi birikim ve gereksinimlerin ait olduğu kişilikler, işletmelerde sermaye sahipliği kavramını ortaya çıkarmaktadır. İşletmeler, tek bir girişimci tarafından mevcut şartlar olgunlaştırılarak oluşturulabileceği gibi (hakiki şahıs işletmesi) iki veya daha fazla girişimci tarafından mevcut şartlar olgunlaştırılarak ortaklık yapısıyla da (şirket) oluşturulabilir. Genel anlamıyla şirket kavramını ifade etmek gerekirse; iki veya daha fazla girişimcinin ortak ve iktisadi bir amaca erişmek için sahip oldukları emek, para ve mallarını bir sözleşme ile birleştirerek oluşturdukları ortaklıktır (Han ve Ala, 2006:1-2).

Şirket veya sermaye sahipliği, finansal bir terim olarak birbirine çok yakın iki kavramdır. Ancak her ne kadar bu iki kavram birbirinin yerine kullanılabilirse de aslında bu ikisi arasında ince bir fark söz konusudur. Şirket sahibi şahıslar ve tüzel kişilikler şirketin kurucusudur. Sermaye sahipleri şirketin kurucusu olabildikleri gibi kurulmuş ve hali hazırda varlığını devam ettiren bir işletmenin hissedarları da olabilirler. Sonuç olarak kurulmuş ya da kurulacak bir işletmenin sermayesinin belirli oranına veya hisse senetlerine sahip olmak, sahip olunan miktar kadar o işletmenin sermayedarı olunmuş demektir.

Şahıs şirketi ya da sermaye şirketlerinde, bazı ayrımlar da söz konusu olabilir. Şahıs şirketlerinde sahiplik, belirli şahıslar üzerinde toplandığı için ortaklık yapısı ve işletmenin devamı açısından ortakların birbirlerini çok iyi tanımaları gerekir. Çünkü şahıs şirketi olması nedeniyle ortaklar arasındaki kişisel uyum çok daha önemlidir. Ancak sermaye şirketlerinde sermaye sahipleri arasındaki uyumun çok fazla bir önemi yoktur. Bunun sebebi ise; sermaye şirketlerinde kişilerden daha çok sermayeler ön plandadır. Sermaye şirketlerinde, sermayedarlar genellikle yönetici konumunda olmayıp bu tür şirketlere yatırım yapmak amacı ile sahip olmuşlardır. İşletmenin yönetimi ve geleceği hakkındaki işleyişi sağlayan kişiler yöneticiler oldukları için hissedarların uyumu çok fazla önem arz etmemektedir. Ancak şahıs şirketlerinde şahıslar, hem yönetici hem hissedar konumunda olduklarından, işletmenin faaliyetlerinin devamı için birbirleri ile uyum söz konusudur.

Bu tanımlamalardan da çıkartılabileceği gibi sermaye sahipliği ve şirket sahipliği arasında küçükte olsa bir ayırım söz konusudur. Şahıs ve sermaye şirketlerini genel olarak birçok şekilde gruplandırmak mümkündür. Şahıs ve sermaye şirketlerini kısaca özetlemek gerekirse, Çizelge 1: Şirket Türlerine bakınız.

### Çizelge 1: Şirket Türleri

Sermaye Şirketleri	Şahıs Şirketleri
Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketler	Adi Şirketler
Limited Şirketleri	Kolektif Şirketler
Anonim Şirketleri	Komandit Şirketler

**Kaynak: TBCCI, 2014**

Sermaye şirketleri ile şahıs şirketleri arasındaki diğer bir fark da; şahıs şirketlerinde (adi, kolektif ve adi komandit şirketler) ortaklar şirketin borçlarından dolayı sınırsız sorumluluk sahibidirler ve aynı zamanda müteselsildir (komandit şirketlerde komanditer ortak hariç). Sermaye şirketlerinde ise bu konuda sermaye sahipleri borçlardan ve sorumluluklardan, şirketteki mevcut payları kadar sorumludurlar.

### 1.3. Sermaye Sahipliği

Sermaye sahipliği genel olarak işletmelerde kullanılan bir terim olup, işletmenin maddi ve hukuki açıdan değerlerine sahip olmak demektir. Bir veya birden fazla girişimcinin bir araya gelerek bir işletme kurma çabasında; işletmenin kurulması, faaliyetinin devam ettirilmesi, verimliliğinin artırılması ve amaçlarına ulaşmasında zorunlu olarak etkin rol alan; para, ziyet, maddi ve manevi varlıkların tümüne sermaye adı verilir. Sermaye sahipliği ya da diğer bir ifadeyle işletmelerin sahiplik yapısı; firma performansını, öz kaynaklar miktarını, verimliliği, alınan kararların etkinliğini ve benzeri birçok durumu etkileyen en önemli faktörlerden birisidir.

Sermaye sahipliği kavramı dar anlam olarak öz kaynağı ya da öz sermayeyi ifade ederken, geniş bir açıyla bakıldığında ise bir işletmenin hisse senetlerinin sahipliğini ifade etmektedir. Ancak işletmelerde sermaye sahipleri işletmeyi her zaman yönlendiren grup değildir. İşletmelerde belirli bir oranda hisseye sahip olanlar hak sahipleri (sermaye sahibi), işletmelerin yönetim hakkını elinde bulundurarak yönetenler ise kontrol hakkı (yönetim) sahipleri olarak adlandırılmaktadır.

Globalleşerek her geçen gün her açıdan daha da gelişen dünyada işletmelerde de zamanla, yönetim ve mülkiyet yapısının değişmesiyle hisse sahiplerinin artması sonucu ortaklıklar oluşmuş, büyüyen bu işletmelerde mülkiyet ve kontrol ayrımı daha açık ve belirgin hale gelmiştir. Bu nedenle işletmelerin bünyesinde kontrol edebilme olanağına sahip olmayan hissedarlar ve önemli sahiplik payı miktarına sahip olmadan kontrol hakkını elde edebilenler olarak farklı durumlar ortaya çıkmıştır (Ülgen ve Mirze, 2007:427). Sahiplik hakkı (hissedarlar), işletmelerde finansal hakları ve mülkiyetin gerçek sahipliği ile beraber kar payı üzerindeki hak sahipliğini ifade ederken, kontrol hakkı (yöneticiler) ise işletmelerde devamlılığın ve amaca ulaşmada etkinliğin sağlanabilmesi için oy hakkını ve bu oy hakkı üzerinden işletme faaliyetlerini etkileyebilme gücüne denmektedir. Bu hak ayrımının sonucunda işletmeler için farklı bazı sonuçlar da doğabilir. Haklar üzerindeki bu ayrım, işletmelerde farklı miktarlarda hisse senetlerine sahip olunması durumunda, hissedarların kontrol hakkı temsilciliği için işletmelere ve sermaye sahiplerine farklı maliyetler üstlenme zorunluluğunu getirebilir.

Sermaye sahipliği ve kontrol hakkı her ne kadar birbirinden ayrı olarak düşünülse de bu iki unsurun birbirinden ayrı olması bazı riskleri de beraberinde getirebilir. İşletmelerde kontrol (yönetim) hakkı olan bireyler işletmelerde her ne kadar oy sahibi ve yönetici olarak etkili olsalar da sonuç olarak yönettikleri işletme, sermaye sahiplerinin ve meydana gelecek olan fayda veya zararda yine sermaye sahiplerinin olacaktır. Tabi ki işletmelerde oluşan fayda ya da zararlarda yöneticilerin etkisi çok büyük olup bu süreçte oluşan olumlu ya da olumsuz bir durum yöneticilerin lehine ya da aleyhine olacaktır. Ancak yöneticiler her ne kadar bu durumdan etkilenseler de sermaye sahipleri kadar risk altında değildirler.

Smith'e (1776) göre bir işletme grubunun yöneticileri sahip oldukları konum gereği işletme içerisinde birçok yetkiye sahiptirler. Fakat işletmelerde kendi pay sahipliği bulunmayan yöneticiler işletme sermayesini daha kolay ve rahat kullanırlar. Bunun sebebi ise riske attıkları ve kullandıkları sermayenin kendilerine ait olmamasıdır.

Sonuç olarak yanlış verilen kararların ya da başarısız yatırımların verdiği olumsuz sonuçların etkisi hissedarlara yansiyacaktır (Dura, 2006:231).

Yöneticiler, işletme üzerinde mevcut olan güç ve prestijlerini kendi çıkarları doğrultusunda kullanabilmelerini sağlayan koşulları oluşturmakta ve aynı zamanda kendi faydalarını ön planda tutarken, bu oluşum sürecinde ortaya çıkan maliyetleri hissedarlara yansıtabilmektedirler. Hissedarlar ve yöneticiler arasındaki birçok maliyete neden olan husus, sahiplik ve yönetim konusundaki ayrımlardır. Bir şirketin sahipleri ve yöneticileri arasındaki ilişkiyi açıklamakta, yönetim ve sermaye sahipleri arasında saf bir tanımlama yapılabilir. Ancak bu modern ve dağınık mülkiyet yapısında, sahiplik ve kontrol ayrılığı ile ilişkili konuları yakından incelediğimizde, işletme sahipleri ve yöneticiler arasındaki sorunlar kaçınılmazdır (Jensen ve Meckling, 1976:7).

Bir kişi veya aile doğrudan mülkiyete, hisse senetlerine sahip olarak veya dolaylı mülkiyete piramit ve holding yapılar aracılığı ile sahip olabilmektedir. Sahiplik ile yönetim fonksiyonunun ayrılmasında etkili olan unsur, piramit ve holding yapılanmaların sağladıkları olanaklardır. Böylelikle hâkim ortağın, işletmenin kontrol haklarına sahip olabilmesi için daha küçük hisse senedi sahipliğinin olması yeterli olacaktır (Almeida ve Wolfenzon, 2006).

Gelişmiş ülkelerde bulunan işletmelerde, sahiplik yapısı ile kontrol yapısı arasındaki ilişkiler daha belirgin ve birbirinden ayrıdır. Aynı zamanda bu ilişki yapısı daha sık kullanılmaktadır (Schaan ve Beamish, 1988). Sahiplik ve yönetim kavramlarının etkilerinin birbirinden ayrılması bazı önemli sorunlara da yol açabilir; yönetici ve sermaye sahipleri arasındaki çıkar çatışmaları bunun başında gelir. Ancak bunu önlemek için işletme sahipliğinden yöneticilere de pay hakkı verilirse, yöneticiler daha fazla paya sahip olan hissedarların çıkarlarını korumak için daha fazla çaba sarf edeceklerdir (Jensen ve Meckling, 1976).

#### **1.4. Sermaye Sahipliğinin Türleri**

Sahiplik yapısının işletmelere etkisinden dolayı, sahiplik yapısı ile ilişkili birçok kavram oldukça ilgi çekici konulardan birisi olarak günümüz finans literatüründe görülmektedir. Sahiplik yapısı olarak işletmelerde genellikle; aile sahipliği, kurumsal sahiplik, devlet sahipliği, yabancı sahiplik, yönetici sahipliği ya da büyük pay

sahipliği şeklinde olmaktadır (Ünlü ve Şamiloğlu, 2010:66). Laeven ve Levine'e (2008:586) göre, beş çeşit büyük hissedar vardır. Bu hissedarlar; aile sahiplik yapısı (tüzel kişiler ve tek kişinin sahip olduğu halka açık olamayan şirketler), yaygın sahiplik yapısı olan ve finansal olan şirketler, devlet sahiplik yapısı (hükümet, yerel kamu idareleri ve benzeri devlet kuruluşları), yaygın sahiplik yapısı olan ancak finansal olmayan şirketler son olarak çeşitli kuruluşlar kategorisi (vakıflar, tröstler, hayır kurumları, çalışanlar, kooperatifler vd.) olarak açıklanmıştır. La Porta, Lopez-Silanes ve diğerleri de (1999:476) sermaye sahipliğinin çeşitleri konusunda aynı görüşü paylaşmaktadırlar.

Sermaye sahipliği konusunda genel olarak görüş Laeven ve Levine'nin (2008:586) görüşleriyle aynıdır. Ancak farklı görüşte bulunan yazarlar da mevcuttur. Gürsoy ve Aydoğan (1999:11), sahiplik çeşitleri olarak; yabancı sahipliği, devlet sahipliği, çapraz sahiplik, aile sahipliği ve bir holdinge bağlı şirket sahipliği yapılarını kullanmışlardır. Bu görüşlerin dışında daha farklı olarak Cronqvist ve Nilsson (2003:704), dört farklı hâkim sahiplik kategorisinin olduğunu belirtmiş olup bunlar; a) Kurucu aileler, b) Kurucu olmayan aileler, c) Şirketler (kurumlar), d) Finansal kuruluşlardır.

#### **1.4.1. İşletmelerde Aile Sahipliği**

Şirketlerde aile sahipliği olarak adlandırdığımız kavram, şirketin hisse senetlerinin büyük bir kısmının ya da tamamının bir aileye ya da bir ailenin bireyine ait olduğu şirketlerdir. Bir başka ifade ile yönetimi veya sahipliği bir aileye ait olan şirketler olarak tanımlanabilir. Bu şekilde mülkiyet yapısına sahip işletmelerde, yönetici, girişimci ve işletmenin sahipliği aynı kişi ya da kişiler üzerindedir. Tagiuri ve Davis'e (1992:123) göre, bir şirketin aile şirketi olabilmesi için aile bireylerinin işletmenin tüm faaliyetlerinde bir araya gelmesi gerekir. Andersson, Carlsen ve Getz'e (2002:90) göre ise bir şirkete aile şirketi denebilmesi için şirketin sahipliğinin veya kontrolünün bir ailede olması ya da iki ve daha fazla aile üyesinin girişim ile köklü bağının olması gerekir.

Bir başka yaklaşım ise bir aile şirketinde girişimci kişiliğin, ailenin geçimini sağlayan ve ailenin geleceğini güvence altına alan kişinin şirketin patronu konumunda bulunmasıdır (Chua, Chrisman ve Sharma, 1999:19). Aile şirketi, kararların alınmasında büyük ölçüde aile üyelerinin etkili olduğu ve aileden en az iki

jenerasyonun kurumda istihdam edildiği, ailenin maddi imkânlarını sağlamak veya mirasın dağılmasını önlemek amacıyla kurulan, ailenin geçimini sağlayan birey tarafından yönetilen ve yönetim kademelerinin önemli bir bölümünü aile üyelerinin oluşturduğu işletmelerdir (Tuncel, 2011:2). Aile şirketlerinin kuruluş amaçlarındaki genel sebepler; aile mirasını değerlendirmek ve aileye finansal güvence sağlamak, aileyi bir arada tutmak, finansal bağımsızlık yaratmak, finansal varlık planları, liyakatli çalışanları korumak ve topluma yararlı olmaktır (Ward, 1987:145).

Aile şirketlerinde, aile ilişkilerinin bozulmasını engellemek için birçok aile üyesinin ve yakın çevresinin işe alınması veya yetkinliklerine uygun olmayan pozisyonlarda istihdam edilmesi, aile şirketlerinin temel sorunu olarak gündeme gelmektedir. Küçük ölçekli aile şirketlerinde, aile dışından değil de aile üyesi olan kişilerin daha fazla tercih edilmesinin de sebebi budur (De Kok, Uhlaner ve Thurik, 2006:443).

Aile işletmeleri, birçok ülke ekonomisinde önemli rol oynamaktadır. Şirket sahipliği olarak aile şirketleri, ekonomilerde şirket sayısı ve milli gelire katkısı bakımından ve aynı zamanda sermaye yapısındaki büyüklük bakımından en fazla orana sahip şirketlerdir. Aile şirketleri oranı, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde diğer sermaye sahipliği türleri oranına göre oldukça yüksektir (Cadbury, 2000:6). Diğer sermaye sahipliği çeşitlerine göre aile sahipliğinin baskın olduğu işletmeler daha büyük orana sahiptir. Genel anlamda aile işletmeleri, sermayenin sadece o aile içinde kalmasını sağlamak ve ailenin geçimini temin etmek amacıyla kurulmuş işletmelerdir. Bu yapıya sahip işletmelerde, aile bireylerinin bir aile büyüğu etrafında birleşmesiyle bir ortaklık kurulmakta ve işletmenin faaliyetleri ile ilgili kararlar lider aile üyesi tarafından verilmektedir (Mustakallio, 2002:63).

Aile şirketlerinin, diğer sahiplik yapılarına sahip işletmelere göre birçok avantajı vardır. Aile işletmelerinde önemli ve stratejik kararlar daha çabuk alınabilir. Şirketin sermayesi genelde tek kişi ya da bir ailenin bireyleri üzerinde yoğunlaştığı için yönetim ve şirket sahipleri arasındaki uyum diğer işletmelere oranla daha yüksek düzeydedir. Aile şirketlerinde şirketin varlığının devam etmesinin maddi boyutundan çok manevi boyutu daha ön plandadır. Çünkü şirket, aile bireyinin ya da bireylerinin kazanılmış manevi varlığı olarak görülmekte ve şirketin iflas etmemesi için diğer sermaye sahiplerine göre daha çok fedakârlık gösterilmektedir. Bir şirketin aile şirketi olabilmesi için üç özelliğinin olması gerekmektedir: 1) Kontrol ve sahiplik aile bireylerinde olmalı, 2) Firma adına karar almada aile bireyleri etkili kişiler olmalı, 3) Aile bireylerinin akrabalık bağları kuvvetli olmalıdır (Mustakallio, 2002:63).

Aile şirketlerindeki yönetim, diğer yapısı halka açık şirketlerden oldukça farklıdır. Farklılaşmadaki en önemli sebep, şirketlerin sahip olduğu farklı sahiplik yapılarıdır. Aile şirketlerinin sahiplik yapısı, kontrolü odaklar ve yönetimde daha çok ara yüz olma işlevi sağlar. Aile, çoğu zaman karar verme süreçlerini kolaylaştırarak, şirket içindeki sistemlerin arasında birçok rolü üstlenir. Aile şirketlerinde yönetim maliyetleri daha düşük olup stratejik olarak avantajlı kararların alınması da daha çabuk sağlanır (Steger, 2004:18).

Aile şirketlerinde yönetim aynı aileden olan bireylerde ya da akrabalık bağı çok kuvvetli olan kişilerde olmalıdır. Bu durum aile şirketlerinin stratejik, uzun vadeli ya da riskli kararlar vermesini sağlar (Yelkikalan ve Aydın, 2010:901). Diğer işletmelerde de bu tür kararlar alınır fakat sermaye sahipleri ve yöneticiler farklı kişiler oldukları için yöneticiler doğal olarak şirket adına çok fazla riskli ve uzun dönemli kararları genellikle vermezler. Çünkü bu durum yöneticiler için risk oluşturmaktadır. Aile şirketleri bu riskleri çok daha kolay alabiliyorken, yönetici olan ve şirkette hisse sahibi olmayan kişiler bu tür kararları çok daha zor verirler. James (1999:43) bu konuda şu yaklaşımda bulunmuştur; aile şirketlerinin dışında profesyonel yöneticisi bulunan şirketlerde, uzun vadeli projeler adına verilen kararlar yöneticinin risk karşısındaki tutumuna bağlıdır. Ancak genellikle profesyonel yöneticiler uzun vadeli riskli projelere çok fazla sıcak bakmamaktadırlar. Bunun nedeni ise hem kendilerinin hem de işletmenin geleceğini tehlikeye atmak istememeleridir.

Aile şirketlerinde, ailenin en büyük bireyi yönetim kadrosunun başında bulunur ve genellikle son kararı en büyük birey verir. Ancak şirketler ve pazar payları büyüdükçe aile bireylerinin tecrübeleri ve bilgileri yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle işletmenin yönetimine aile dışından olan bireylerin atanması gerekliliği doğacaktır. İşletme yönetiminde aile dışından birinin bulunması faydalı durumları oluşturabileceği gibi olumsuz durumları da oluşturabilir. Cadbury (2000:8) bu konuda destekleyici nitelikte, aile şirketleri büyüdükçe ve farklı alanlara açıldıkça bazı sıkıntılarının oluşacağını savunmuştur. İşletme büyüdükçe, aileden olmayan yöneticilere muhakkak ihtiyaç duyulacaktır. Bu durumda, işletme yönetimindeki yetkilerin bir bölümünün devredilmesi anlamına gelmektedir. Bu yetkilerin devri sonucu aile şirketleri "temsil maliyeti" ile karşılaşacaklardır.

Aile şirketlerinin faaliyete geçmelerinden sonra belirli bir amaçları olup aile bireyleri bu hedefe ulaşmak için ortak hareket etmektedirler. Şirkette işlevlerin faaliyete yönelik ve başarılı yürütülmesinde tam bir uyum söz konusudur denebilir. Şirketin sahipleri ve yöneticileri aynı aileden oldukları için genellikle çıkar çatışması ve fikir ayrılığı neredeyse hiç yaşanmaz (Cadbury, 2000:6). Aile şirketlerinde aile bireyleri genellikle üst yöneticiler olmaktadır. Üst yönetici olmanın şartı aileden olmaktır. İkinci sırada ise başarılı, eğitilmiş, deneyimli, yetenekli olmak gelmektedir. Zaten zamanla bu mezziyetlerin kazanılacağı düşünülmektedir. Bu düşünce yapısının aile şirketlerindeki rekabet gücü ve büyüme gibi önemli noktalarda olumsuz etkileri olacağı varsayılmaktadır (Anderson ve Reeb, 2003:1305). Yine bu düşüncenin bir sonucu olarak aile işletmelerinde uzun süre yönetici konumunda olan aile üyelerinin, verimliliklerini yitirmiş olsalar bile şirket kontrolünü ve bulunduğu konumu bırakma istekleri azalacak ve dolayısıyla işletme performansında düşüşler yaşanacaktır (Thomsen ve Pedersen, 2000:696). Ayrıca aile işletmelerinde hak etmediği halde yüksek düzeyde yönetici konumuna yükselen aile bireyleri, işletmede bulunan diğer yöneticilerin bu durumu olumsuz karşılamalarına ve performanslarının düşmesine neden olmaktadır. Çünkü çalışanların kariyer ile ilgili endişeleri, bilgi ve tecrübe açısından kendilerinden yetersiz birilerinden emir almaları gibi sebepler performans kayıplarına ve işletmeden ayrılmalara neden olmaktadır (Erdem, Ceylan ve Saylan, 2013:180).

#### **1.4.1.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Aile İşletmeleri**

Gerek Dünya’da gerekse Türkiye’de küçük ve orta ölçekli işletmeler, sosyal ve ekonomik olarak önemli bir yere sahiptir. Bununla birlikte bu işletmelerin büyük bir çoğunluğu aile şirketlerinden oluşmaktadır. Toplam işletmelerin içerisinde küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin oranı; ABD’de yüzde 97.1, Almanya’da yüzde 99.8, Japonya’da yüzde 99.4 ve Türkiye’de yüzde 98.8’dir. ABD’de kayıtlı şirketlerin yüzde 90’ı, İspanya’da yüzde 80’i, İtalya’da yüzde 95’i, İsviçre’de yüzde 85’i ve Türkiye’de ise yüzde 95’i aile şirkettir (Ateş, 2003:83-85; Büte, 2010:3).

Aile şirketlerinin bazı temel amaçları vardır ve bunlardan biri de, devamlılıklarını sağlayarak sonraki kuşaklara geçişi sağlamaktır. Ancak bu görüldüğü gibi çok kolay bir süreç değildir. ABD’de, yeni kurulan aile şirketlerinin yüzde 40’ı daha ilk beş yılda yok oluyor, geri kalanların yüzde 66’sı birinci kuşakta batıyor ya da başkasına devrediliyor. Dolayısıyla aile şirketlerinden ikinci kuşağa kadar yaşayabilenlerin



oranı yüzde 20'yi geçmiyor ve hatta bu yüzde 20'nin ise ancak yüzde 17'si üçüncü kuşağa kadar aktarılabilir. Sonuçta, birinci kuşak tarafından kurulmuş olan 100 aile şirketinden sadece 3,4 tanesi üçüncü kuşağa kadar yaşamını devam ettirebiliyor. İngiltere'de de aile işletmelerinin durumu hemen hemen bu şekildedir. İngiliz şirketlerinin de yüzde 3.3'ü üçüncü kuşağa devredilebiliyor (Erdem v.d., 2013:173; Özkaya ve Şengül, 2006:111; Özdil ve Kaya, 2010:4).

Türkiye'deki aile işletmeleri de diğer ülkelerde olduğu gibi üçüncü kuşağa çok az sayıda ulaşabiliyor. Türkiye'de 1983-2000 yıllarında kurulan 461 bin 58 adet yeni şirketin yüzde 86.7'si limited şirketi, yüzde 13.2'si anonim şirkettir. Kurulan şirketlerin büyük çoğunluğu görüldüğü üzere limited şirketi olup ortak sayısı genelde iki veya ikinin üzerindedir. Bu şirketlerin büyük çoğunluğunun aile şirketi olduğunu söylemek mümkündür. Yine aynı dönemde 8 bin 862 adet kolektif şirket, bin 73 adet komandit şirket, 5 bin 646 adet limited şirket ve bin 826 adet anonim şirket olmak üzere toplam 17 bin 407 adet şirket kapanmış olup, aile şirketlerinin ömrünü göz önünde bulundurmak gerekir (Sağlam, 2005). Ancak ülkemizdeki aile şirketlerinin diğer ülkelerdeki şirketlere kıyasla çok farklı yönleri vardır. Türkiye'deki aile işletmelerinin yöneticilerinin neredeyse tamamı (% 94'ü), aile şirketlerinin kötü zamanlarda bile çalışanlarını tutabilmek ve onları mağdur etmemek için ellerinden geleni yaptığına inanıyor. Bu oran dünyadaki aile şirketlerinin oranı olan % 76'dan çok daha yüksektir. Türkiye'deki aile şirketlerinin % 80'i, aile şirketlerinin diğer şirketlere kıyasla istihdamın desteklenmesi konusunu bir borç olarak kabul ettiklerini ve bu konuya daha fazla önem verdiklerini düşünüyor. Bu durum, özellikle ekonomik kriz ortamlarında adeta bir "dalga kıran" işlevi yaparak toplumsal kaosu ciddi ölçüde önlemekle birlikte, aynı şekilde işletmenin krizden daha hızlı bir şekilde kurtulmasını sağlamaktadır. Türk işletmelerinin yöneticilerinin % 81'i aile şirketlerinin sosyal sorumluluk ve toplumsal girişim konusuna daha fazla önem verdiği kanısında hemfikirken, bu oran küresel düzeyde % 70'tir (Pwc, 2012:6).

Dünyanın en büyük 200 aile şirketi, farklı şirket özellikleri taşımakta olup yirmi iki ülke arasında dağılmıştır. Birçoğu ülke sınırlarını aşmışlar ve kendi ülkelerinde de faaliyet alanları ile ülke ekonomisini etkileyebilecek düzeydedirler. Dünya'nın en büyük 200 aile şirketinin; 99'u ABD'den, 17'si Fransa'dan, 16'sı ise Almanya'dandır. İlk 25 sıralamasında yalnızca 7 ABD şirketi yer almaktadır. Kore ekonomisinde de aile şirketleri çok önemli yer tutmaktadır ve 3'ü ilk 25 sıralamasında yer almaktadır (Ateş, 2005:85).

Uzakdoğu Asya kültürü monolitik olmakla beraber son yüzyılda iş dünyasında gösterdikleri yüksek teknolojik seviyedeki başarılar, önemli seviyede dikkatleri çekmeyi başarmıştır. Sektörel olarak bazı farklılıklar olsa da, Uzakdoğu ülkeleri arasında yer alan Kore, Tayvan, Singapur ve Japonya gibi ülkelerde, aile şirketlerinin ekonomilerde daha etkili olduğu görülmektedir (Chau, 1991:161).

Avrupa Birliğine üye ülkelerdeki işletmelerin de yaklaşık %80'i aile şirketlerinden oluşmaktadır. Bu şirketlerin bir kısmı çok büyük olmakla beraber (Fiat, BMW, Lego, Tetra-Pak, Marc Rich, Sainsbury, Guinness v.b.) soyadlarının uluslararası iş dünyasında da saygın ve güçlü bir yer edinmesi için çaba sarf etmişlerdir. Fakat şunu da söylemek gerekir ki bu büyük aile şirketlerinin yanında Avrupa'da çok başarılı aile şirketlerinin olduğunu söylemek ne yazık ki pek mümkün değildir (Lank, 1991:122).

#### **1.4.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği**

Finansal olarak tasarruflara sahip kişi ya da kişiler, ellerinde bulunan mevcut tasarrufların değer kaybetmemesi ve bu tasarruflardan gelir elde etmek için bir şekilde mantıklı olarak yatırım yapmak zorundadırlar. Bu şekilde tasarruf sahipleri; şirketlerden, aracı kuruluşlardan veya menkul kıymet borsalarından hisse senedi ve tahvil almak suretiyle tasarruflarını yönetebilirler. Ancak menkul kıymetlere yatırım yapmak; bilgi, deneyim ve uzmanlık gerektirmektedir. Ayrıca bireysel birikimler genelde yeterli büyüklüğe ulaşamadıklarından, bunlarla oluşturulan portföylerin de gerekli risk dağılımları doğru bir şekilde yapılamayabilir. İşte tam bu noktada kurumsal yatırımcı kimliği ortaya çıkmaktadır.

Kurumsal yatırımcı sahipliği, genellikle gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerde yaygındır. Kurumsal yatırımcılar, bir şirketin hisse senetlerinin büyük bir kısmını ellerinde tutan ve sadece kar odaklı olan kuruluşlardır. Kurumsal yatırımcılar, hisse senetlerinin büyük bir kısmını alma koşuluyla yatırım yaparak şirketlerde daha çok etkili olurlar. Bir işletmenin hisse senetlerinin çok denemeyecek kadar kısmını alan ya da alabilen şahısları, küçük yatırımcılar olarak adlandırırız. Yani kurumsal yatırımcılar piyasadaki aktörlere (küçük yatırımcılara) oranla daha fazla hisse senedi alımı yaparlar. Ancak kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcılardan çok daha farklı olarak genelde çok fazla yarar sağlayan ve değeri diğer hisse senetlerine göre daha yüksek olan şirketlere yatırım yaparlar. Kurumsal yatırımcıların yatırım yaptığı

şirketlerin performansı diğer şirketlere oranla daha yüksektir. Ayrıca kurumsal yatırımcıların yatırım yaptığı şirketler ile diğer yatırımcıların yatırım yaptığı şirketler araştırıldığında, kurumsal yatırımcıların hisse senetlerinin bulunduğu şirketlerin performansının daha iyi olduğu gözlemlenmiştir (Cornett, Marcus, Saunders ve Tehranian, 2007:1774).

Profesyonel bir finans yöneticisi olan kurumsal yatırımcılar müşterileri namına, onların emeklilik ve hayat sigortası fonlarını diğer menkul kıymetlerde değerlendiren piyasa aktörleridir. Genellikle sermaye piyasalarında büyük çapta yatırım yapan kuruluşlar da kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcı kuruluşları, yatırım amacıyla menkul kıymet alıp satmaktadırlar. Şirketler için menkul kıymetlerinin bu profildeki bir yatırımcı tarafından alınması çok daha avantajlı olmaktadır. Kurumsal yatırımcılar yüksek tutarda ve çeşitli kaynaktan topladıkları fonları, uzman kadrolar yönetimindeki getiri ve risk beklentilere göre finansal araçlara yönlendirerek değerlendirmektedirler. Aynı zamanda, hisse senetleri piyasada yükselen grafik içeren şirketlere yatırım yapmaktadırlar. Bu nedenle kurumsal yatırımcılar istikrarlı ve bilinçli yatırımcılardır (Aslanoğlu ve Zor, 2006:185; Sakınç, 2008:28).

Kurumsal yatırım kavramını genel olarak açıklamak gerekirse; belirli miktar tasarruf fazlası olan ve tasarruflarını finansal piyasalarda finansal varlıklara yatırmak suretiyle değerlendirmek isteyen bireylerin birçoğu, finansal varlıklara yatırım yapabilecek yeterince bilgi, deneyim, analiz yeteneğine ve donanımına sahip değildirler. Bu nedenlerden dolayı yatırımcılar tasarruflarını, finansal piyasalara bireysel olarak fon sunmak yerine kolektif bir yatırım anlayışıyla fon arzı oluşturarak daha bilinçli ve profesyonel olarak değerlendirme imkânına sahip olmak istemektedirler. Bu perspektife göre kurumsal yatırım; hukuki bir çerçevede içerisinde, bireylerin gelir ve giderleri arasındaki pozitif farktan oluşan fon fazlalıklarının toplanması ve büyük miktarlara ulaşmasıyla birlikte bu fonların değerlendirilmesi olarak tanımlanabilir (Aktaran Dalğar, 2006:15). Kurumsal yatırımcıları işletmeler bazında tanımlamak gerekirse; finansal piyasalarda tasarruf sahiplerinin fonları değerlendirmek ve yönetmek üzere kurulmuş kurumlardır. Bu kurumlar; Emeklilik Fonları, Sigorta Şirketleri, Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Yardım Fonları, Personel Trustlar, Sosyal Güvenlik Kurumları, Portföy Yönetim şirketleri olarak tanımlayabiliriz (TKYD, 2014).

#### 1.4.2.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

1981 yılında yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) ile diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de kurumsal yatırımcılar ekonomiye kazandırılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulunun belirlediği düzenlemeye göre; yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları sigorta şirketlerinin yanında, yeni kurumsal yatırımcılar olarak ortaya çıkmışlardır. Gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye de finansal piyasalardaki bu devrimi gecikmeli olarak yaşayanlar arasındadır. Ülkemizin kendine özgü ekonomik sorunlarının yanı sıra yaşadığı genel sıkıntılar, kurumsal yatırımcıların arzulanan düzeye ulaşamamasında etkili olmuştur. Ekonomik sorunların giderilmesi ve uygun yatırım ortamının oluşmasıyla, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarındaki paylarının önemli oranda artacağı varsayılmaktadır. Kurumsal yatırımcılara olan talebin artmasında ekonomik yapıdaki değişim ve gelişim etkili olmuş olup zamanla daha da etkin bir yapıya kavuşmuştur (Sakinç, 2008:27).

Gelişmiş ekonomilerde kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasasının talep yönünü oluşturan en önemli unsurlardır. (Aslanoğlu ve Zor, 2006:185). Dünya’daki gerçek finans piyasalarında teorik arbitraj rolünü oynamaktadırlar. Aslında bu cümle bizleri daha fazla soruya davet ediyor. Çünkü kurumsal yatırımcılar arasında, monolitik bir işletmenin maskeleri gibi heterojen bir muamele söz konusudur. Kurumsal yatırımcıların kullandığı; emeklilik fonları, yatırım fonları ve riskli yatırım fonları, açıkça değişik yatırım yetkilerine sahiptir. Büyük ampirik bir literatür kurumsal yatırımcıların çok farklı performans özelliklerine sahip olduğunu doğrulamaktadır. Bu farklar önemlidir ve kurumsal yatırımcıların iki tip farklı performans özellikleri olup, bunlar; yatırım fonları ve riskli yatırım fonlarıdır (Ramadorai, 2010:2).

Büyük kurumsal yatırımcılar, yatırım için uzun vadeli yükümlülükler ve düşük risk iştahı gibi ulaşım altyapısı ideal varlıklar olan emeklilik fonları ve ulusal varlık fonlarına yatırımın uygun olduğunu görmektedirler. Sermayenin büyük bir kaynak ve yatırım ihtiyacı olmasına rağmen, kurumsal yatırımcıların varlık sınıfı arasındaki ideal bir yarışını teorik olarak kazanmaları oldukça yavaş olmuştur. Bu nedenle yatırımcılar bazı alt yapı varlıklarına ulaşım ve erken yatırım konusunda, belirsizlik ve kötü deneyim yaşamışlardır (Sharma, 2013:3).

Kurumsal yatırımcıların temel olarak işlevlerini sıralamak gerekirse (Dalğar, 2006:21):

- Küçük tasarruf sahiplerinin, daha az risk ile daha çok getiri elde edebilmeleri,
- Finansal piyasadaki yatırım süreçlerini kolaylaştırma ve hızlandırma,
- Finansal piyasaya daha fazla ve uzun vadeli fon akışını sağlama,
- Finansal derinliğin artmasına yardımcı olma,
- Finansal piyasaların gelişmesi ile ekonomik gelişmişliği sağlama olarak özetleyebiliriz.

Dünyadaki finansal piyasaları yakından incelediğimizde, kurumsal yatırımcılar ile ülkelerin gelişmişlik düzeyleri arasında çok anlamlı ve yakın bir ilişki olduğu gözlemlenmektedir. Gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerde kurumsal yatırımcı tasarruflarının toplanmış olduğu fonlar işletmeler için önemli bir finansman kaynağını oluştururken, tam tersine yeni gelişmekte olan ülkeler için ise finansman fonksiyonunu tam olarak yerine getirememektedir (Aslanoğlu ve Zor, 2006:184). Son yıllarda kurumsal yatırımcı sahipliği daha fazla önem kazanmaya başlamıştır. Bunun sebebi olarak Dünya çapındaki büyük firmalarda yaşanan finansal krizlerdir. Enron ve Worldcom gibi küresel şirketlerdeki skandallar, hissedarların ve yatırımcıların kurumsal yatırıma olan güvenini azaltmıştır. Bunun sonucu olarak kurumsal yatırımcı kimliğine olan önem artmıştır (Yenice ve Dölen, 2013:201).

### **1.4.3. Devlet (Kamu) Sahipliği**

Dünyanın bütün ülkelerinde vatandaşlar, çeşitli gelirlerinden dolayı devlete vergi öderler ve bu vergi karşılığında devletten çeşitli hizmetler beklerler. Devlet ise vatandaşlara hizmet etmek için topladığı bu vergileri kamu aracılığıyla harcayarak vatandaşların taleplerini karşılamaya çalışır. Devlet, bu şekilde vatandaşlara hizmet etmek için oluşturduğu kuruluşların aynı zamanda sahibi olmuş olur. Devlet sahipliği hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde yaygın olarak görülmekte olup, devletin ekonomik yaşama müdahale etmek istemesi sonucu doğmuştur. Bu kuruluşlar özellikle 20. yüzyılda daha çok önem kazanmıştır (Korkut, 2007:5).

Şirketlerde devlet sahipliği, herhangi bir işletmenin veya endüstrinin belirli bir oranla ya da tamamen devlet otoritesinde olmasıdır. Devlet bir işletmenin hisse senetlerinin bir kısmına ya da tamamına sahip olabilir. Bu, şirketlerin birçok nedenle devlet tarafından kurulması olarak da karşımıza çıkar. Şirketlerde devlet sahipliğini farklı şekillerde tanımlamak gerekirse; "*Genel olarak kamusal kaynakları kullanma yoluyla ekonomik alanda faaliyet gösteren Devlet Kuruluşlarını ifade eder.*" (DTBB, 2014). Korkut'a (2007:6) göre, devlet sahipliği; bir işletmenin sermayesinin tamamı ya da yarıdan fazlası doğrudan ya da dolaylı olarak devlete ait olan, tüzel kişiliği olup endüstriyel ve ticari nitelik taşıyan sadece kar odaklı değil kamu hizmeti ve sosyal amaçlar için de kurulmuş olan kuruluşlardır.

Devletin şirketlere sahip olmasının veya kurmasının ekonomik ya da stratejik birçok nedeni vardır. İşletmelerde devlet sahipliğinin sebeplerinden bazıları; kamu ve millet yararı, sosyal sorumluluk, kar amaçlı şirketler ve örnek şirketler olmak gibi amaçlardır. Devlet işletmelerinde, sosyal olarak milletin ve devletin yararı gözetilmekte olup tamamı kar odaklı değildir. Huzur evleri, çocuk esirgeme kurumları, devlet sağlık kuruluşları, sigorta ve emeklilik kuruluşları gibi kar amacı gütmeyen şirketler de devlet sahipliğindedir. Bu tür kar amacı gütmeyen kuruluşlar ülke vatandaşlarının yararı gözetilerek kurulmuştur. Ancak; Tüpraş, İpragaz, Gima, Sek Süt, Eti Bank gibi kuruluşlar şu an özelleştirilmiş olsalar da kar amacı güden ve kamu yararı gözetilerek oluşturulan kurumlardır.

Devletlerin mal ve hizmet üretimi ile ticari faaliyette bulunması, genel olarak ekonomik nedenlere dayanmasına karşılık, zaman zaman ideolojik ve sosyolojik gibi benzeri nedenlere de dayanabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde ekonomik nedenlerle kurulan devlet kuruluşlarının amaçları;

- Ekonomik kalkınmayı sağlamak,
- Tekelleri devlet eliyle işletmek,
- Özel sektörün başaramayacağı veya giremediği işleri yapmak,
- Ekonomiye yön vermek,
- Özel sektöre öncülük etmek,
- Gelir dağılımını düzenlemek şeklinde özetlemek mümkündür (Sayıştay, Kamu İşletmeleri Genel Raporu, 1999).

Devlet sahipliğindeki işletmeler genellikle, kâr amacı olmayan bir kuruluş görüntüsü vermek istemektedirler. İşletmelerde kâr sağlamasından daha çok, sosyal sorumluluğun yerine getirilmesi beklenmektedir. Sosyal sorumluluğun yerine getirilmesinin yanı sıra devlet de ekonomik çıkarlar doğrultusunda kârlı işletmelere sahip olarak genel bütçeye destek olabilmektedir (Sakınç, 2008:35). Ancak kamu işletmeleri sadece bütçeye destek olmak için uygun görülseydi birçok ülkede kamu işletmeleri zorunlu hale gelirdi. Bütçeye katkısı olmayan birçok kamu işletmesi (örneğin; savunma, hastane, okul...) mevcut olmasına rağmen, ekonomik boyutundan çok, gerekliliği ön plandadır (Clarke, 2003:493). Devlet sahipliği geçmiş yıllarda ülkemizdeki şirketlerde çok daha yaygın bir şekilde varlığını sürdürmektedir. Fakat son yirmi beş yıllık süreçte bundan söz etmek çok mümkün değildir. Bunun nedeni; devletin birçok kamu kurumunu özelleştirme koşulu ile başkalarına devretmiş olmasıdır. Örnek vermek gerekirse; Türk Telekom, Petkim, Tüpraş, Kıbrıs Türk Hava Yolları, Tedaş, Şekerbank, Havaş vesaire örnekleri çoğaltmak mümkündür (Haber Merkezi, 2014). Devlet geçmiş yıllarda olduğunun tam aksine, işletmelere sahip olmak yerine, var olan işletmelerin vergi, yasalara uygunluk, iş güvenliği ve mali güvenilirlik gibi denetim rolünü üstlenmeyi tercih etmektedir.

Şirketlerde devlet sahipliğinin yararı ve aynı zamanda devlete ait kuruluşların özelleştirilmesi konusu çoğu zaman tartışma konusu olmuştur. Bu tartışmalar kapsamında işletmelerde devlet sahipliğinin yararları şu şekilde sıralanmıştır:

- **Kamu Hizmetleri:** Bazı hizmetler ülkenin geleceği ve vatandaşların güvenliği nedeni ile özel sektörler tarafından yürütülememektedir. Bu nedenle devlet zorunlu sebeplerden dolayı işletme sahibi olarak bu hizmetleri yerine getirmektedir. Özel sektör tarafından yapılamayan hizmetlerin başında, dış savunma ve iç güvenlik hizmetleri gelmektedir. Bu hizmetlere ek olarak eğitim ve sağlık hizmetleri de örnek olarak verilebilir. Ancak bu hizmetler belirli bir bedel karşılığında özel sektör tarafından da insanlara sunulmaktadır. Her ne kadar bu hizmetler özel sektör tarafından sağlansa da, ülkede yaşayan vatandaşların ekonomik durumları göz önüne alındığında devletin bu hizmetleri yürütmesinin yararı büyüktür.

- Zorunlu hizmetler: Zorunlu hizmetler, toplumun içinde bulunduğu ahlaki ve sosyal kaygılar nedeniyle devletin üstlendiği hizmetlerdir. Örneğin; Çocuk Esirgeme Kurumu, Huzurevleri, Diyanet İşleri ve benzeri hizmetler devlet tarafından yürütülmektedir.
- Sorumluluk: Kamu işletmeleri de birer monopol olmakla birlikte, devlet birkaç grup sermayedara değil tüm halka (seçmenlere) karşı sorumluluk bilinciyle hareket etmektedir. Özel monopoller sadece kendi sermayedarlarına karşı sorumluluk hissetmektedirler.
- Tüketici Çıkarları: Devlet sahipliği rekabetin az olduğu sektörlerde tüketicinin tekeli piyasadan etkilenmesini engelleyerek tüketicinin çıkarlarını korumaktadır. Aksi takdirde tekeli piyasa, ülkedeki vatandaşların çıkarlarından çok kendi çıkarlarını düşünecek ve hak edilmeyen kazanımlar doğacaktır.
- Kamu Menfaati: Özel sektör işletmeleri kârlarını sadece hissedarlar ile paylaşırken, kârlı bir kamu iktisadi teşebbüsü elde ettiği kârı bütün halkla paylaşarak halkın kazancını sağlamaktadır.
- Kredi Güvencesi: Özel sektör borçlanma kâğıtları faiz oranı devlet tahvillerinin hazine bonolarının faiz oranı göre daha yüksektir. Çünkü devletin borcunu ödememe riski yoktur ancak özel sektörde ise bu risk hep vardır.
- Çalışma Ahlakı: Kamu işletmelerinde personelin kamu yararına çalışma düşüncesi çalışanları olumlu yönde etkilemektedir. Elde edilen başarı tüm topluma yansıtacağı için yöneticiler manevi bir haz aldığı gibi topluma yararlı olmanın huzurunu da tatmaktadırlar. Özel teşebbüste yönetici, toplum ve kendi menfaatlerinden ziyade kendi sermayedarlarının menfaatine hizmet etmektedir. Burada başarılı olmak her ne kadar yöneticiye haz vermiş olsa da topluma hizmet etmenin verdiği tatmin daha fazladır (Sakinç, 2008:35).

Devlet işletmelerinin kurulmasının ya da faaliyetine son verilmesinin ekonomik nedenlerin dışında, ülkenin politik gelişmelerine de bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Genel olarak kamu yararı gözetilse de politik nedenlerin etkisi göz ardı edilmemelidir.



Baklacioğlu (1976:4) ise Kamu işletmelerinin başlıca özelliklerini şu şekilde sıralamıştır:

- Kanunla ya da kanunun verdiği yetkiye dayanarak kurulurlar.
- Tüzel kişiliğe sahiptirler.
- Mali ve yönetsel açıdan zerktirler.
- Devlet bütçesi dışında yönetilirler ve devlet işlemleri için öngörülen usul ve esaslara tabi değildirler.
- Kanunlarla saklı tutulan konular dışında özel hukuk hükümlerine tabidirler.
- Sermayelerindeki kamu payı, dolayısıyla genellikle halkın temsil organı olan Parlamento tarafından özel usullerle denetlenirler.
- Tek amaçları kr etmek olmayıp bunun yanı sıra kamu hizmeti gerçekleştirmek, sosyal fayda yaratmak vb. amaçlarla da faaliyette bulunurlar.

Kamu işletmelerinin yararlı olduğunu savunanlar gibi zararlı olduğunu savunan görüşler de mevcuttur. Perotti (2004:3), ikinci dünya savaşından sonra milletlerin devlete ait işletmeleri sorguladığını savunarak, halkın kamu işletmelerinin sürekli zarar etmesi ve siyasilerin bu işletmeleri rant aracı olarak kullanmalarının sonucu olarak kamu işletmelerinin zelleştirildiğini belirtmektedir. Pesqueux, Yamak ve Süer'e (2005:32) göre, devlet sahipliği bulunan işletmelerde yönetici konumundaki kişiler, işletmenin ekonomik çıkarlarından daha çok politik çıkarlarını düşünmekte ve siyasi yöneticiler ile kamu yöneticileri arasında kapalı bağlantılar oluşabilmektedir. Bu durum işletmeler için ciddi sorunlar doğurabilir. Omran (2001:6), kamu işletmelerinin zelleştirme sonrası finansal ve faaliyet performanslarını incelemiş olup sonuç olarak; zelleştirme sonrası işletmelerin faaliyetlerde etkinlik ve krlılıktaki önemli derecede artış, sermaye harcamalarında ise belirgin azalma olduğunu tespit etmiştir.

### 1.4.3.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Kamu İşletmeleri

Türkiye’de ve Dünya’da 20. yüzyıldan önce devlet sahipliğine çok nadir rastlanmaktadır. Dünya’da devlet sahipliğinin oluşmasındaki etkenlerden biri de, sömürge ve yarı sömürge konumunda olan yerleşim yerlerinin bağımsızlığını ilan etmesidir. Bağımsızlığını ilan eden yeni uygarlıkların, bağımsızlık sürecinde işletmeler yerel devletlere kalmıştır ve bu şekilde millileştirilmiştir. Ülkemizde de Kurtuluş Savaşı’ndan sonra bazı işletmelerde devlet sahipliğine yer verilmiştir. Şu an kullanılmakta olan Devlet Demir Yolları bunun bir örneğidir. Devlet sahipliğinin bir başka nedeni de, kalkınma stratejileri arasında yer alan ancak yoğun sermaye gerektirmesi, büyük risk ve düşük getiri özellikleri nedeniyle özel sektör girişimcilerinin bazı alanlarda yatırım yapmamasının sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bu nedenle özel sektörün yatırım yapamadığı alanlarda devlet şirketler kurarak bu alanlarda yapılanmıştır (Korkut, 2007:7).

Türkiye’deki kamu işletmeleri incelenecek olursa; 2000 yılında kamu işletmelerinde 435 bin personel, 2006 yılında 250 bin personel ve 2012 yılı itibariyle 171 bin personel istihdam edilmektedir. Ülkemiz işletmelerindeki kamu payı 2000 yılında % 40 civarında iken 2010 yılında % 20'lere kadar düşmüştür (Akın, 2006:87; Çabas, 2012). 2010 yılında kamu işletmelerinin değeri 114.39 milyar TL iken, yine aynı dönemde bilanço büyüklüğünün GSYH'ye oranı % 10.35 olarak gerçekleşmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2010).

1988-2000 yıllarında bütün dünya ülkelerinde toplam 2 trilyon 352 milyar dolarlık kamu kurumları özelleştirilme koşulu ile başkalarına devredilmiştir. Avrupa Birliğine bağlı 25 ülkenin bu tutardaki payı 1 trilyon 26 milyar dolardır. Dünyadaki kamu işletmelerinin özelleştirilme uygulamalarının % 44'ünü AB ülkeleri ve geriye kalan % 56'sını ise diğer ülkeler gerçekleştirmiştir. Kamu işletmelerinin özelleştirilerek başkalarına devredilmesinin en çok görüldüğü ülkeler; Japonya, Kanada, Çin, Hindistan, Şili, Meksika, Brezilya, Türkiye, Güney Afrika Cumhuriyeti ve Eski Sovyet Bloğu ülkeleridir. Ancak Batı Avrupa ve ABD’de bu konuda diğer ülkeler kadar özelleştirme yapılmamıştır. Sonuç olarak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin toplam milli gelirinin, kamu işletmelerinden olan payı giderek azalmıştır (Doğan, 2012:10).

Dünya ülkelerindeki işletmeler gözlemlendiğinde, bunların içerisinde performansı en iyi olan ve gelir olarak en fazla paya sahip olan işletmelerin, İsveç kamu işletmeleri olduğu görülmektedir. İsveç, nüfusu (9 milyon) ve yüz ölçümü (450.000 km<sup>2</sup>) ile Türkiye'den çok daha küçük olmasına karşın, 200 bin personel kamu işletmelerinde istihdam edilmektedir. Bu rakam nüfus ve yüz ölçümü açısından çok daha fazla olan ülkemizle hemen hemen eşdeğerdir. Bu durum kamu işletmelerinin ne kadar başarılı olduğunu açıklarken, aynı zamanda etkinlik ve finansal performans açısından, İsveç işletmelerinin Türkiye'deki kamu işletmelerinden çok daha ileride olduğunu da göstermektedir. Farklı bir açıdan kıyaslama yapmak gerekirse, neredeyse dünya devi haline gelen Çin'de, 740 devlet işletmesi olup, burada 307 bin çalışan bulunmaktadır. İsveç hükümeti ise 57 işletme grubunun sahibidir ve bu işletmelerden 14'üne kısmen, diğerlerine tamamen sahiptir. Ayrıca dünyanın en güçlü 25 ekonomisi arasında yer alıp, Stockholm borsasında en fazla paya sahip olan devletler arasındadır. Bu durum uzun vadeli önemli sorumlulukları gerektiren aynı zamanda profesyonel bir yönetim anlayışını da içermektedir (Lee, 1999:44; Fendoğlu, 2011:2; SOP, 2004:2; Uzay, 2002:154).

Türkiye'de kamu işletmeleri, Kamu İktisadi Teşebbüsü (KİT) olarak adlandırılmıştır. KİT'ler, bütün dünyadaki ekonomik gelişmelere bağlı bir gereklilik olarak, 1933'lü yıllardan itibaren kurulmaya başlanmıştır. Devlet, istihdamı artırıcı tedbir olarak, Kamu İktisadi Teşekküllerini önemli ve yüksek yatırımlar sonucu hayata geçirmiştir. Fakat KİT'ler kuruluşlarından kısa süre sonra yönetim, üretim, finans ve denetim gibi pek çok sorunlarla karşı karşıya kalmıştır. Daha sonraki yıllarda bu sorunlar giderilmemekle birlikte, 1970'li yıllardan sonra bütçeye ciddi yük getirmeye başlamışlardır. Üstelik giderlerinin artmasına bağlı olarak, birçok alanda kendilerini yenileyememişler ve çağın gerisinde kalmışlardır. KİT'lerin hem özel sektörle hem de yabancı ürünlerle rekabet şanslarını yitirmesinin nedeni, kuruluş yıllarındaki teknoloji ile üretim yapmaya devam etmiş olmalarıdır. Diğer yandan çok partili hayata geçilmesiyle birlikte KİT'ler siyasi partilerce rant ve oy potansiyeli olarak fırsat haline getirilmiştir. Bu işletmelerdeki çalışan sayısının, olması gereken sayının çok üzerinde olması bu durumun doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bu nedenlerden dolayı, KİT'ler ya kapatılmış ya da başkalarına devredilmiştir (Şeker, 2010:102). Bunların dışında farklı bir gerçek söz konusudur ki; kendilerine ait olmayan kurumlarda çalışan yönetici ve görevliler bu kurumun başarısı için yeterince çaba sarf etmemektedirler. Buradan çıkan sonuç ile kamu sahipliği bulunan işletmelerin performansı, verimliliği ve kârlılığı diğer işletmelere oranla daha düşüktür (Dura, 2006:231).

#### 1.4.4. Dağınık (Geniş Tabanlı Sermaye) Sahiplik Yapısı

Dağınık sahiplik yapısını, birçok yatırımcının yatırım yapmak ve getiri kazanmak amacıyla birden fazla şirketin kck hisselerine sahip olması olarak tanımlayabiliriz (Ayrıçay ve Kalkan, 2013:155). Dağınık sermaye yapısı ismi üzere anlaşıldığı gibi bir işletmenin hisselerinin farklı kişiler tarafından alınması koşuluyla, birçok kişinin işletmede hak sahipliği elde etmesidir. Bir başka ifade ile dağınık sermaye yapısı; işletmelerde hissedarların kck oranda yatırımlarının bulunması ve bunun sonucu olarak etkin bir sermaye grubunun mevcut olmamasıdır. Dağınık sahiplik yapısına sahip işletmelerin hisselerinin geniş olarak dağılmış olması, normal bir hissedarın modern şirketlerdeki yönetimsel performansı denetlemek için kullanmış olduğu kontrol gücünü kullanmayacağı anlamına gelmektedir. Hissedarlar işletmelerde kontrol gücünü yeterince kullanamayacağı için kendi kaynakları üzerindeki kontrolünü kaybetmekle karşı karşıya kalabilirler. İşletme yönetimi sahipleri tarafından üstlenilmiş olsaydı, yöneticiler işletmelerin mevcut kaynaklarının kullanımı konusunda daha zgr davranabilir ve en azından işletme kaynaklarının kullanımının, sahiplik çıkarları doğrultusunda olmasına daha çok yoğunlaşırlar (Demsetz, 1983:375).

Geniş tabanlı sermaye sahipliği bulunan işletmelerin, hisselerinin ait olduğu kişilerden çok st düzey yöneticiler, işletmelerde en yetkili şahıslar olmaktadır. En yetkili kişi olan yöneticiler, tüm hissedarların ya da çoğunluğun onayını alarak yetkilendirilen kişilerdir. Bunun nedeni; dağınık sahiplik yapısına sahip işletmelerde hâkim ortak bulunmadığı için işletmelerin yöneticileri, bir nevi hâkim ortak rolünü üstlenmekte olup, aynı zamanda tüm hissedarlara da her konuda aynı derecede mesafeli olmak zorundadır. Bir işletmenin sermaye yapısındaki yoğunlaşma ne kadar yüksek olursa, bu oluşuma ters orantılı şekilde işletmelerdeki hâkim ortak sayısı azalacaktır.

Dağınık sermaye yapısı bulunan işletmelerde yöneticiler en yetkili kişiler oldukları için kontrol ve sahiplik yapısı arasında çıkar çatışmaları oluşabilmektedir. Hissedarlar, işletmelerde hak sahibi olsalar da diğer sahiplik yapılarında olduğu kadar yönetim üzerinde çok fazla kontrol gücüne sahip değildirler. İşletme yönetimi de tamamen yöneticiler kontrolünde olduğundan, bazı yöneticiler bu durumu hissedarların lehine değil de kendi çıkarları doğrultusunda kullanmaktadırlar. Bu durum da hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmasını doğurmaktadır.

Kontrol grubu ile hissedarlar arasındaki bu çatışma hissedarlara farklı maliyetleri yüklemektedir. Hissedarlar, işletme çıkarlarını olumsuz etkileyecek şekilde davranan ya da bu ihtimali bulunan yöneticiler için bir denetleme ya da faaliyet takibinde bulunacaklardır. Bu da hissedarlar için bazı maliyetleri doğuracaktır. Söz konusu bu temsilcilik maliyetlerine ek olarak olumsuz faaliyetleri bulunan ve işletmedeki konumuna son verilmesi gereken yöneticilerin işletmeden ayrılmaları, yine işletme için belirli bir maliyet oluşturmaktadır. Aynı şekilde işletmeden ayrılan yöneticilerin yerine yenilerinin alınmaları ve işletme adına verimli hale getirilmeleri de (eğitim vs.) bu maliyetlere ek olarak ortaya çıkmaktadır. Dağınık, diğer bir ifadeyle geniş tabanlı sermaye yapısında amaç; çok sayıda küçük paylı ortağın olmasıyla ortaya çıkan profesyonel yöneticilerin, tüm hissedarlara yönelik olarak azınlıkları da içeren objektif şekilde yönetim işlevlerini gerçekleştirmelerinin sağlanmasıdır (Tanrıöven ve Aksoy, 2010:217). İşletmelerde dağınık sahiplik yapısına ve yönetim ilişkisine olan ilgi son yıllarda büyük önem kazanmıştır. Bu öneme binaen, dağınık sahiplik yapısına sahip işletmeler daha çok irdelenmiş ve bunun sonucu olarak işletmelerdeki yönetici grubun, hissedarların servetleri üzerindeki fırsatçılık mekanizmaları büyük ölçüde azaltılmıştır (Daily, Dalton ve Rajagopalan, 2003:151).

La Porta ve diğerlerine (1999:475) göre dağınık sermaye yapısına sahip işletmelerde, hissedarlar % 10'dan fazla oy hakkına sahip değildir. Şirketlerin kontrolünü tanımlamak için, genelde oyların yüzde 10'dan fazlası bütün hissedarlara aittir. Şirket kontrolü için yüzde 10 oy kullanımı önemli bir eşik sağlar ve çoğu ülkede bu oran daha da düşüktür. Ancak genellikle oy kullanım hakkının yüzde 10 olarak açıklanması mülkiyet hisseleri açısından zorunludur. Birçok ülkede, şirketlerde oy hakkının yüzde 10'dan daha küçük olduğuna ilişkin bazı bilgiler olmasına karşın, daha çok hissedarların yüzde 10 kontrol hakkına sahip olması işletmelerin istikrarı için gereklidir.

#### **1.4.4.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Dağınık Sahiplik Yapısı**

Dağınık sermaye yapısına sahip işletmeler, genel olarak gelişmiş ekonomilerde etkin olarak görülmektedir. Gelişmiş ekonomiye sahip ülkelerde, hissedarlar sahip oldukları hisselerin kendilerine sürekli bir getiri sağlamasını amaçlamaktadırlar (Yılıgör ve Yücel, 2012:43). Bu nedenle, ekonomik ve siyasi olarak istikrarlı bir ülke koşullarının bulunması gerekmektedir.

Dağınık sahiplik yapısının yoğun olarak bulunduğu gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerde, işletmelerin tüm işlemlerinde şeffaflık ön plandadır ve işletmelerin kontrolüne ilişkin kurallar katı olup sonuç verecek şekildedir. Aynı zamanda bu işletmeler, güçlü piyasaları bulunan ülkelerde yoğun olarak kurulmuştur (Coffee, 2001:41).

King ve Santor (2008:2424) ABD'de faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapılarını incelemişler ve dağınık sahiplik yapısı bulunan işletmelerin yabancı kaynaklarının diğer işletmelerden fazla olduğunu gözlemlemişlerdir. Ayrıca dağınık sahiplik yapısı bulunan işletmelerin ve yöneticilerinin performansının aile şirketlerinden daha yüksek olduğunu da gözlemlemişlerdir. Kanada'da yapılan bir araştırmaya göre; aile şirketlerinin finansal kaldıraç ve aktif sermaye oranı, dağınık sahiplik yapısı bulunan işletmelere oranla daha yüksek seviyededir. Ancak dağınık sermaye yapısı bulunan işletmelerde Tobin's Q oranı ile ölçülen firma değerinin, aile işletmelerinde belirli bir farkla daha üstün olduğu tespit edilmiştir (King ve Santor, 2007:5).

#### **1.4.5. Yönetici Sahipliği**

Yönetici sahipliği, işletmelerde bazı kişi ya da kişilerin hem hissedar hem de yönetici olarak işletmelerde konumlandığı bir durumdur. Yöneticiler işletmenin belirli bir oranda hisse senedine sahiptirler ancak tamamına sahip olması şartı aranmamaktadır. Buna binaen yönetici sahipliğinden bahsedebilmemiz için işletmede bulunan yöneticinin mutlaka belirli bir oranda hissedar olması gerekmektedir.

Yöneticilerin işletmelerde ne kadar oranla hisse sahibi olacağı hissedarlar tarafından çok iyi dizayn edilmeli ve işletme açısından ilerleyen aşamalarda yöneticinin, sahiplik elde etmesi koşulunu art niyetli olarak kullanmasına engel olunmalıdır. İşletmelerde hissesi bulunan yöneticiler, işletmedeki maddi unsurları kendi kişisel harcamalarına ve çıkarlarına uyarlayabilmektedirler. Bunu sağlayan etken ise yöneticilerin hem hissedar hem yönetici olarak geniş yetkilerinin bulunması ve diğer hissedarların işletmelerde kontrol gücünün zayıf olmasıdır.

İşletmelerde yönetici sahipliği, genellikle dağınık sermaye yapısına sahip işletmelerde görülür. Bunun nedeni, dağınık sermaye yapısı bulunan işletmelerde hâkim ortak bulunmadığı için hissedarlar, yöneticileri belirli oranda hisse sahibi

yaparak işletmenin temsil maliyetlerinden kurtulmayı hedeflemektedirler. Bir başka sebep ise dağınık sermaye yapısı bulunan işletmelerde hissedarların, yöneticiler üzerinde yeterince kontrol kuramamasıdır. Bu durumda hissedarların, işletme faaliyetlerinin ne ölçüde verimli olduğunu tespit etmelerini zorlaştırır ya da bu sürecin takibi için ek bir maliyet doğurur. Hissedarlar, yöneticileri işletmelere ortak yaparak işletmenin verimliliğinin artmasını ve ek maliyetlerden kurtulmayı planlarlar. Yönetici olarak işletmede konumlanan kişiler işletme için elbette verimli çalışmalar yapacaktır ancak hem yönetici hem de hissedar olduklarında daha özverili ve etkin olarak faaliyet yürüteceklerdir. Aynı zamanda yöneticilerin, kişisel menfaatleri doğrultusunda değil de hissedarların menfaatleri doğrultusunda hareket etmelerini sağlarlar.

Yöneticilerin işletmelerde çok küçük oranda bile hisse sahibi olmaları, performanslarını çok büyük ölçüde etkilemektedir. Bu durum birçok hissedarın kârlılığını etkilemekte ve dolayısıyla hissedarlar tarafından desteklenmektedir. Bazı yazarların görüşleri bu konuda belirtilen düşünceleri desteklemektedir. Himmelberg Hubbard ve Palia'ya (1999:356) göre yöneticilerin firmalarda hissedar yapılması, yöneticilerin performansını artırmakta ve temsil maliyetlerini azaltmaktadır. Yöneticilerin hissedar olması, işletmenin amaçlarına yönelik çalışmalarını teşvik etmekte ve diğer hissedarlar için olumlu bir gelişme olmaktadır. Bulut, Çankaya ve Er'in (2009;117) Türkiye'de yapmış oldukları çalışmada, yönetici sahiplik düzeyinin yüksek olduğu işletmelerin performansının, yönetici sahipliği düşük olan işletmelerden daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak yöneticilerin hissedar olmasının olumlu yanları olduğu gibi olumsuz yanları da mevcuttur.

Himmelberg ve diğerlerinin (1999:356) yaptığı araştırmada, yöneticilerin işletmedeki hisse oranlarının olması gerekenden fazla olması işletme için negatif bir durum olmaktadır. Bunun sebebi ise yöneticilerin artan hisse oranları ile birlikte firmalardaki güç oranı ve oy hakkı da artmaktadır. Bu da yöneticilerin yapmış olduğu olumsuz faaliyetleri savunmalarını sağlayacak olup, işletme için riskli ve negatif adımları daha kolay atabileceklerdir. İşletmelerde yöneticilerin sermayesi artıkça tüm hissedarların çıkarları doğrultusunda çalışmak yerine kendi çıkarlarına hizmet etmeye başlayacaklardır. Bütün bu olumsuz durumlar firmanın değerinin düşmesine ve diğer hissedarların firmadaki hisselerini değer kaybıyla satmalarına sebep olacaktır. Aynı zamanda diğer hissedarların işletmedeki paylarını normal değerinden daha düşük bir fiyatla devredip diğer işletmelere yatırım yapmasını sağlayacak ve bu şekilde yöneticiler firmanın tamamına ya da büyük bir kısmına sahip olabileceklerdir.

Dura'nın (2006:231) yaptığı araştırmaya göre, işletmelerde yönetici sahipliğinin performans açısından etkileri olumsuzdur. Bunun sebebi olarak ise işletmeyi yöneten sınıf ile mülk sahibinin tamamen aynı kişiler olması gerekliliğidir. Eğer bu koşul sağlanabilirse işletmeden en üst düzeyde performans alınabilir. Mülk sahibi olmayan ya da belirli oranda sahipliği bulunan yöneticiler hissedarların çıkarlarını korumak için yeterince istekli ve başarılı olamayacaklardır.

#### **1.4.5.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Yönetici Sahipliği**

Dünya'da yönetici sahipliği ile ilgili çalışmalar mevcut olup genel olarak yönetici sahipliği bulunan işletmelerin halka arz sonrası piyasa değerlerinde düşüş yaşandığı tespit edilmiştir. Ancak yönetici sahipliği bulunan işletmelerin, dağınık sahiplik yapısı bulunan işletmelere göre performans olarak daha ileri düzeyde olduğu tespit edilmiştir (Bulut vd., 2009:107).

Amman menkul kıymetler borsasında yapılan bir araştırmaya göre, faaliyet gösteren ve borsaya kayıtlı olan işletmelerin yüzde beşi yönetici sahipliğinde bulunmaktadır. Yönetici sahipliği bulunan işletmelerde genel olarak amaç, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki kontrol maliyetlerini azaltmaktır. Ancak sadece kontrol maliyetlerinden kaçınmak için değil firma performansını artırarak, firma değerinin maksimum edilmesi içinde yönetici sahipliği tercih edilen bir yaklaşım olmaktadır (Al-Gharaibeh, Zurigat ve Al-Harahsheh, 2013:789). Genel olarak küresel anlamda işletmeler incelendiğinde, kontrol maliyetlerini azaltmak için hissedarlar işletmelerde yönetici sahipliğine önem vermektedir. Yönetici sahipliğini azaltarak farklı sahiplik yapısını oluşturan işletmelere bakıldığında, genel olarak temsil maliyetlerinin arttığı gözlemlenmektedir (Busija, 2006:22).

Ülkemizdeki yöneticilerin sahibi olduğu işletmelerde, varlıkların ve öz kaynakların daha verimli yönetildiği kanısına varabiliriz. Yöneticilerin hissedar olmadıkları işletmelere bakıldığında, firma değerini için daha az çaba sarf ettikleri ve finans yönetimi konusunda daha rahat oldukları fark edilmektedir. Bunun sebebi ise yöneticilerin, sahibi olmadıkları işletmelerde işletme değerini ve varlıkları açısından çok kaygı gtmemesidir (Bayrakdaroğlu, 2010:18).



#### 1.4.6. Çalışan Sahipliği

İnsan doğası gereği aidiyet duygularına hâkim bir varlık olarak, içgüdülerinden gelen bir etkileşimle sahip olduğu her şeye daha çok ilgi göstermekte ve daha fazlasına sahip olmak istemektedir. Bu sahiplik ister manevi değerler olsun ister maddi, her iki açıdan da sahip olma duygusu sahip olunan nesnelere üzerinde kontrol etme, varlığının devam etmesi ve maksimum ilgi gibi birçok olumlu duyguların gelişmesine neden olmaktadır. Bu duyguları insanoğlu kendi ile kıyasladığında; sahip olduğumuz ev, eşya, eş ve çocuklarımız gibi maddi ve manevi değeri olan nesnelere bizim sahipliğimizde olduğundan daima pozitif düşünürüz ve her zaman ilgimizi yoğun bir şekilde sahip olduğumuz varlıklara yöneltiriz. Aynı şekilde sahip olduğumuz her değer için en iyi şekilde muhafazası ve geleceği için çalışırız.

Bazı girişimci ve ekonomistler de insanda var olan bu duyguların daha farklı şekilde kullanılabileceğini fark etmiş olup, bunu işletme sahiplik yapılarında kullanmak istemişlerdir. İşletmelerde çalışanların hissedar yapılması, işletme için pozitif ve ileriye yönelik bir gelişme olmaktadır. Çünkü çalışanlar sahibi olduğu firmalarda çalışmaktan gurur duymakta, daha iyi performans sergilemekte ve pozitif duygularla yüklü olarak çalışmalarını yürütmektedirler. Buna ek olarak, işletmelerde payları olduğu için kendilerine aitmiş gibi davranmakta ve işletmenin amaçlarına daha iyi konsantre olmaktadır. Çalışanların sahip olduğu bütün bu duygular işletmelerin verimliliğini ve performansını artırmakta olup işletmenin daha güçlü bir yapıya sahip olmasını sağlamaktadır. Çalışanlar işletmelerde; düşük ücret, kötü çalışma şartları ve özlük hakları gibi birçok sorunla karşılaşsalar bile bunu hissedar olmayan diğer çalışanlar kadar dile getirmemekte ve performans kaybına neden olmamaktadır.

Günümüzde teknolojinin gelişmesi ve işletmelerin küreselleşerek daha farklı bir rekabet ortamına girmesi, şirketleri çalışanlarının sayısını azaltmaya ve sorumluluğu alt düzeylere kadar indirmeye zorlamaktadır. Ancak bu tür sorumlulukları üstlenebilecek nitelikte personelin tek bir işletmede uzun dönemde sadık kalması zordur. İş şartları zorlaştıkça, aynı işi yapabilecek başka kişilerin de bulunması zorlaşmaktadır. Bu nedenle işletmeler çalışanlarını elde tutmak suretiyle rekabet güçlerini artıracaklarından, çalışanların hisse senedi sahipliğini bir rekabet stratejisi olarak görmektedirler. Böylece hem çalışan personel elde tutulmuş olacak hem de işletme politikası güdülmüş olacaktır (Demirkan, 1999:3).

İşletmelerde hisse sahibi olmak, sadece çalışanlar için değil işletme sahipleri için de olumlu bir durumdur. İşletme sermayesinin bir kısmı buradan sağlanabilir ve işletmeler karşılaştığı olumsuz dönemlerde daha dayanıklı bir yapıya bürünebilir. Çünkü çalışanlar, hissedarları oldukları işletmelerin başkaları tarafından devralınmaması ve kapanmaması için ellerinde geleni yapacaklardır. Bu durum da tabii ki işletme yönetimi için bir avantaj olmaktadır.

Genel olarak açıklamak gerekirse; işletmelerde çalışan sahipliği, işletmelerdeki var olan çalışanların işletmede pay sahibi olmalarıdır. Dağınık sahiplik ve yönetici sahipliğindeki riskli durumlar ve temsil maliyetlerinden dolayı yönetici ve hissedarlar çalışan sahipliğini tercih etmektedir. Aslında bir nevi özelleştirme ya da başkalarına devretme de denebilir. Işık'a (2011:266) göre; işletme sermayesinin tabana yayılması olarak da adlandırılmaktadır. Çalışanların çalıştıkları işletmelerde hisse sahibi olmalarının birçok yolu olabilir. Personelin çalıştığı işletmede hisse sahibi olması; ilk olarak ABD'de çıkan ve uygulanan Çalışanların Hisse Senedi Sahipliği (Employee Stock Ownership Plans-ESOP) uygulamasıdır. ESOP'un amacı; elde edilen katma değer topluluğun orta ve alt kesimine yayılmasını sağlamak için çalışanların işletme sermayesine ortak olmasını sağlamaktır. Aynı zamanda işletmelerin para piyasalarına göre daha avantajlı bir şekilde finansal kaynak ihtiyacını elde etmesine yardımcı olmaktadır.

İşletmelerin başkalarına devredilmesi ya da özelleştirilmesi sonucunda bu işletmelerde çalışanlar, en çok etkilenen kişiler olmaktadır. Bu nedenle sendikalar ve çalışanların üye olduğu diğer kuruluşlar, işletmelerin devri esnasında ve sonrasında sorun çıkarmakta ve birçok çalışanın işine son verilmektedir. Ayrıca işletmelerin devredilmesi ya da özelleştirilmesi sırasında oluşan grevler de, işletmelerin faaliyetinin aksamasına neden olmaktadır. Bu düşünceler eşiğinde Ersöz (2011:3), işletmeleri özelleştirmenin sosyal ekonomik etkilerinin azalmasında etkili olan yöntemlerin başında "çalışanların mülkiyet sahipliği" ya da "çalışanların hisse senedi sahipliği-pay ortaklığı" uygulaması olan ESOP'un geldiğini savunmaktadır. Çalışanların çalıştığı işletmede hisse sahibi olması değişik şekillerde meydana gelebilir. Çalışanlar çalıştıkları firmaların hisselerini doğrudan satın alabilir, işletme tarafından kendilerine ikramiye olarak verilir ya da hisse senetleri bir kâr paylaşım dâhilinde elde edilebilir.

#### 1.4.6.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Çalışan Sahipliği

ESOP'a gelişmiş ülkeler, özellikle de ABD'de kapanma tehlikesi ile karşı karşıya kalan işletmelerle, finansal kaynak ve vergi muafiyeti sağlamak isteyen işletmeler bir yöntem olarak başvurmaktadır. Çalışanları hissedar yapma durumuna daha çok sağlıklı işletmeler başvururken, gelişmekte olan ülkelerde ve geçiş ekonomilerinde özelleştirmenin sosyal etkilerini ve özelleştirme karşıtı muhalefeti azaltıcı etkiler oluşturmak için birçok ülke de kamu kurumlarının özelleştirilmesine başvurmaktadır.

Türkiye'de bu duruma örnek olarak ilk defa, Karabük Demir-Çelik Fabrikaları hisselerinin yarısından fazlası çalışanlara satılmak suretiyle özelleştirilmiş olup çalışanların mülkiyet sahibi olduğu, çalışan sahipliği yapısı ortaya çıkmıştır. Bu şekilde işletmelerde mülkiyet sahipliğinin değişmesi çalışanların ve çalışanlar adına işletmeyi yönetenlerin davranışlarında önemli değişiklikler meydana getirmektedir. Bu değişiklikler büyük ölçüde; geleneksel çalışmaları ilişkileri, sendikacılık ve toplu pazarlık anlayışı gibi konularda olmaktadır (Ersöz, 2011:3).

Çalışanların sahipliği hem çalışan hem de işletmeler için her zaman pozitif bir durum olmayabilir. Flanagan, Mackin, LaMantia ve Yener'e (1990:76) göre, çalışanlar tüm mevduatlarını işletme hissedarı olmak için yatırmaktalar ve işletmenin olumsuz bir durumla karşılaşması sonucunda tüm tasarrufları risk altına girmektedir. Bu durum çalışanlar için tamamen bir hayal kırıklığı ve güvensizlik yaratmaktadır. Bu ve benzeri şekilde çalışanların tasarrufları kaybettiği örnekler, diğer çalışan sahipliği elde etmek isteyen işletmeler için kötü örnek teşkil etmektedir. İşletmeler açısından da çalışanları hisse senedi edindirme planları (ESOP), birçok çalışanın borçlanarak hisse senedi edinmesi nedeniyle yüksek oranda borçlu işletmeleri ortaya çıkarmakta ve işletmeler açısından risk oluşturmaktadır.

ESOP, ABD'de ikinci dünya savaşından sonra kamu işletmelerine sermaye elde edebilmek için kuruldu. ESOP, kendi başına bir kuruluş olarak ilk defa San Francisco'da yatırım bankacısı ve ekonomist olan Louis O Kelso tarafından ortaya atılmıştır. Kelso'nun Senatör Russel Long'u ikna etmesiyle birlikte 1950'lerin sonlarında ESOP kuruldu. Kelso; zenginliğin gittikçe sermaye sahiplerinin elinde yoğunlaştığını ve bu yüzden refahlık yönünde artan eşitsizliği önlemek için çalışanların kendi işletmelerinin bir parçası ve sahibi olmak zorunda olduğunu savunmuştur (Leadbeater, 1997:33).

## İKİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE YAPISI TEORİLERİNİN, KAYNAK BİLEŞİMİ VE PAZAR DEĞERİNE ETKİLERİ

#### 2.1. Sermaye Yapısı Teorileri Kavramı

##### 2.1.1. Sermaye Yapısı Teorilerinin İşletmeler Açısından Önemi

İşletmelerde finans kavramı genel olarak üç alana ayrılmaktadır; sermaye bütçelemesi, sermaye yapısı ve çalışma sermayesidir. Sermaye yapısı incelenirken işletmelerin özellikleri ve kurumsal yönetim gibi şirketlere has olan finansal özellikler dikkate alınmalıdır (Büyüksalvarcı ve Abdioğlu, 2010:64). Bu nedenle sermaye yapısı teorileri işletmelere özgü kaynak bileşimlerini ve finansal değişkenleri incelemektedir.

Sermaye yapısı, işletmelerin finansal kaynaklarının öz kaynak ve yabancı kaynak arasındaki oransal dağılımını ve işletmelerin faaliyetini devam ettirebildiği finansal yapıyı ifade eder (Kısakürek ve Aydın, 2013:102). Kaynak bileşimlerinde borç veya öz kaynak oranı işletmelerin büyüklüğüne, çalışma alanına ve faaliyet gösterdiği sektöre göre zaman içinde farklılıklar göstermekle birlikte, bu oran her işletmeye özgü olarak oluşturulmaktadır (Kabakçı, 2008:168). Her işletme için farklı kaynak bileşimleri söz konusu olması nedeni ile kaynak bileşimleri detaylı olarak ele alınması gereken stratejik bir kavramdır. Bu stratejik kavramı temel olarak inceleyen çalışmalara da 'sermaye yapısı teorileri' ismi verilmektedir. Sermaye yapısı teorileri, işletmeler açısından kesin olabilecek nitelikte kaynak bileşimlerini veremeyecek olup işletmelerin kendileri için uygun olan borç ve öz kaynak oranını belirlemelerine yardımcı olacaktır.

İşletmelerin sermaye yapılarını açıklamaya çalışan kuramsal ve deneysel teoriler; kaynak maliyetleri, işletme değeri ve yatırım kararları gibi unsurların sermaye yapısı ile olan ilişkileri üzerine yoğunlaşmışlardır. Çalışmalarda temel olarak üzerinde durulan kıstas, işletmeler için en uygun sermaye yapılarının ortaya konulmasıdır.

Her ne kadar işletmeler için optimal sermaye yapısı oluşturulmak istense de bu, tam olarak işletmelere uyarlanamamıştır. Bunun nedeni ise bir işletmenin koşullarının diğer işletmelerle aynı olmamasıdır. Aynı sektörde ve büyüklükteki işletmelerin finansal koşulları dahi birbiri ile farklılık gösterebilmektedir. Bu nedenle sermaye yapısı teorileri, işletmelerin tam olarak optimal sermaye yapısını sağlayamamaktadır (Güler, 2010:355). İşletmelerde optimal sermaye yapısının oluşturulabilmesi için etkin bir finansal yönetime ihtiyaç vardır. Finansal yönetimin temel amacı, firmaların bugünkü değerini hissedarlar açısından maksimum yapabilmek adına, firmanın mevcut hisse senetlerinin ve piyasa değerinin maksimum düzeye çıkarılmasıdır. Firmalar, bu amaca ulaşmak için piyasa değeri, kârlılık, hisse başına kâr, fiyat/kazanç oranı vb. oranları en ince ayrıntısına kadar irdeleyerek firmanın piyasa değerini maksimum yapma hedefini gerçekleştirmek isterler. Bunun sonucu olarak; sermaye yapısı teorileri sadece, işletmelerin optimal sermaye yapısının oluşturulabilmesi için işletme değerini etkileyen finansal bileşenlerin seçiminin nasıl olacağı konusunda, işletmelere yol gösterici bir konum edinmektedirler (Korkmaz ve Karaca, 2013:169).

### **2.1.2. Sermaye Yapısı Teorilerinin Tarihsel Gelişimi**

Gelişen ve hızlanan dinamik çevre, işletmelerin risk ve sermaye yönetimine olan ihtiyaçlarını artırmıştır. Globalleşen işletme dünyası, finans yöneticilerinin ve araştırmacılarının sermaye yönetimi için her geçen gün matematiksel modellere daha fazla yönelmesine neden olmuştur. İşletmelerin sermaye yönetiminin her geçen gün farklı bir şekil alması da sermaye yapısı teorileri ile desteklenmiştir. Bunun sonucu olarak sermaye yapısı teorileri de her geçen gün gelişmiştir (Toraman, 2008:54).

Sermaye yapısı, finans yöneticileri için bir anlamda kontrol paneli görevini üstlenmektedir. Finans yöneticileri, hissedarlar ve diğer gruplar adına varlıkları ne şekilde finanse edebileceklerini kontrol paneli sayesinde değerlendirebilmektedir. Bu nedenle sermaye yapısına ilişkin teoriler zamanla modern hale gelmiş ve geliştirilmiştir (Akkaya, 2008:2; Demirkan, 2009:679). İşletmelerin sermaye yapısına ilişkin ilk modern teorik çalışmaların başlangıcını, Modigliani ve Miller'in 1958 yılında yayımladıkları çalışma teşkil etmiş olup, firmaların sermaye yapısı kararlarına ilişkin teorik çerçevede Modigliani & Miller yaklaşımı temel alınmıştır.

Sermaye yapısına ilişkin ilk olarak, klasik yaklaşımlar olan; net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım teorileri ortaya çıkarılmış daha sonraları Modigliani&Miller (M&M) yaklaşımı ve M&M yaklaşımının kurumlar ve gelir vergileri gibi yaklaşımları dikkate alınarak diğer modeller geliştirilmiş ve oluşturulmuştur (Sayılğan ve Uysal, 2011:103). Bu temel yaklaşımlar baz alınarak, finansal hiyerarşi teorisi (pecking order theory) ve denge teorisi (trade off theory) sermaye yapısı kararları ile firma değeri ilişkisini açıklamada yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır (Yılığör ve Yücel, 2007:2; Akkaya, 2008:2; Fırtaoğlu, 2005:5).

Şirketlerin sermaye yapısı ile ilgili savunulan görüşlerde, tam rekabet koşullarında ve aksaksız olarak çalışan mali piyasalar sayesinde, şirketlerin finansman ihtiyaçları için kullanabilecekleri kaynakların maliyetleri arasında bir fark olmamaktadır. Böylece kendi kaynakları yeterli olmayan şirketler rahatlıkla mali piyasadan borçlanabilmekte veya yeni sermaye bulabilmektedir. Sermaye yapısında meydana gelecek değişikliklerin bu nedenle şirketin değerini etkileyici önemi olmamaktadır (Fırtaoğlu, 2005:5).

İşletmelerin sermaye yapısı ve sermaye teorileri ile ilgili yerli ve yabancı birçok araştırma yapılmıştır. Hızla değişen ve gelişen ekonomi alanında, işletme sahipleri ve yöneticiler her geçen gün en iyisi olabilmek için çalışmaktadırlar. Yapılan bu çalışmalar sonucunda da birçok alanda gelişmeler yaşanmıştır. Yöneticiler ve hissedarlar her geçen gün daha fazla gelişmek ve büyümek için yoğun çaba sarf etmelerine karşın, büyümeyi destekleyecek finansman sıkıntısı ile karşılaşmaktadırlar.

Globalleşen dünyada bütün işletmelerin amacı, maddi getirilerini daha ileri bir noktaya taşımak olduğu için finansman sıkıntısı genele yayılmış durumdadır. Bu gelişmeler ışığında yöneticiler, finansman kararlarını etkileyen sermaye yapısı teorilerini daha fazla incelemiş ve araştırmışlardır. Fakat işletmeler için henüz, hangi sermaye yapısı teorisinin daha iyi olduğu konusunda kesin bir görüş belirtilememiştir. Bunun sebebi ise ulusal ve uluslararası alanda faaliyet yürüten işletmelerin finans ve pazar koşullarının aynı olmamasıdır.

Genel olarak işletmelerde sermaye yapısı teorileri şunlardan oluşmaktadır:

- Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar,
- Modigliani ve Miller Modeli,
- Miller Modeli,
- Ödünleşme Teorisi,
- Finansman Hiyerarşisi Teorisi,
- Temsilcilik Sorunu Teorisi,
- Piyasa Zamanlaması Teorisi,
- Sinyal Teorisi.

## **2.2. Sermaye Yapısı Teorileri**

### **2.2.1. Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar**

İşletmelerin sermaye yapısı konusundaki düşünceler, kararlar ve uygulamalar işletmelerin sermaye bileşimlerini değiştirerek, sermaye maliyetlerini ve firma değerini etkilediğinden büyük önem arz etmektedir. Bu etkileşimin ışığında, firmaların sermaye maliyetini minimum, firma değerini ise maksimum düzeye çıkaracak sermaye bileşiminin nasıl oluşturulacağı en önemli kararlardan birisidir (Yılığör ve Yücel, 2007:1). İşletme yöneticileri bu denli önemli kararları verirken, sermaye gereksinimlerinin ne kadarını yabancı kaynaklardan veya ne kadarını kendi öz kaynaklarından karşılayacaklarını çok iyi bilmek zorundadırlar.

İşletmelerdeki yabancı kaynak ve öz kaynak oranlarının, işletmelerin finans kaynaklarının bileşimi açısından önemi konusunda birçok tartışma mevcuttur. Ancak bu kaynak bileşimlerinin işletme sermaye yapısını değiştirerek en uygun sermaye yapısına ulaşip ulaşamayacağı, bu şekilde ortalama sermaye maliyeti ve firma değerini değiştirip değiştiremeyeceği konusundaki tartışmalar genel olarak iki farklı konuya odaklanmaktadır. Yaklaşımlardan birincisi, firmalarda borç kullanma derecesinin, firma riskini, beklenen kazançları ve ortalama sermaye maliyetlerinin firma değerini nasıl etkilediğidir. İkincisi ise, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden ve işletme değerinden bağımsız olarak sermaye yapısına ilişkin kararların alınmasıdır (Yılığör ve Yücel, 2007:2).

İşletme finansmanı ile ilgili bu teorileri Modigliani ve Miller ortaya atmadan önce, sermaye yapısı hakkında herhangi bir teori mevcut değildi. Modigliani ve Miller'in bu teorileri ilk olarak klasik yaklaşımlar şeklinde gerçekleşmiştir. Klasik sermaye yapısı yaklaşımları, firmaların sermaye yapısı değişikliklerinin; borç kullanma derecesi, firma riski, beklenen kazançları ve ortalama sermaye maliyetleri arasında denge kurarak firma değerini artırmaya yönelik olan bir yaklaşımdır. Kısacası firma değeri ile sermaye yapısı arasındaki fon ilişkisine ilişkin yaklaşımları kapsamaktadır. Bu yaklaşımları ana başlıklarıyla özetlemek gerekirse:

- Net Gelir Yaklaşımı
- Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
- Geleneksel Yaklaşımdır.

#### **2.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı**

İşletmelere finansman elde etme konusunda net gelir yaklaşımı, yabancı kaynakların öz kaynaklardan daha maliyetsiz ve risksiz olduğunu savunmaktadır. İşletme her ne kadar dışarıdan bakıldığında borçlanarak risk üstleniyormuş gibi görünse de, kaldıraç oranı yani yabancı kaynakların öz kaynaklara oranı yüksek olduğu için firma değerini artırmaktadır. Net Gelir Teorisi yaklaşımına göre, işletmelerin finansman kaynağı olarak yabancı kaynakları seçmesi hem işletmelerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmekte hem de kaldıraç oranını çok yüksek gösterdiği için işletmenin değerini artırmaktadır. İşletme değerindeki bu artış, yatırımcılar tarafından dikkat çekmekte ve dolayısıyla hisse senetleri fiyatlarında da artış görülmektedir (Yılıgör ve Yücel, 2007:2).

Öz kaynak maliyetlerinin yüksek olması ve hissedarların işletmedeki öz kaynakları nedeniyle beklentilerinin artması, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini oldukça yükseltmektedir. Net Gelir Yaklaşımı, işletme değeri açısından kaldıraç oranını temel alan bir yaklaşımdır. Kaldıraç oranı ne kadar yüksek olursa işletme değeri de doğru orantılı olarak yükselecektir. Yüksek kaldıraç oranının neticesi olarak da optimal sermaye yapısına erişilecektir.



Net Gelir Yaklaşımına göre, firma değeri ve ortalama sermaye maliyeti arasındaki ilişki:

$$\dot{I}_e = \frac{\text{Hissedarların Geliri}}{\text{Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri}} \quad (1)$$

$$\dot{I}_b = \frac{\text{Borcun Senelik Faizi}}{\text{Borcun Piyasa Değeri}} \quad (2)$$

$$V = \frac{E}{\dot{I}_e} + \frac{F}{\dot{I}_b} \quad (3)$$

V = Firmanın piyasa değeri

$\dot{I}_e$  = Öz sermaye maliyeti

$\dot{I}_b$  = Borcun maliyeti

E = Ortaklarca kullanılabilir gelir

F = Faiz

Formülde de anlaşılacağı üzere, öz sermaye maliyeti ve borç maliyeti düşük olursa işletmenin piyasa değeri de buna bu bağlı olarak daha yüksek olacaktır. Yabancı kaynakların artışı da kaldıraç oranını daha yüksek gerçekleştireceğinden firmanın piyasa değerini artıracaktır. Bu yaklaşımda esas olarak vurgulanmak istenen düşünce borç alarak işletme değerini yükseltme çabalarıdır. İşletme değerinde temel olarak ele alınan değişken ise işletmenin kaldıraç oranı olmaktadır.

İşletmelerin ortalama sermaye maliyetini, firma piyasa değeri ve net faaliyet geliri açısından açıklayan diğer formül:

$$i_o = \frac{O}{V} \quad (4)$$

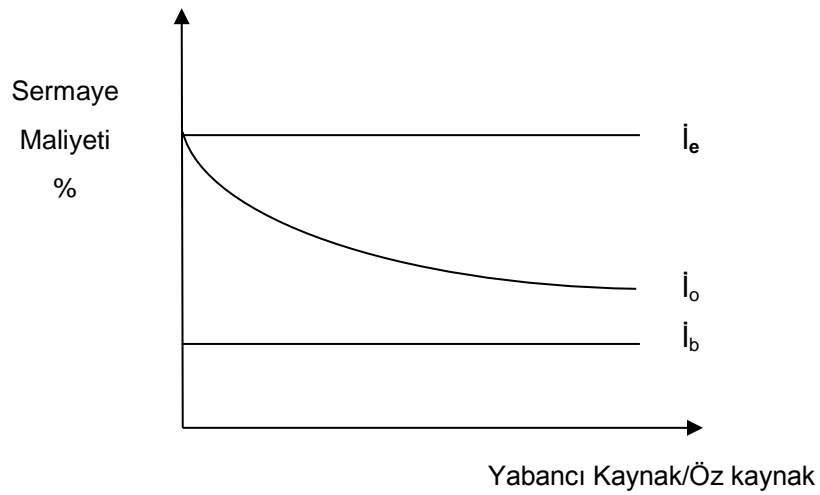
$i_o$  = Ortalama sermaye maliyeti

O = Net faaliyet geliri

V = Firmanın piyasa değeri

Görüldüğü üzere firmanın piyasa değeri (V) artıkça, net faaliyet geliri değişmediği için ortalama sermaye maliyeti azalacaktır. Bu formülde ortalama sermaye maliyeti azaldığı için Net Gelir Yaklaşımı desteklenmiş olacaktır. Sermaye yapısının kaynak maliyetine etkisi aşağıdaki çizelgede ifade edilmiştir:

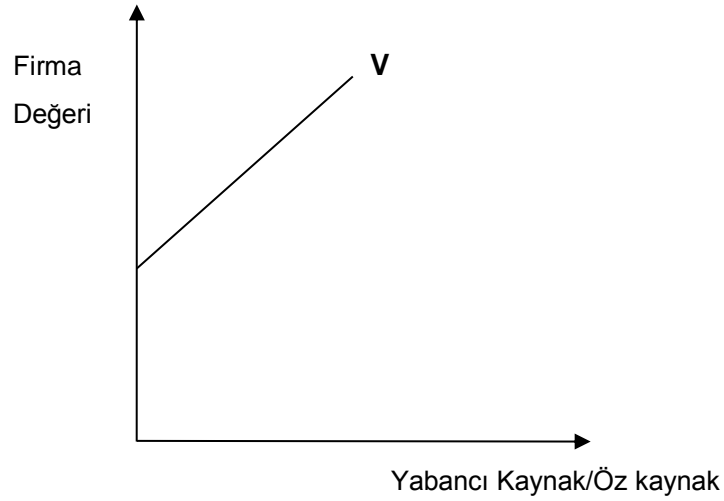
#### **Çizelge 2: Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Yapısının Sermaye Maliyetine Etkisi**



**Kaynak: Ö. Akgüç (1998). Finansal Yönetim, 7.Baskı, Avcıol Basın-Yayın, İstanbul, s.487.**

Çizelge 2'de anlatılmak istenen ifade, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin yabancı kaynak miktarı artırıldıkça azalmasıdır. Diğer bir ifade ile öz kaynak ve borç maliyeti sabit kalmakta iken, işletme aynı koşullar altında yabancı kaynaklar vasıtası ile daha fazla finansman sağlamış olacak ve bu şekilde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azaltılmış olacaktır. Firmanın yabancı kaynak kullanımı nedeniyle hem kaldıraç oranı hem de piyasa değeri artacaktır. Yabancı kaynak oranının firma değerine etkisini gösteren çizelge aşağıdadır:

**Çizelge 3: Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Yapısının Firma Değerine Etkisi**



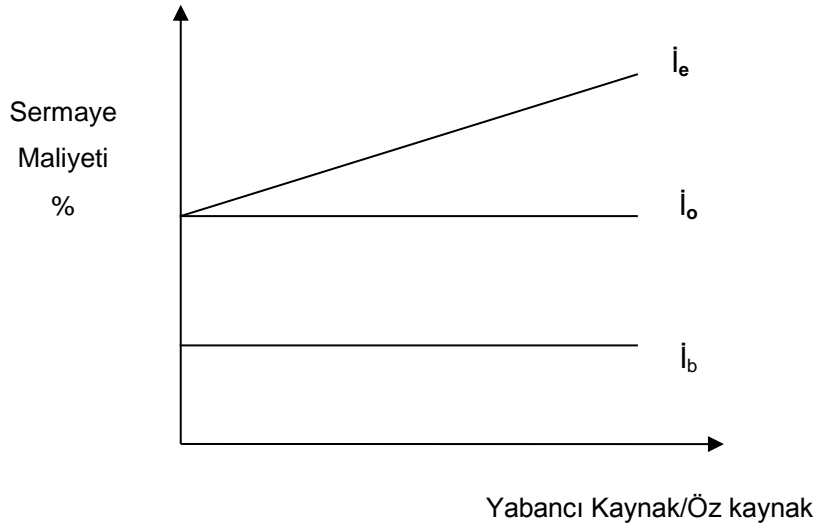
**Kaynak: Ö. Akgüç (1998). Finansal Yönetim, 7.Baskı, Avcıol Basın-Yayın, İstanbul, s.488.**

Çizelge 3'e göre, işletmelerde yabancı kaynakların öz kaynaklara oranı artıkça firma değeri de doğru orantılı olarak artmaktadır. Yabancı kaynak oranındaki bu artış işletmenin hisse senetlerinin değerini artırmakta ve doğal olarak firma değeri de artmaktadır.

### 2.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına göre işletme değerinin sermaye yapısı ile bir ilişkisi yoktur. Diğer bir ifade ile kaldıraç oranı, firma değerini etkilememektedir. Bu görüşe göre işletmelerin elde etmiş oldukları finansmanların kaynakları ne olursa olsun bu kaynakların işletmeye yüklemiş oldukları maliyet aynıdır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yabancı kaynak ve öz kaynakların oranı ile doğrusal olarak artmaktadır. İşletmelerin elde ettikleri finansmanların da kaynağı işletme değeri açısından Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı için önemli değildir (Akkaya, 2008:2). Net Faaliyet Geliri Yaklaşımının Çizelge 4 ile şekilsel olarak gösterimi aşağıdaki gibidir.

**Çizelge 4: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Yapısının Sermaye Maliyetine Etkisi**

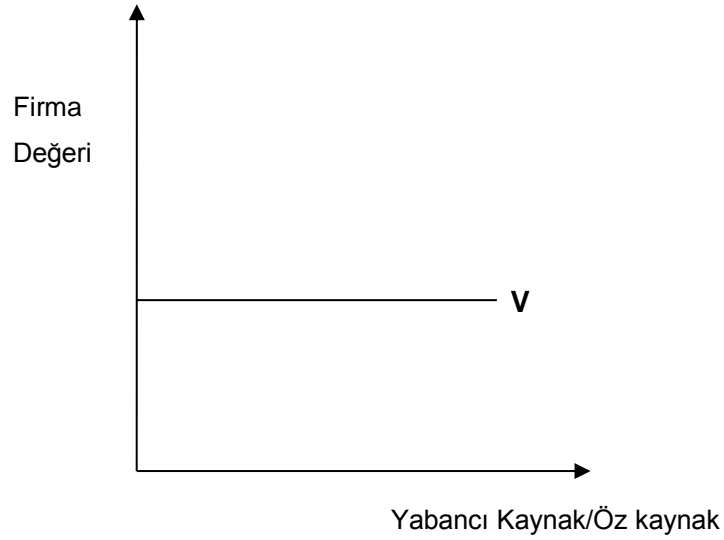


**Kaynak: Ö. Akgüç (1998). Finansal Yönetim, 7.Baskı, Avcıol Basın-Yayın, İstanbul, s.490.**

Firmaların elde etmiş oldukları finansman kaynaklarının farklı olmasının, işletmelere yüklemiş oldukları maliyetin sabit olduğu ve sermaye oranı arttıkça ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin de sabit olarak kaldığı Çizelge 4'te gösterilmiştir. Buradan çıkarılacak sonuç ile işletmeler için her kaynak birleşimi oranı en uygun sermaye yapısıdır.

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına göre işletmelerin elde ettikleri yabancı finansman, hissedarlar açısından risk oluşturmaktadır. Yabancı kaynakların artışı, hissedarların da riskini artırmaktadır. Artan bu risk hissedarlarda daha fazla getiri beklentisi yaratmaktadır. Yabancı kaynaklardan elde edilen finansman avantajı hissedarlara dağıtılarak elde edinilen kazanç dengelenmiş olacaktır. Dolayısıyla işletme değeri açısından da bir farklılık olmayacaktır (Demirhan, 2009:678). Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ve firma değeri arasındaki ilişki aşağıdaki çizelgede gösterilmiştir.

**Çizelge 5: Kaldıraç Oranı (Yabancı Kaynak / Öz Kaynak) ile Firma Değeri Arasındaki İlişki**



**Kaynak: Ö. Akgüç (1998). Finansal Yönetim, 7.Baskı, Avcıol Basın-Yayın, İstanbul, s.490.**

Çizelge 5'te görüldüğü üzere işletme fon kaynaklarının yapısı firmanın piyasa değerini etkilememektedir. Ancak Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına göre, işletmelerin firma değerini etkileyecek optimal sermaye yapısı yoktur. İşletmenin elde etmiş olduğu bütün kaynaklar için sermaye yapısı optimal olarak kabul edilmektedir. Bu durumda maliyeti düşük olan yabancı kaynağın kullanımı sonucunda sermaye maliyeti düşmektedir. Sermaye maliyeti düşmesine rağmen sabit olarak gösterilmekte, yine zıt bir durum olarak öz kaynak finansmanı sermaye maliyetini arttırmasına karşın bu yaklaşıma göre sabit gösterilmektedir. Her iki durumda da kaldıraç oranlarında bir değişim söz konusu olduğu için yatırımcı açısından risk oluşturabilir (Yılıgör ve Yücel, 2007:2).

### 2.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım

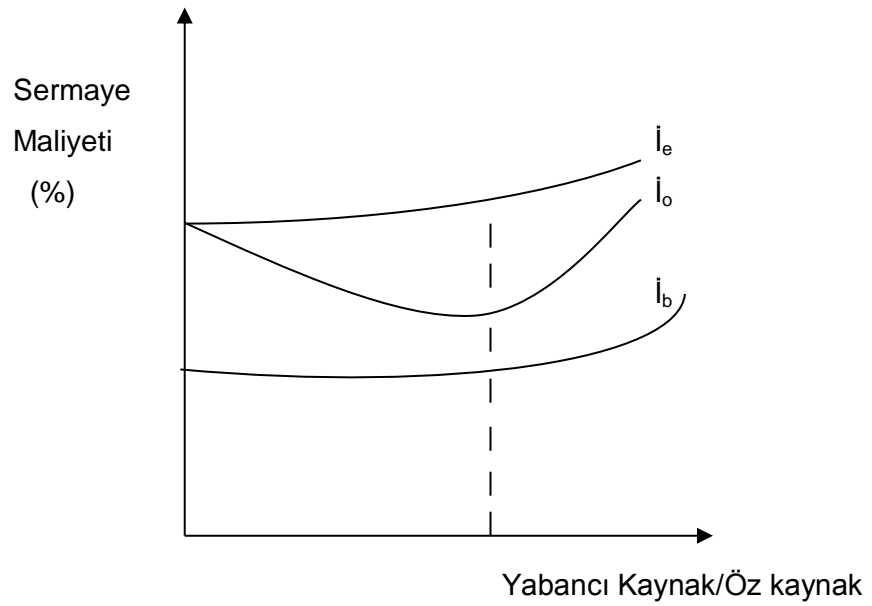
Sermaye yapısı teorilerinden geleneksel yaklaşım, net gelir yaklaşımı ile net faaliyet geliri yaklaşımlarının her ikisini de belirli noktalarda benimseyen bir yaklaşımdır. Geleneksel yaklaşıma göre işletmelerin tek bir optimal sermaye yapısı bulunmaktadır. Bu optimal sermaye yapısı aşıldıktan sonra elde edilen finansmanın maliyeti artmaktadır. Başka bir ifade ile işletmelerin elde etmiş oldukları yabancı kaynakların sermaye maliyeti düşüktür. Ancak belirli bir noktadan sonra yabancı kaynaklar, sermaye maliyetini ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini artırmaktadır. Tam olarak yabancı kaynakların sermaye maliyetinin en düşük olduğu bu nokta işletmenin optimal sermaye yapısını belirtmektedir. Geleneksel yaklaşıma göre işletmeler finansal kaldıraç oranını yükselterek, sermaye maliyetlerini düşürebilir ve buna bağlı olarak da firma değerini yükseltebilirler (Okuyan, 2009:70).

Geleneksel yaklaşım kapsamında bir başka varsayım ise öz kaynağın sermaye maliyeti, yabancı kaynakların sermaye maliyetinden fazladır. İşletme ortaklarının işletmelere sağlamış oldukları fonlar, yabancı kaynak finansmanına göre daha risklidir. Bu nedenle hissedarlar, bu riski karşılayacak şekilde normal faiz oranının üstünde kâr beklentisi içerisindeyler. Ayrıca borç faizlerinin gider yazılarak vergi matrahından düşülmesi nedeniyle, yabancı kaynaklar vergi tasarrufu sağlamaktadır. Dağıtılan kar payı için böyle bir olanağın mevcut olmaması, öz sermaye maliyetinin yabancı kaynak maliyetine oranla daha yüksek olmasına yol açmaktadır. Bu sebepten dolayı işletme yöneticileri yabancı kaynak kullanmak zorunda kalmaktadırlar (Yıldırım ve Eceyurt, 2012:364; Yılgör ve Yücel, 2007:2).

Yabancı kaynak kullanılarak sermaye maliyetinde ortaya çıkan bu düşüş bir noktaya kadar devam edecektir. Ancak bu noktadan sonra yabancı kaynak finansmanı ile borçlanılmaya devam edilirse yabancı kaynak ve öz kaynak maliyeti beraberinde yükselecektir. Ortalama sermaye maliyeti de buna bağlı olarak artacak ve firma değeri düşüşe geçecektir. Belirli borç seviyesinden sonra işletme riskli bir yapıya bürüneceğinden bu riskli yapının sonucunda hissedarlar risk oranına bağlı olarak kar payı beklentilerini de artıracaktır. Riskli yapının sonucunda kaldıraç oranı kritik seviyelerde olduğundan işletmelerin yabancı kaynak sağlamış olduğu finansman grubu, riske bağlı olarak faiz oranlarını artıracaktır (Okuyan, 2009:70; Demirhan, 2009:679).

Faiz ve risk oranlarındaki bu artış işletmenin sermaye maliyetini artıracaktır. Bu nedenle yabancı kaynağın sağlamış olduğu avantajlar belirli aşamadan sonra maliyet olarak geri dönecektir. Geleneksel yaklaşım ve finansman oranı arasındaki ilişki aşağıdaki gibidir:

**Çizelge 6: Geleneksel Yaklaşım Anlayışına Göre Sermaye Yapısı ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki**

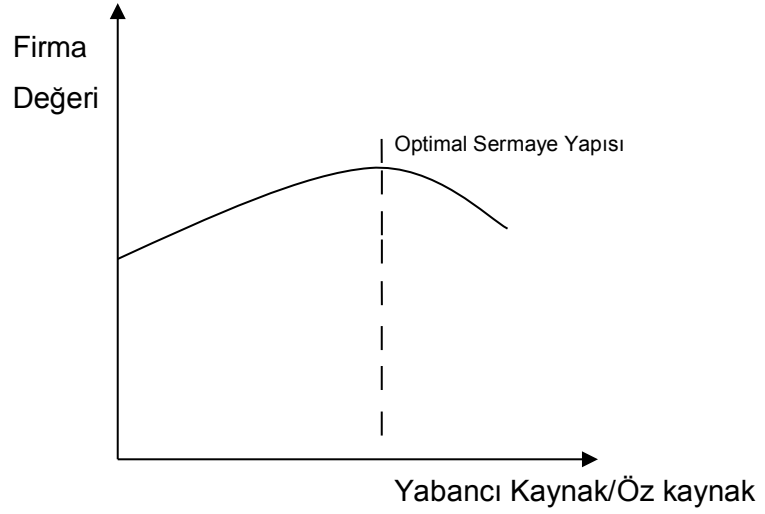


**Kaynak: B. Bhabotsh, (1990). Fundamentals of Financial Management. PHI Learning Pvt. Ltd., s.203**

Çizelge 6'da görüldüğü üzere, sermaye maliyeti bir noktaya kadar düşüş sağlamakta olup minimum olduğu noktadan sonra tekrar yükselişe geçen bir eğim sergilemektedir. Bu da işletmelerin sermaye maliyetlerinin, optimal sermaye yapısı seviyesinden sonra yükseliş gösterdiğini grafiksel olarak açıklamaktadır. Sermaye maliyetlerinin yükselişte olduğu kısımlarda, işletme değerinin ters orantılı olarak düşüşe geçtiği varsayılabilir. İşletmeler için belirtilen optimal sermaye yapısı, sermaye maliyeti açısından eşik değeri oluşturabilir.

Sermaye yapısının geleneksel yaklaşım çerçevesinde firma değeri ile olan ilişkisi, aşağıdaki çizelgede incelenebilir.

**Çizelge 7: Geleneksel Yaklaşım Anlayışına Göre Sermaye Yapısı ile Firma Değeri Arasındaki İlişki**



**Kaynak: Ö. Akgüç (1998). Finansal Yönetim, 7.Baskı, Avcıol Basın-Yayın, İstanbul, s.496.**

Çizelge 7'deki optimal sermaye yapısının bulunduğu nokta, firma değerinin de maksimum olduğu noktadır. Bu noktadan sonra işletmeler için finansman kaynaklarından sağlanan sermayenin maliyeti daha yüksek olacaktır. Başka bir ifade ile işletmeler yabancı kaynak kullanarak işletmenin sermaye maliyetini ancak bir noktaya kadar düşürebilirler. Ayrıca çok fazla yabancı kaynak kullanan işletmeler finansman kaynakları sağlayan kuruluşların gözünde riskli işletmeler olarak görünecek ve yabancı kaynağın sermaye maliyeti artacaktır.



## 2.2.2. Modigliani ve Miller Teorisi

İşletmelerin yatırımlarından tatmin edici bir kazanç sağlaması ve ciddi bir şekilde mali konumunu korumasına, performansları ışık tutmaktadır. Performans kavramı, işletmelerin sayısal olarak ölçülebilen yönlerinden ele alınmalıdır. Bu kriterler; likidite, ödeme gücü, kârlılık, geri ödeme kapasitesi ve finansal verimlilik gibi bir işletmenin sayısal yönlerine odaklanılmalıdır. Finansal hizmetler, finansal değerler ve önlemlerin alınmasında yöneticilere ışık tutmaktadır. Bütün bunlar, firma değeri ve firma kârlılığına doğrudan etki yapmaktadır. İşletme değeri ve sermaye yapısı ile ilgili yaklaşımların tarihsel gelişiminin temelini Franco Modigliani ve Merton Miller'in makalesi oluşturmuştur (Richards, 2000:56; Yılgör, 2005:16).

Önde gelen iki finans araştırmacısı, belirli varsayımlar altında sermaye ve işletme değerinin genel maliyetler ve sermaye yapısından bağımsız olduğunu göstermiştir (Moyer, McGuigan, Rao ve Kretlow, 2011:477; Brigham ve Houston, 2011:483). İşletmelerin sermaye yapısı ve kurumsal finansman konusundaki modern düşüncelerin köşe taşlarını, 1958 yılında Franco Modigliani ve Merton Miller tarafından geliştirilen, Modigliani-Miller (M&M) sermaye yapısı teoremi belirlemiştir. Modigliani ve Miller teoremi; vergi, iflas maliyetleri ve asimetric bilgi yokluğu dışında verimli piyasada bir şirketin değerinin, şirketin finans kaynağı ister öz kaynaklardan isterse yabancı kaynaklardan olsun sermaye yapısından etkilenmediğini savunmuşlardır. İşletme sermayesi hisse senedi ve borçlardan olsun ya da temettü paylarından elde edilsin, nasıl finanse edilirse edilsin işletme değerine etki etmez (Miles ve Ezzell, 1980:719). Başka bir ifade ile işletmelerin hisse senetleri değerinin sermaye maliyeti ile hiç bir ilişkisi yoktur (Brigham ve Houston, 2011:483).

M&M teorisi işletme değerliliği, kaldıraç oranı ve sermaye yapısı konusundaki görüşlerini net faaliyet geliri teorisi ile bağdaştırmıştır. Bu bağlamda kaldıraç oranı ile firma değeri arasında bir ilişki yoktur. M&M'e göre firmanın değeri, yöneticilerin işletme için verdiği stratejik kararlar ve işletme riskliliği ile bağlantılıdır. Brigham ve Houston (2011:483), Modigliani ve Miller'in savundukları bu teori ile işletmelerin değerini; firmaların kendi temel kazanç gücü ve işletme riskinin belirlediğini kanıtlamışlardır. Yani işletmelerin değeri, bölüşülmüş ve kazanılmış temettü arasındaki gelire bağlıdır. İşletmelerin gelecek için vermiş olduğu kararlar ve finansal kârlılıkları, işletme sahiplerinin firma değeri için önemsemesi gereken durumlar olmaktadır.

M&M'nin bu teorisi, birçok kişi tarafından eleştirilmiş olsa da sermaye yapısı konusunda dikkat çekici ilk çalışma olması nedeniyle finans dünyasında büyük yankı yapmıştır. Ehrhardt ve Brigham'a (2013:596) göre, 1958 yılında Franco Modigliani ve Merton Miller'in yayınlamış olduğu makale modern sermaye yapısı konusunda en etkili finansal makale olmuştur. M&M'nin çalışması işletmelerin etkin olduğu piyasalarda bazı güçlü varsayımlara dayanmıştır. Bu varsayımlar aşağıdaki gibidir (Ehrhardt ve Brigham, 2013:596; Moyer vd., 2011:477, Brigham ve Houston, 2011:483):

- Menkul kıymet piyasasında alış ve satış için herhangi bir işlem ve komisyon maliyeti yoktur.
- İflas maliyetleri bulunmamaktadır.
- Tüm yatırımcılar aynı oranda ödünç alabilir veya aynı oranda ödünç verebilir.
- Bütün yatırımcılar firmaların gelecekteki yatırım fırsatları hakkında önemli bilgilere herhangi bir maliyet olmadan ulaşabilirler.
- Alıcılar ve satıcılar yeterli sayıda piyasada mevcuttur, böylece tek bir yatırımcının fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip değildir.
- FVÖK (Faiz ve Vergi Öncesi Kar), borç kullanımından etkilenmemektedir.
- Firmalar, eş risk kategorileri itibarıyla gruplandırılabilir. Her eş risk kategorisine giren firmanın iş riski (gelecek için beklenen gelirlerin elde edilememesi olasılığı) aynıdır.
- Gelir üzerinden ödenen vergiler mevcut değildir. (Bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır.)

Modigliani ve Miller, bu yaklaşımlarını işleyişin normal bir şekilde devam ettiği piyasa koşullarında sunmuştur. Modigliani ve Miller, ileri sürdükleri bu yaklaşımların ışığında sermaye yapısı ve firma değeri ile ilgili üç temel öneri geliştirmiştir.

### 2.2.2.1. Modigliani ve Miller Yaklaşımındaki Temel Önermeler

Modigliani ve Miller, sermaye yapısı ve firma değeri ile ilgili üç temel öneri geliştirmişlerdir. Bu önermeleri özetlemek gerekirse: 1) Bir firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti, onun sermaye yapısından tamamen bağımsızdır, 2) Bir firmanın borçlanması nedeniyle finansman riskinin artması durumunda öz kaynak maliyeti de artar ve 3) Yatırım kararlarının alınmasında kullanılacak iskonto oranı yani yatırım kararları için öngörülecek asgari kârlılık oranı, yatırımın finansman şekline tamamen bağımsız olduğu şeklinde üç öneri, Modigliani ve Miller tarafından ileri sürülmüştür.

#### 2.2.2.1.1. Modigliani ve Miller'in Birinci Önermesi

Modigliani ve Miller birinci önermesinde, firma sermayesinin yabancı ya da öz kaynaklardan elde edilmiş olmasının, firma değerini ve sermaye maliyetlerini etkilemediğini savunmuşlardır. Bu önermede temel olarak anlatılmak istenen, firma değerinin kaynak birleşiminden bağımsız olduğudur. Aynı risk kategorisinde bulunan iki firma baz alınacak olursa, bunlardan bir tanesi öz kaynak ile diğeri de yabancı kaynak ile sermayelerini finanse etmiş olsunlar, bu iki firmanın piyasa değeri aynı olacaktır. Bir firmanın piyasa değeri, firmanın gelecekte sağlayacağı net nakit girişlerinin, söz konusu firmanın girdiği risk kategorisine uygun olarak saptanmış iskonto oranı ile indirgenmesine eşit olacaktır. M&M'nin 1958 yılındaki makalesinde yayınlamış olduğu birinci önermesi aslında " Net Faaliyet Geliri Yaklaşımını " desteklemektedir. Modigliani ve Miller'in (1958:268), birinci önermesi şu şekilde formüle edilmiştir:

$$V_L = V_U \quad (5)$$

$V_L$  = Kaldıraçlı Firma Değeri

$V_U$  = Kaldıraçsız Firma Değeri

Yukarıdaki formülde belirtildiği gibi firma değerinin yabancı kaynak ile ilişkisi yoktur. Aynı zamanda kaldıraçlı bir firma ile kaldıraçsız bir firmanın piyasa değeri de birbirlerine eşittir. Modigliani ve Miller (1958:268), firmanın piyasa değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu aşağıdaki formülle iddia etmiştir:

$$V_J = S_J + B_J = \frac{X_J}{P_K} \quad (6)$$

(k çapında herhangi bir firma olan j için)

Yukarıdaki formülde anlatılmak istenen; herhangi bir firmanın piyasa değerinin, sermaye yapısından bağımsız olduğunu, beklenen getirinin sermayeye dönüştürülebilmesinin firmanın bulunduğu risk grubunun iskonto oranı olan  $P_K$  ile iskonto edilmesiyle elde edileceği açıklanmıştır. Modigliani ve Miller (1958:268), sermaye maliyeti ve işletme değeri arasındaki ilişkiyi aşağıdaki gibi açıklamıştır:

$$P_K = \frac{X_J}{S_J + B_J} = \frac{X_J}{V_J} \quad (7)$$

(k çapında herhangi bir firma olan j için)

Yukarıdaki eşitlikte bir firmanın ortalama sermaye maliyeti,  $X_J/V_J$  cinsinden eşdeğer şekilde ifade edilmiş olup, firmanın bütün hisse senetlerinin beklenen getirisinin firmanın piyasa değerine oranı olarak açıklanmıştır.

Aynı risk kategorisinde olan ve eşit miktarda sermayelere sahip olan iki firmanın kaynak birleşimlerinin, yabancı ya da öz kaynak ile olması firmanın piyasa değerini etkilememektedir. Firmaların piyasa değerleri arasında oluşan farklılıklar, kısa süreli değişimleri ifade etmekte olup bu durum arbitraj faktörünün ortaya çıkmasına neden olmakla birlikte devamlılık ifade eden bir değişim değildir. Arbitraj; herhangi bir finansal varlığın satış fiyatının o finansal varlığın piyasadaki satın alma fiyatından yüksek olması ve fiyat farkından dolayı risksiz bir kar sağlayan finansal varlığın eş zamanlı olarak alım ve satımıdır. Firmaların piyasa değerlerinde oluşan farklılıklar arbitraj karı ile dengelenecek olup; hisse senedi fiyatı yükselen firmanın hisse senedi maliyetleri azalacak, hisse senedi fiyatı azalan firmanın ise hisse senedi maliyeti artacak ve arbitraj her iki firmanın piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti denk olana kadar devam edecektir.

#### **2.2.2.1.2. Modigliani ve Miller'in İkinci Önermesi**

Modigliani ve Miller, birinci önermesinde ulaşılmış olduğu sonuçlarla ikinci önermesini geliştirmişlerdir. Bu nedenle Modigliani ve Miller'in ikinci önermesi, birinci önermenin devamı niteliğindedir. Modigliani ve Miller'in ikinci önermesine göre bir işletmenin hisse senetlerinin maliyeti, işletmenin edinmiş olduğu yabancı kaynak miktarı ile beraber artmaktadır. Bu sebepten dolayı yabancı kaynak maliyetinin az olmasının sağladığı avantaj, hisse senedi maliyetinin artmasının meydana getirdiği maliyeti karşılayacak ve dolayısıyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aynı kalacaktır. Bu önermede işletmeler açısından dikkat çekilmesi gereken nokta; firmalar yabancı kaynak kullanarak sermaye maliyetini düşürememektedirler. Firmalar, sermayelerini ister yabancı kaynaklardan isterse öz kaynaklardan finanse etmiş olsunlar, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti değişmeyecektir (Scott, 1976:34).

Firmaların elde etmiş oldukları yabancı kaynakların maliyetinin düşük olması ile işletmeler daha fazla yabancı kaynaklı finansmana başvuracaktır. Bu durum da işletme riskini artıracak olup, hissedarlar artan risk karşısında daha fazla gelir bekleyecekler ve dolayısıyla hisse senetleri maliyetinde artış söz konusu olacaktır. Modigliani ve Miller, bu önermesinde hissedarların borç/öz kaynak oranını önemsediklerine de dikkat çekmek istemektedir.

M&M yabancı kaynak maliyeti, kaldıraçın etkisi ve hisse senetleri değeri arasındaki bağlantıyı aşağıdaki formülle ifade etmiştir:

$$C_K = C_{KT} + (C_{KT} - C_B) \frac{\text{YABANCI KAYNAK}}{\text{ÖZ KAYNAK}} \quad (8)$$

$C_K$  = Kaldıraçlı İşletmenin Sermaye Maliyeti

$C_{KT}$  = Kaldıraçsız İşletmenin Sermaye Maliyeti

$C_B$  = Yabancı Kaynak Maliyeti

Formülde görüldüğü gibi firmaların yabancı kaynak miktarı ne kadar artarsa artsın firmaların borçlanma maliyeti değişmeyecektir. Borçlanma maliyetinin sağlamış olduğu avantajı, öz kaynak maliyetinin artması durumu ortadan kaldıracaktır. Bu da ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini değiştirmeyecektir. Bhabotsh'a (1990:204) göre ikinci önerme öz kaynak maliyeti artan firmaların, yabancı kaynak kullanarak işletme finansmanını daha ucuz bir maliyetle edinmelerini sağlamaktadır. Diğer bir ifade ile işletmelerin öz kaynak maliyeti yıllar geçtikçe artmaktadır, bu nedenle daha az maliyetli olan yabancı kaynaklara başvurulmaktadır. Ancak yabancı kaynakların vermiş olduğu avantajı diğer farklılıklar ortadan kaldıracaktır.

### **2.2.2.1.3. Modigliani ve Miller'in Üçüncü Önermesi**

İşletmelerin yatırım kararları alırken kullandıkları iskonto oranı veya firmaların bir yatırımdan bekledikleri kârlılık oranlarına, yatırımın gerçekleştirilmesi esnasında elde edilen finansman kaynağının bir etkisi yoktur. Modigliani ve Miller üçüncü önermelerinde, bir yatırım hangi kaynaktan finanse edilirse edilsin bu finansman kaynağının yatırım kararları ve yatırımın getirileri üzerinde hiçbir etkisi olmadığını benimsemektedirler. Daha açık bir ifadeyle yatırım kararları ile finansman maliyetleri arasında bir bağlantı yoktur (Modigliani & Miller, 1958:288).

Karabulut (2003:170), makalesinde önemli olarak borç-öz kaynak oranının faiz riskini etkilememesini önemsemediğini belirtmiştir. Okuyan ve Taşçı'ya (2010:57) göre ise Modigliani ve Miller, yayınlamış oldukları finansal yaklaşımlarında firmaların piyasa değeri; vergiler, asimetrik bilgi, işletme iflası ve benzeri piyasa aksaklıkları gibi faktörler göz ardı edildiği takdirde sermaye yapısından bağımsızdır. Bu bilgiler ışığında, Modigliani ve Miller işletme değerinin tamamen gelecekteki kazançlar tarafından belirlendiğini ve ihraç edilen pay senetlerinin değerinin işletmenin mali yapısından bağımsız olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu düşüncenin borsadaki finansal yatırımcılar için de aynı olduğu varsayılmaktadır. Özetlemek gerekirse, yatırımcılar bilançonun aktifindeki yatırımların kârlılığı ile ilgilenmemektedirler ve aktiflerin borçlanma veya öz kaynak yoluyla finanse edilmesi seçimlerine karşı kayıtsızdırlar. Ancak Modigliani ve Miller, bu konuda yapmış oldukları ilk çalışmalarından beş yıl sonra yayımladıkları ikinci makalelerinde, borç faizi ödemelerinin vergi matrahını azalttığını ve vergi sonrası sermaye maliyetini düşürdüğü için yabancı kaynak maliyetinin öz kaynağa göre avantajlı olduğunu ileri sürmüşlerdir.

### **2.2.3. Miller Yaklaşımı**

Modigliani ve Miller'in 1958 yılında kaynak birleşimi konusunda yapmış oldukları ilk çalışma, işletmeler açısından gerçek ekonomik koşullarda geçerli olmadığı için yöneticiler ve hissedarlar tarafından bazı tepkiler almıştır. Bu nedenle Modigliani ve Miller, 1963 yılındaki ikinci çalışmasında kaynak yapısı ile ilgili önermelerini biraz daha piyasa koşullarına uygun hale getirmeye çalışmışlardır. Ancak yine de bazı yönetici ve hissedarlar tarafından tepkiler almışlardır. Modigliani ve Miller, ilk çalışmalarında kurumsal ve bireysel verginin sermaye gelirleri olarak vergilendirilmesini değerlendirmemişlerdir. İkinci makalelerinde bu konuya çok az değinmiş olsalar da yetersiz kalmıştır. İşletme gelirleri tarafından elde edilen kurumsal ve bireysel vergilerinin işletme değerine etki ettiği Miller tarafından sergilenmek istenmiştir.

Miller 1977 yılında, vergilendirmenin işletme değerine olan etkisini sergilemek için "Borç ve Vergiler" isimli makalesini yayımlamıştır. Makaleye göre kurumsal vergilerin yanı sıra, tahvillerden ve hisse senetlerinden elde edilen gelirler üzerindeki vergiler kişisel olarak değerlendirilmektedir. Faizlerden ve hisse senetlerinden elde edilen gelirlere karşılık olan bireysel vergiler, firma değeri kapsamında analize dâhil edildiğinde yabancı kaynak finansmanı işletme değerini düşürmektedir. Miller

vergilendirme koşullarına, kurumsal vergiye ek olarak bireysel vergilerin de firma değeri analizlerine dâhil edildiğinde, firmanın öz kaynaklarının yabancı kaynaklara göre daha avantajlı olduğunu belirtmektedir (Miller, 1977:267).

Miller'e göre hisse senetlerinden elde edilen gelirler sermaye kazancı olarak adlandırılmaktadır. Tahvillerden elde edilen gelir ise faiz gelirdir ve kişisel gelir olarak adlandırılır. Kişisel gelirlerin vergi oranları, hisse senetlerinden elde edilen gelirlerin vergi oranlarına göre daha yüksektir. Bu durum kaldıraçsız işletmelerin aleyhine olurken, kaldıraçlı işletmelerin lehine olacaktır. Miller'in kurumsal ve kişisel vergilerin firma değerine etkilerini aşağıdaki şekilde formüle etmiştir (Ehrhardt ve Brigham, 2006:765) :

$$V_L = V_U + \left[ 1 - \frac{(1-T_C)(1-T_S)}{(1-T_D)} \right] D \quad (9)$$

$V_L$  = Kaldıraçlı Firma Değeri

$V_U$  = Kaldıraçsız Firma Değeri

$T_C$  = Firma Vergi Oranı

$T_S$  = Hisse Senedi Gelirlerinden Elde Edilen Kişisel Vergi Oranı

$T_D$  = Yabancı Kaynaktan Sağlanan Gelirin Vergi Oranı

$D$  = Yabancı Kaynak Pazar Değeri.

Yukarıdaki formülde de görüldüğü gibi kaldıraçlı işletmelerin değeri, kaldıraçsız işletmelerin pazar değeri hesaplamalarına, kurumsal ve kişisel gelirlerin vergileri de dâhil edilerek işletme değeri oluşturulmaktadır. Eğer kurumsal ve kişisel vergiler hesaplamalara dâhil edilmemiş olsaydı; kaldıraçsız işletmelerin değeri, kaldıraçlı işletmelere göre daha düşük oranla gerçekleşecektir.

Miller yaklaşımından önce sermaye kazançları nedeniyle ödenen kişisel gelir vergileri, hesaplamalara dâhil edilmediği için işletme değerini düşürmektedir. Miller ise işletme değeri hesaplamalarına kurumsal ve kişisel vergileri de dâhil ederek daha gerçekçi sonuçlara ulaşmıştır. Buradan elde edilen sonuçla, Miller'in 1977



yılında ortaya çıkardığı yeni modelinde sermaye yapılarının oluşumu ve işletme değeri konusunda işletmelerin kurumsal kazançları nedeniyle ödedikleri vergilere ek olarak, bireysel gelir vergilerinin de sayısal olarak önemi belirtilmiştir.

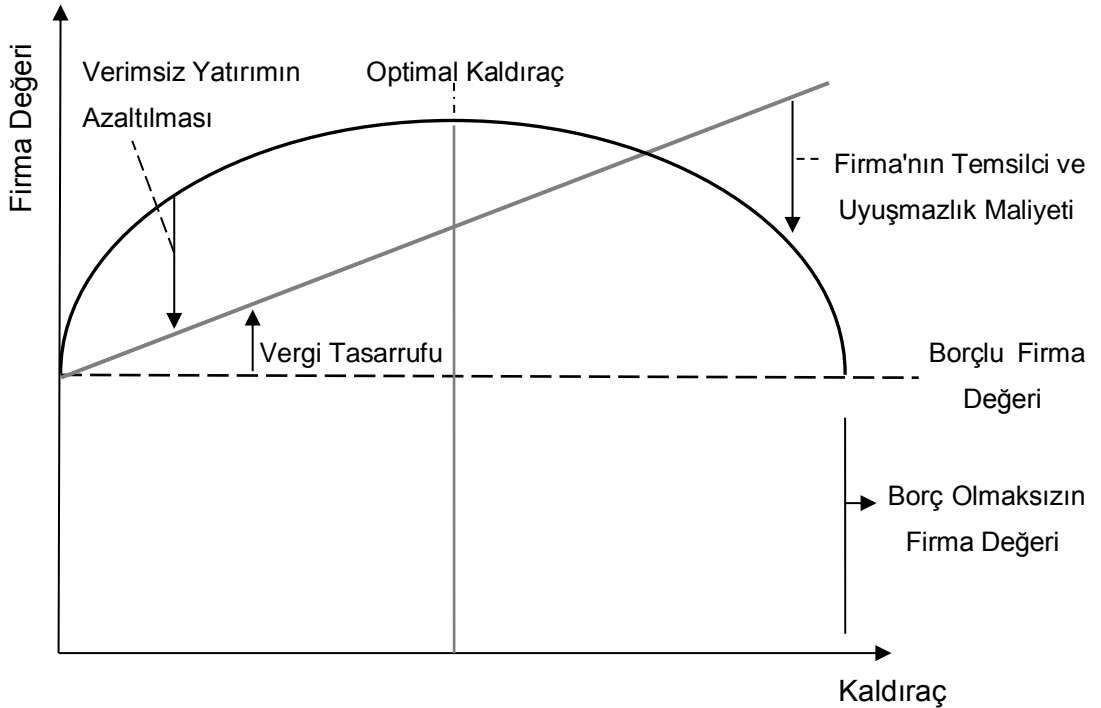
#### **2.2.4. Dengeleme (Trade-Off) Teorisi**

Optimal sermaye yapısı ile ilgili yapılan klasik çalışmalara; Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ve Geleneksel Yaklaşım ve daha sonrasında ise Modigliani ve Miller'in 1958 yılında yapmış olduğu ilk çalışması öncülük etmiştir. Ancak bu yaklaşımlar gerçek piyasa koşullarından uzaklaştırılarak ortaya çıkarıldığı için eleştiriler almıştır. Modigliani ve Miller'in 1963 yılında yapmış olduğu çalışmada, sermaye yapısı ile ilgili yaklaşımlar biraz daha esnetilerek gerçek piyasa koşullarına yakınlaştırılmıştır. Modigliani ve Miller, 1963 yılındaki bu çalışmalarına vergisel hesaplamaları da ekleyerek sermaye yapısı ile ilgili yapılacak olan daha sonraki çalışmalara temel oluşturmuşlardır. Miller ise 1977 yılında, daha önceki makalelerinde benimsediği yaklaşımlara, kurumlar vergisi ve kişisel vergi kavramlarını hesaplamalara dâhil ederek denge kuramının ortaya çıkmasını sağlamıştır (Sayılğan ve Uysal, 2011:103).

Miller'in yapmış olduğu çalışmaya, finans maliyetleri ve temsilcilik maliyetleri de eklenerek denge teorisi ortaya çıkarılmıştır. Bu teori yabancı kaynakların faydaları ve maliyetleri üzerine odaklanmıştır (Bontempi, 2002:2). Denge teorisi temel olarak, işletmelerin optimal sermaye yapısı oluşturulurken en düşük oranda öz kaynak finansmanı sağlayarak sermaye yapısının oluşturulmasıdır. Yabancı kaynak kullanımı esnasında denge teorisine göre dikkat edilmesi gereken nokta, yabancı kaynağın marjinal maliyeti ve faydasıdır. Yabancı kaynak kullanımı, marjinal maliyet ile marjinal fayda değerleri birbirine eşit olduğu durumlarda gerçekleştirilmelidir. Marjinal maliyet olarak ifade edilen, iflas ve temsilcilik maliyetidir. Temsilcilik maliyetlerini oluşturan temel etken, işletmelerdeki hissedarların işletme üzerinde kontrol ve performansı etkin olarak gözlemleyebilmelerine dayanmaktadır. Marjinal fayda ise yabancı kaynak kullanımından doğan faiz giderlerinin vergi matrahından düşürülmesini sağlayan vergi kalkını etkisidir (Scherr, 1988:148; Gülşen ve Ülkütaş, 2012:50; Küçükkaplan, Gözbaşı ve Nazlıoğlu, 2012:344).

Yöneticiler, işletmelerin performansını yüksek göstermek ve etkinliğini kanıtlamak için verimsiz projeler gerçekleştirebilirler. Bu projeler için firmanın kendi öz kaynakları yeterli olmayabilir. Yabancı kaynak kullanımında ödenen faizin vergi matrahından düşürülmesi verimsiz projelerde ve işletmenin diğer projelerinde büyük faydalar sağlamaktadır. Bu nedenle birçok işletmede yabancı kaynak daha çok tercih edilmektedir (Bontempi, 2002:2). Ancak işletmeler, denge teorisine göre marjinal fayda ve maliyetlerin eşit olduğu nokta olan optimal sermaye yapısına kadar yabancı kaynak kullanabilirler. Bu noktadan sonra yabancı kaynak kullanımının sağlamış olduğu vergi avantajı marjinal faydayı geride bırakacağı için işletmeye maddi maliyetler ve risk oluşturacaktır. Optimal sermaye noktasında kalmak, yani borcun marjinal fayda ve zararının eşit olduğu noktada kalmak işletme değerini artıracaktır. Bu denge korunmaz ise tam tersi bir durum oluşarak firmanın piyasa değerini düşürecek ve iflas riskini doğurarak finansal bunalım yaratacaktır. Denge teorisi ile oluşan bu riskler nedeniyle işletmeler, sürekli yabancı kaynak kullanamamaktadır (Besley ve Brigham, 2007:514) .

**Çizelge 8: Sermaye Yapısının Firma Değerine Etkisi**



**Kaynak: Koller, Goedhart & Wessels. (2010). Valuation: Measuring and Managing The Value Of Companies, McKinsey & Company Inc, Canada, s.478**

Çizelge 8, bir işletmenin piyasa değeri ile ilgili faktörlerin kombine etkisini göstermektedir. Verimsiz yatırımlara karşı koruyan gelişmiş işletme disiplini, faiz ve kazanç gibi değerlerden işletmelere vergi tasarrufu sağlar. Teorik olarak, işletmelerin kaldıraç oranı optimum model özelliklerine bağlı olarak işletmelere göre farklılıklar gösterebilir (Koller v.d., 2010:478). Benito (2003:8) ise borçlanma ve kaldıraç değeri arttıkça, işletmelerin değerinin artacağını savunmaktadır. İşletmelerde iflas riski arttığında, nakit akışı ve kârlılık da azalmaya başlayacaktır. Bu azalmaya binaen işletmeler, yabancı kaynağın vergi avantajından yararlanmak ve işletmeyi finansal olarak rahatlatmak için daha fazla borçlanma yoluna gideceklerdir. İşletmelerin finansal olarak ortaya çıkardığı bu tablo işletmenin riskini artıracaktır.

### **2.2.5. Finansal Hiyerarşi Teorisi**

Finansal piyasaların büyük bir çoğunluğunda genel olarak asimetric bilgi belirgindir. Sayısız finansal piyasalarda, yatırımcılar ve yöneticiler arasındaki bilgi farklılıkları karakterize edilmiştir. Bunu daha çok piyasa katılımcıları arasında doğrudan bilgi transferini engellemek olarak adlandırırız (Brealey, Leland, ve Pyle, 1977:371). Bu düşünceler eşliğinde asimetric bilgi sorununun var olduğunu savunan finansman hiyerarşisi modeli ilk kez, Myers ve Majluf (1984) tarafından gündeme getirilmiştir (Sarioğlu, Kurun ve Güzeldere, 2013:483; Küçük Kaplan v.d., 2012:345). Bu modelde temel olarak ele alınan; yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki bilgi sorununun var olmasıdır. Yöneticilerin, işletme hakkında yatırımcılardan çok daha farklı bilgilere sahip olmasından kaynaklanan bu durum asimetric bilgi olarak adlandırılmıştır (Yıldırım ve Eceyurt, 2012:365; Sayılğan ve Uysal, 2011:104; Gülşen ve Ülkütaş, 2012:50).

İşletme yöneticileri, işletmenin faaliyeti ve geleceğe yönelik yatırımları konusunda yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptir (Liesz, 2001:2). Bilgi tutarsızlığının sonucunda işletmeler, bu asimetric bilgileri analiz ederek yatırım sorunlarını önlemeye çalışmışlardır. Ancak bu girişim başarısız olmakla birlikte, Myers ve Majluf'un (1984) bazı kurumsal finansman tercihlerini açıklamaları konusunda önderlik etmiştir. Asimetric bilgi konusunda ilk sorun, yatırım aracı olan hisse senetlerinin fiyatlarında karşılıklı bir denge kurulamamasıdır (Myers ve Majluf, 1984:188).

Finansal pazarlarda, katılımcıların bilgi düzeyinin farklı olması ile sözleşmelerin kontrol ve uygulanma süreçlerinin maliyetli olması, mevcut koşullarda yöneticilerden farklı olarak asimetrik bilgi sorunu ortaya çıkarmıştır (Mattesini, 1993:27). Bu gibi bilgi farklılıklarından doğan sorunlar pazar dengesinin bozulmasına ve piyasaların finansal olarak en iyi olma özelliğini kaybetmesine neden olmaktadır. Finansal pazarlar sadece ürün dolaşımına aracılık etmekle kalmayıp, aynı zamanda karar alma sürecine de yardımcı olmaktadır. Asimetrik bilgi farkı nedeniyle, yöneticiler ve yatırımcılar bazen farklı kararlar alabilmektedir. Alınan farklı kararlar sonucunda farklı yatırımlar yapılabilen ve finansal olarak bazı kötü sonuçlar oluşmaktadır. Finansman hiyerarşisi modelinin ortaya çıkmasına etki eden esas düşünce de bu bilgi farklılıklarının mevcut olmasıdır (Aras ve Müslümov, 2003:8).

İşletme hakkında yöneticilerden daha az bilgiye sahip olan yatırımcılar, yöneticilerin ancak pay senetleri aşırı değerlendirildiğinde pay senedi çıkaracaklarını veya pay senedi çıkarım zamanını bu şekilde ayarlamaya çalışacaklarını düşünerek yatırım kararları alırlar. İşletmelerde yeni pay senedi çıkaracaklarında düşük fiyatlı çıkarmak zorunda kalacaklardır. Bundan dolayı işletmeler, yeni yatırım fırsatlarını dış fonlara ihtiyaç duymadan iç fonlarla gerçekleştirmeye çalışarak, verimli olarak düşündükleri yatırım projelerini değerlendirme amacıyla nakit şeklinde hazır rezerv oluştururlar. Yatırımcılar, işletmelerin borç kapasitesini tüketmeden pay senedi almayarak, yöneticilerin pay senedi yüksek fiyatlı olduğu sürece pay senedi çıkaracaklarını ve düşük fiyatlı olduğu sürece borçlanacaklarını varsayarak hareket edecektir. Böylece yatırımcılar, işletmenin finansal hiyerarşiyi takip etmesini sağlayacaklardır. Bilgi asimetrisinin olduğu bir ortamda, dış fon seçiminde borcun pay senedi ihraç etmeye tercih edilmesinin bir diğer nedeni, borçlanmanın pay senedi ihracına oranla daha düşük maliyetli olmasıdır (Okuyan ve Taşçı, 2010:59).

İşletme yöneticileri, firma performansını göz önünde tutabilmek için yeni yatırımlar yapmak isteyecekler ya da avantajlı bir yatırımı finansal sorunlardan dolayı gerçekleştirmekte zorlanacaklardır. Buna benzer birçok nedenden dolayı işletmeler finansal sorunlar yaşarlar. Finansal hiyerarşi teorisine göre bu gibi durumlarda işletmeler, finans ihtiyaçlarını öncelikli olarak işletmelerin kendi kaynakları yani öz kaynaklarından karşılama yoluna gidecekler. Bu şekilde finansman ihtiyacını karşılayamazlarsa ikinci seçenek olarak, borçlanma yoluna gideceklerdir. Her iki şekilde de finansman ihtiyacı karşılanamazsa son yöntem olarak hisse senedi ihracına başvuracaklardır. Böylece finansman ihtiyacı bir hiyerarşi güdülerek

karşılanmış olacak olup, finansal hiyerarşi teorisi gerçekleşecektir (Kabakçı, 2008:168; Sarioğlu vd., 2013:483, Küçükkaplan vd., 2012:345, Liesz, 2001:2).

Yatırımcılar, yöneticiler ile aralarındaki asimetrik bilgi sorununu göz önüne alarak, firmanın yeni ihraçlarını duyurduğunda yeni ve mevcut hisse senetlerini düşük fiyatlandırır. Bu nedenden dolayı işletme, asimetrik bilgi maliyetini en düşük seviyeye indirebilmek için yatırımlarının finansmanında, öncelikle iç kaynaklara yönelir. İşletmeler, kâr dağıtım politikalarını gelecekte gerçekleşmesi muhtemel yatırımların finansmanını düşünerek belirlese de, öz kaynakların yetersiz kalması muhtemel sonuçlardandır. Bir finansman açığı söz konusu olursa, işletme borçlanma yoluna gidecek, borçlanamaz hale geldiğinde ise son yöntem olarak hisse senedi çıkaracaktır. İşletmenin borç politikası, hiyerarşik finansmanın kümülatif sonucudur. Finansman hiyerarşisi kuramına göre, işletmelerin hedef edindiği herhangi bir borç ve optimal sermaye oranı yoktur (Sayılğan ve Uysal, 2011:104). Yabancı kaynaklara başvurarak finansman elde etmek de asimetrik bilgi sorunlarının bir sonucudur (Sunder ve Myers, 1999:223).

Finansal hiyerarşi teorisi, işletmelerin finansman kararları için tercih edilen bir hiyerarşidir. İşletmelerin finansman maliyetleri incelendiğinde; firmanın kendi öz kaynaklarından finansman elde etmesi, diğerlerinin yüklemiş olduğu maliyetleri işletmeye yüklememektedir. Yabancı kaynaklardan elde edilen finansmanın maliyeti ise hisse senedi ihraç edilerek elde edilen finansmanın maliyetinden düşüktür. Bu nedenle işletmeye finansman sağlanırken hiyerarşinin takip edilmesi, maliyet avantajı sağlamaktadır.

### **2.2.6. Temsilcilik Maliyeti Teorisi**

Ulusal ve Uluslararası pazarda her geçen gün büyüyerek gelişen işletmeler daha da karmaşık ve geniş bir yapıya bürünmektedirler. İşletmelerin ve faaliyetlerinin büyümesi, işletmelerin yönetim ve idamesinin de giderek daha güç duruma gelmesine neden olmaktadır. Bunun gibi birçok nedenden dolayı hissedarlar, işletmelerini yeterince kontrol edemez ve denetleyemez hale gelmektedir. Bu tür komplike durumların olumsuz etkisini en az seviyeye indirgeyebilmek adına, kontrol ve denetim görevlerini hissedarlar adına başkaları yapmak zorunda kalmıştır.

Tanrıöven ve Aksoy'a (2010:217) göre, hissedarlar işletmelerin en iyi şekilde idamesi için profesyonel yöneticilerden yararlanmaya yönelirken buna bağlı olarak da teoride "agency problem" olarak bilinen temsilci maliyetleri ile karşı karşıya kaldıklarını vurgulamışlardır. Temsilcilik maliyetleri temel olarak üç unsurdan oluşmaktadır:

- 1) Yönetici faaliyetlerini takip etmek amacıyla yapılan (örneğin; denetim) maliyetler,
- 2) İstenmeyen yönetsel davranışları azaltmaya yönelik olarak katlanılan maliyetler (örneğin; yönetim kurullarına dışsal yatırımcıların atanması gibi maliyetler),
- 3) Fırsat maliyetleri olup, yöneticilerin karar almada ortaklara başvurması sürecinde kaçırılan net kazançlardan oluşmaktadır.

Temsilcilik Maliyeti Teorisini ilk olarak savunan Jensen ve Meckling (1976), makalelerinde teoriyi temel yapı taşlarıyla aktarmışlardır. Temsilcilik maliyeti teorisini temel olarak, yöneticilerin anormal faaliyetlerini takip adına katlandığımız maliyet olarak adlandırabiliriz. Daha açık ifade etmek gerekirse; yöneticilerin, hissedarlar ve işletme adına olumlu olmayan yatırım kararları ve faaliyetlerinden önceden haberdar edilerek olumsuz sonuçlar oluşmasını engellemek olarak da özetleyebiliriz. Burada amaç, işletmenin yatırım kararlarını ve faaliyetlerini daha az maliyetle sonuçlandırmaktır. Her ne kadar maliyet en az seviyeye indirmek istense de, işletme için en optimal kararları sıfır maliyetle sonuçlandırmak genellikle imkansızdır (Jensen ve Meckling, 1976:311).

Temsilci sorununa muhatap olan işletmeleri tanımlamak adına işletmeler incelendiğinde; küçük işletmelerde sahiplik ve yöneticilik aynı kişiler üzerinden yürütülmektedir. Dolayısıyla temsilcilik sorunu gibi bir etkenle karşılaşmamaktadırlar. Büyük ölçekli işletme konumundaki işletmelerde ise fonksiyonel sorumluluk, görevlerin fazlaşması, zaman ve bilgi sorunu nedeniyle yönetsel yetkiler profesyonel yöneticilere devredilmiştir. Böylece hem sorumluluklar hafifletilmiş olup hem de daha uzman kişilerce bu görevlerin yürütülmesi sağlanarak birçok avantajdan yararlanılmaya çalışılmaktadır (Akın, 2004:129). Bu şekilde yapılanmış işletmeleri büyük işletmeler, hissedarlar ile yöneticiler arasındaki ilişkiyi ise temsilcilik ilişkisi olarak adlandırırız.

Bu noktada oluşan Temsilcilik teorisi, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki ilişkinin başka bir şahıs tarafından incelenmesi, daha da odaklamak gerekirse insanlar arasındaki asil-vekil münasebetini inceleyen bir teoridir. Yöneticilerin en verimli bir şekilde hissedarlar lehine çalışması için yapılan bir sözleşme olarak da adlandırılabilir (Eisenhadrt, 1989:58).

Yöneticiler ile hissedarlar arasında işletme adına bazı farklar vardır. Örneğin; hissedarlar işletmenin geleceği hakkında yöneticiler kadar bilgiye sahip değildirler. Bu nedenle işletmelerde bilgi farklılıklarından dolayı bazı problemlerin oluşması anormal değildir (Frielinghaus, Mostert ve Firer, 2005:13; Altıntaş, 2008:88). İşletmelerde ortaya çıkan temsilci problemlerinin nedenleri olarak; yönetici ve hissedarlar ile hissedarlar ve firma alacaklıları arasındaki çıkar çatışmalarını sıralayabiliriz. Yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışması; yöneticilerin risk almamak için finansal kaldıraçtan optimal düzeyde yararlanmamasıdır. Buna ek olarak yöneticilerin şirket araçları ve gider hesapları gibi kendilerine tanınan birtakım ayrıcalıkları, kendi çıkarları doğrultusunda bağımsız olarak kullanıp aşırı harcamaya gitmeleri sonucunda yaşanmaktadır (Demirhan, 2009:680). Block (1993:201) bu konuda, yöneticilerin işletme hakkında hissedarlardan daha sınırlı bir güce sahip olmalarına rağmen, işletme hakkında verilecek kararları bir şekilde kişisel düşünerek kendi çıkarları doğrultusunda vereceklerini düşünmektedir. Alacaklılar ile yönetici arasındaki ilişki de, yüksek borç oranı bir disiplin aracı gibi çalışarak yöneticileri faiz ödemelerini karşılayabilmek üzere daha sıkı çalışmaya zorlayacak ve bu şekilde alacaklıların ödemeleri zamanında tamamlanacaktır. Tam tersi bir durum olarak düşünüldüğünde, finans kuruluşları işletmenin kârlı yatırımlarına finans sağlayarak kar payı almayı amaçlarlar (Demirhan, 2009:680).

Ünlü, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu'nun (2011:202) yapmış olduğu araştırmaya göre, temsilci maliyeti hipotezinde temsilci maliyetini azaltmak için yöneticilerin hissedar yapılarak işletmenin sermaye payından hisse verilmesinin sonucunda, firmanın hisse senetlerinin fiyatı ve değeri yükselmektedir.

İşletmelerde oluşan çıkar çatışmaları, işletmelerin faaliyetlerini tam olarak yerine getirmelerini sekteye uğratabilecek ve olumsuz sonuçlar doğurabilecek düzeylere gelebilir. Bu çıkar çatışmaları yüzünden, vekillerin yeterince çalışmamlarından dolayı işlerin aksaması ve kârlı yatırım fırsatlarının gözden kaçırılması gibi sonuçlar ortaya çıkabilir. Çıkar çatışmaları ayrıca şirketin karına olumsuz etki yapacak derecede şirkete izleme maliyetleri, tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşma

maliyetleri ve önlenemeyen kayıplar gibi maliyetleri yüklerler. Ayrıca son yıllarda meydana gelen krizlerde, temsilcilik ilişkileri içinde olan tarafların birbirleriyle olan çıkar çatışmalarının şirketleri iflaslara kadar götürebildiği örnekler mevcuttur (Enron, Parmalat, Worldcom gibi büyük şirketlerin krizleri). 2008 yılındaki finansal krize, bir nevi başlangıç noktası olarak da kabul edilen temsilcilik ilişkilerinin yol açtığı sorunlardan kaynaklanması, bu konunun çok önemli etkiye sahip olduğu ispatlanmaktadır (Ayrıçay ve Kalkan, 2013:154).

### **2.2.7. Piyasa Zamanlaması Teorisi**

Piyasa Zamanlaması Teorisini, yaptığı çalışmalarla ilk olarak 2002 yılında Baker ve Wurgler ortaya çıkarmıştır. Bu teoride temel yaklaşım; işletmelerin, hisse senedi fiyatlarının yüksek olduğu dönemde hisse senedi ihraç edilip, düşük olduğu dönemde ise tekrar satın alınmasıdır. Yani yöneticiler, piyasanın canlanacağını ve işletme değerinin artacağını düşünüyorsa hisse senetleri miktarını artıracak, tam tersi bir durum söz konusu ise hisse senetleri miktarını azaltacaktır (Graham and Harvey, 1997/1997:8). Bu yaklaşımda savunulan düşünce, piyasadaki dalgalanmaya istinaden sermaye yapısı oluşturulurken sermayenin hisse senedi ihracı veya borçlanma yoluyla en az maliyetle oluşturulmasıdır. Borçlanma maliyetinin düşük olduğu dönemlerde borçlanmaya ağırlık vererek, işletmenin hisse senetleri fiyatının yüksek olduğu dönemlerde ise hisse senedi ihraç edilmesi yoluyla dönemsel olarak ortaya çıkan fırsatları değerlendirmesi sonucu, sermaye yapısının oluşumu savunulmaktadır. Piyasa Zamanlama Teorisi, konuya davranışsal finans açısından yaklaşarak temelde işletmelerin, maliyetlerin en uygun olduğu finansman türünü seçerek, işletmelerin sermaye ihtiyaçlarını karşılamak üzere oluşturdukları finans yapısı varsayımına dayanmaktadır (Baker ve Wurgler, 2002:1; Halaç ve Durak, 2013:500).

Piyasa Zamanlaması Teorisi ile ilgili çalışmaları ilk olarak Baker ve Wurgler (2002) yayınlamış olsa da bu konu ile ilgili çalışmaların geçmişi daha eskilere dayanmaktadır. Bu konuda çalışmalar yapan Taggart (1977:1484) yaptığı araştırmada, işletmelerin hisse senedi fiyatlarının düştüğü dönemlerde borçlanma, hisse senedi fiyatlarının yüksek olduğu dönemlerde yeni hisse senedi ihracı finansman sağladıklarını keşfetmiştir. Taggart; zamanlama stratejisi olarak adlandırdığı bu yöntemle, işletmelerin amaçlarına daha hızlı ve daha az maliyetle ulaşabileceklerini savunmuştur. Hisse senedi ihracının zamanlaması ile daha az



maliyetli sermaye yapılarının oluşturulmasına öncülük etmesinin, faiz ve borsa zamanlaması konusunda ise ilgililerin çalışma yapması için yönlendirilmesi gerektiğini savunmuştur. Tagart (1977) bu çalışması ile Piyasa Zamanlaması Teorisinin ortaya çıkmasına öncülük etmiştir.

Baker ve Wurgler'in (2002) çalışmasının sonuçlarına göre, piyasa zamanlamasının sermaye yapısı üzerinde büyük ve kalıcı bir etkisi olduğu görülmektedir. Bu araştırmancının sonucuna, düşük kaldıraç kullanan firmaların sermaye yapılarının piyasa değeri/defter değeri oranı kullanılarak ölçüldüğünde; yüksek kaldıraç kullanan firmaların piyasa değeri düşüken fonlarını artırdığı, piyasa değeri yüksekken ise fonlarını azalttığı sonucuna ulaşılmıştır (Yıldırım ve Eceyurt, 2012:365). Yöneticiler, işletmenin öz kaynak değeri dilüsyonunun hissedarlar tarafından yeterince önemsenmediğini düşündüğü zaman ve öz kaynak maliyetlerini azaltmak için piyasa zamanlaması tekniklerini kullanabilirler (Barclay ve Smith, 2005:17).

### **2.2.8. Sinyal Teorisi**

Sinyal teorisi de, asimetrik bilgi kavramının bir benzeri olup esas değinilmesi gereken nokta yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki bilgi farklılıklarının var olmasıdır. Yatırımcılar işletme hakkında yöneticiler kadar bilgiye sahip olduklarını düşünürler. Ancak bilinen bir gerçek söz konusudur ki, bir işletmede en fazla bilgi sahibi olan kişiler yöneticilerdir. Hissedarlar dahi işletme hakkında yöneticiler kadar bilgiye sahip olamayabilirler. Yatırımcılar işletme hakkında belirli düzeyde bilgiye sahip olsalar da işletmenin geleceği hakkındaki bilgileri çok kısıtlıdır.

Sinyal teorisi, sadece işletmelerin sermaye yapısı birleşimleri olarak incelenmesinin yanı sıra ayrıca arbitraj farkının olmasından dolayı ekonomik yaklaşım ve finans ilişkisi olarak da değerlendirilmelidir. Yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki bilgi farklılıkları çok önemlidir. Çünkü bu bilgi farklılıkları işletmenin optimal sermaye yapısını etkileyebilmektedir.

Sinyal teorisine, ilk olarak çalışmalarında değinen kişi Stephen Ross'dur (1977). Başlangıçta Ross (1977) tarafından ortaya atılan bu düşünce, rekabetçi sermaye ve borç finansmanının arbitraj riskine göre getirilerin dengelenmesi fikrine dayanmaktadır. Arbitraj temel olarak, aynı varlığı ucuz alarak daha pahalı bir şekilde

satılmaktadır. Bir ihtimal sermaye varlıklarının değerlendirilmesinde en önemli soru arbitraj fiyatlandırmasıdır (Van Horne ve Wachowicz, 2002:116). Ross (1977) tarafından ortaya atılan bu teoride, yöneticilerin kaldıraç oranında yapmış oldukları değişiklikler yatırımcıların bilgileri dışında olması nedeniyle, yatırımcıların işletme değerini olduğundan az ya da daha fazla belirlemek adına bir sinyal olarak değerlendirdikleri varsayılmaktadır. Kaldıraç oranını yöneticiler belirlemekte olup, yatırımcıların bu bilgilere ulaşması biraz daha güç olmaktadır. Yatırımcılar için kaldıraç oranının artmasının sinyali, işletmenin borç kullanabileceği anlamına gelmektedir. İşletmelerin yabancı kaynak kullanmaları, yatırımcılar için işletme adına bir sinyal olarak algılanmasına sebep olacaktır. Ayrıca yöneticiler işletmenin gelirlerinin nasıl kullanılacağı konusunda bilgi sahibidir, yatırımcılar ise bu konuda bilgi sahibi değildirler (Ross, 1977:23).

Bu teoriye göre piyasa değeri yüksek olan işletmeler, finansman için daha çok yabancı kaynakları tercih etmektedirler (Heinkel, 1982:1141). İşletmenin gelecekteki yatırımları da bu yabancı kaynaklardan finanse edileceği düşünülür. İşletmenin borç düzeyinin artması, işletmenin değerinin artacağı anlamına gelir ve bu da yatırımcılar için güvenilir işletme sinyali olarak algılanır. Piyasa değeri yüksek olan işletmelerin kaldıraç oranı da yüksek olacağı için borçlanmayı destekleyecektir. Aksi takdirde hisse senedi ihracı, işletmenin finansal durumunun riskli olduğu varsayımını yaratacak ve işletme değerini düşürecektir. Düşük kalitedeki firmalar herhangi bir borç düzeyinde, yüksek marjinal iflas maliyetine sahiptirler. Bu nedenle düşük kalitedeki firmaların yöneticileri borç alarak yüksek kalitedeki firmaları taklit etmeleri olanaksızdır (Harris ve Raviv, 1991:311). Hisse senedi ihraç etmek, işletmenin finansal olarak sıkıntılı olduğunu ve finansman kaynağı elde edemediğinin de bir göstergesi olabilir. Bu durumda yatırımcılara işletmenin durumu hakkında bir sinyal gösterilmiş olduğu düşünülmektedir.

Hisse senedi ihracı yoluyla finansman elde edilmesi sinyal teorisine göre olumlu bir davranış olmayıp, yatırımcılar tarafından olumsuz sinyal olarak algılanmaktadır. Bunun sebebi, yöneticiler işletmenin mevcut hissedarlarını kollamak için hisse senetlerini yüksek fiyatla satışa çıkaracaktır. Yeni hissedarlar, işletmenin hisse senetlerini bu şekilde değerinin üzerinde satın almış olacaklardır. Bu durum işletme için olumsuz bir imaj olarak algılanmaktadır. Finansal olarak güçlü olan işletmelerin yöneticileri bile bu sebepten dolayı, yeni hisse senedi ihracı yoluyla finansman elde etmeyi tercih etmemektedirler (Miller ve Rock, 1985:1032; Fıratoğlu, 2005:6).

İşletmelerin getiri değerlerinin dengesiz olduğu durumlarda, işletmenin piyasa değeri bütün finansal aşamalarda sabit tutulmalıdır. Risk sınıfı konsepti sayesinde, sermaye yapısı teorilerin zarif bir şekilde modası geçmiştir. Bu durumun finansal piyasalardaki mükemmellik ve rekabetin sonucu olarak oluştuğu düşünülmektedir. İşletmelerin, şu anki piyasa koşullarında finansal yapısı, sermaye yapısı teorilerinin basit değişikliklerinden etkilenmeyebilir. Borç-öz kaynak ilişkisinde, firmanın satın alınması ve benzeri nedenlerle işletme değerinin düşmesi, bireylerin arbitraj karı elde ederek faydalarını maksimum yapmalarına neden olacaktır (Ross, 1977:23).

Sonuç olarak sermaye yapısı teorileri işletmelerin; sermaye yapısı, piyasa değeri, yatırım kararları, vergi, finans kaynağı, kârlılık, verimlilik, işletmenin iç ve dış riskleri, kaldıraç oranları ve benzeri faktörlerle işletmelerin faaliyeti ve devamlılığı açısından önem arz etmektedir.

Finans yöneticileri, sermaye yapısını oluşturmada optimum sermaye noktasını sağlamaya çalışırken, kaynaklar arasında yapılacak tercihteki amacın firma değerini maksimize etmek olacağı baz alınır. Optimum sermaye noktasında ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin minimum olması en temel etkendir. Optimum sermaye yapısıyla ilgili literatürde farklı teoriler bulunmaktadır. Sermaye yapısı teorilerini kullanarak optimum sermaye noktasının olmadığını savunanlarla birlikte, bu optimum sermaye noktasının farklı şekillerde ulaşılabilir olduğunu savunan teoriler de mevcuttur (Yener ve Karakuş, 2012:78). Sermaye bileşimleri ile ilgili yapılan bütün çalışmalar işletmelerin tam olarak nasıl bir sermaye yapısına sahip olacağını net bir şekilde ifade edememektedir. Çünkü işletmeler birbirlerinden çok daha farklı piyasa koşullarına sahiptir. Bu nedenle bir işletme için olumlu sonuçlar veren sermaye yapısı teorileri diğer işletmeler için olumsuz sonuç verebilir. Sermaye yapısı teorileri, işletmelere kaynak bileşimleri konusunda birebir oranlama verememekte olup sadece işletmelere kaynak bileşimleri ve işletme değeri konusunda yol gösterici bir konum sergilemektedirler.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### İŞLETMELERİN SAHİPLİK YAPISINA İLİŞKİN LİTERATÜRÜN İNCELENMESİ

#### 3.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Yapılan Çalışmalar

İşletmelerin sahiplik yapısının, işletme üzerindeki etkileri konusunda daha önce çalışmalar yapılmıştır. Sahiplik yapısının işletme ile ilgili birçok stratejik kararda büyük etkisinin olduğu düşünülmektedir. İşletme ile ilgili stratejik kararlardan bir tanesi de, işletmelerin sermaye yapılarıdır. Geçmişte yapılan araştırmalar, işletmelerin sahiplik yapılarının etkilerini ortaya çıkarmakla beraber daha sonra yapılan çalışmalara da örnek teşkil etmektedirler. Oswald ve Jahera'ya (1991:321) göre, gelecek yıllarda sahiplik yapısı ve etkileri, ilginç ve geniş kapsamlı bir araştırma konusu olacak ve daha önce yapılan çalışmalar yeni çalışmaları teşvik edecektir. Bu düşünce kapsamında, uygulama öncesi sahiplik ve sermaye yapısı ile ilgili daha önce yapılan çalışmalar sergilenerek, bu çalışmaların ışığında uygulama hipotezleri oluşturulmuştur.

Abu-Serdaneh, Zuriekat ve Al-Sheikh (2010), üretim işletmelerinin sermaye yapısı ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Bu kapsamda Ürdün'deki 56 adet üretim işletmesinin beş yıllık panel verilerinden yola çıkılarak firma performansı üzerindeki, sahiplik yapısı ve diğer açıklayıcı faktörlerin etkileri incelemiştir. Ancak, kârlılık ile yabancı sahipliği ve yönetici sahipliği değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki olmadığını tespit etmişlerdir. Kurumsal yatırımcı sahipliği ile beraber öz kaynak miktarının artmasının kârlılığı azalttığını ve mülkiyet yoğunlaşması arttıkça kârlılığın arttığını ortaya çıkarmışlardır.

Arosa, Iturralde ve Maseda (2010), İspanyol piyasasında listelenmeyen işletmelerde, sermaye yapısının işletme performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırma kapsamında 586 İspanyol işletmesinin verileri incelemiştir. Mülkiyet sahipliğinin az yoğun ve çok yoğun olduğu işletmeler incelenerek karşılaştırılma yapılmıştır. Araştırma sonucunda mülkiyet yoğunlaşması ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Elyasiani ve Jia (2010), kurumsal sahipliğin işletme performansına etkileri başlıklı çalışmalarında, mülkiyet yapısının işletmelere olan etkilerini araştırmışlardır. Araştırmanın sonucunda işletmelerde mülkiyet yoğunlaşması ve kurumsal sahiplik arttıkça, işletme performansının arttığı tespit edilmiştir. Ayrıca istikrarlı bir ortaklık yapısının olması, işletme performansı üzerinde pozitif etki yaptığı sonucuna ulaşılmıştır.

Margaritis ve Psillaki (2008) sermaye yapısı, sermaye sahipliği ve firma performansı arasında istatistiksel olarak bir ilişkinin olup olmadığını araştırmışlardır. Bu bağlamda Fransız imalat işletmelerinin finansal verilerini kullanarak; sermaye yapısı, sahiplik yapısı ve farklı sektörlerdeki işletmelerin firma performansı arasındaki ilişki analiz edilmiştir. İşletme performansı olarak üretim verimliliği, işletme etkinliğini ölçmek için ise non-parametrik veri zarflama analizi (DEA) yöntemleri esas alınmıştır. Mülkiyet yoğunluğunun yüksek kaldıraçlı firmaları etkilemediği ancak düşük kaldıraçlı firmalarda daha az öz kaynak ile çalışılmasını sağladığı ve aktif kârlılığı artırdığı tespit edilmiştir.

Lovisuth, Fairchild ve Rathinasamy (2007), sermaye yapısı ve pazar gücünün etkileşimleri çerçevesinde 1997-2004 yılları arasındaki 8 yıllık dönemde, üretim işletmesi olan 223 Tayland işletmesinin verileri analiz edilmiştir. Sermaye yapısı ile pazar gücü arasındaki ilişkiyi ve piyasa gücü veya ürün farklılaşmasının etkilerini tespit etmek amacıyla, olağan en küçük kareler (EKK) yöntemi, regresyon sabit etkiler ve iki yönlü varyans modelleri kullanılmıştır. Ortaya çıkan sonuçlar neticesinde, sermaye yapısı ve piyasa gücü arasında doğrusal olmayan bir ilişki bulunmuştur. Aynı şekilde araştırma sonucunda, sermaye yapısı ve firma değeri konusunda doğrusal olmayan ilişki tespit edilmiştir.

Bohren ve Odegaard (2005), 2003 ve 2005 yılları arasında yapmış oldukları çalışmada Oslo borsalarında faaliyet gösteren işletmeleri incelenmişlerdir. Bu kapsamda mülkiyet yoğunlaşması ve yönetim kurulunun yapısına bağlı olarak, işletme kârlılığının arttığını tespit etmişlerdir. Bu nedenle mülkiyet yapısı ve işletme kârlılığı arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Doesomsak, Puaudyal ve Pescetto (2004), sermaye yapısının belirleyicilerini Asya Pasifik bölgesindeki işletmelerde araştırmışlardır. Tayland, Malezya, Singapur ve Avustralya'nın da arasında bulunduğu, Asya Pasifik bölgesinde faaliyet gösteren dört ülkenin işletmelerinin sermaye yapısı belirleyicileri incelenmiştir. Çalışmaya; 294 Tayland, 669 Malezya, 345 Singapur ve 219 Avustralya işletmesi konu olmuştur. Sonuç olarak, işletmelerin sermaye yapısı kararlarının belirleyicileri üzerine yaptıkları analizde sermaye yapısı teorilerinin desteklediği biçimde, borçlanma ile işletme büyüklüğü arasında pozitif bir ilişki, büyüme fırsatları, vergi kalkanı, likidite ve hisse senedi fiyat performansları arasında ise negatif ilişki tespit etmişlerdir. 1997 finansal krizinin de bölgedeki işletmelerin sermaye yapısı kararı üzerinde önemli ve farklı etkiye sahip olduğu sonucu da bulunmuştur.

Hiraki, Inoue, Ito, Kuroki ve Masuda (2003), Japonya'da kurumsal yönetim ve işletme değeri arasındaki ilişkiyi araştırmış olup işletmelerin 1985-1998 yılları arasındaki finansal verileri analiz edilmiştir. Tokyo Menkul Kıymetler Borsası (TSE) 1985-1998 dönemi boyunca üretim işletmelerinin finansal verileri, panel veri ve tobin-q ölçütü baz alınarak yapılan analizler sonucunda, yönetici sahipliği ile performans arasında pozitif bir ilişkinin varlığı saptanmıştır.

Zheka (2003), işletmelerin yönetim ve sermaye yapılarının incelenmesi kapsamında, Ukrayna'da faaliyet gösteren 283 işletmenin 2000–2001 yılları arasındaki verilerinden hareketle, firmanın sahiplik yapısının firma etkinliği üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmanın sonuçlarına göre, yönetici sahipliğinin verimlilik üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Buna binaen yabancı sermayeli firmaların verimsiz olduğu ancak yönetim kalitesi üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu bulunmuştur. Devlet sahipliği ve mülkiyet yoğunlaşması verimliliği artırmış olup kurumsal yönetimin kalitesi yerel ortaklı firmaların verimliliği üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Berger ve Patti (2002) işletmelerin sahipliği ve etkilerini bankacılık sektöründeki şirketler üzerinde araştırmıştır. ABD'de faaliyet gösteren 695 finans kuruluşunun 1990-1995 yılları arasındaki 6 yıllık finansal verileri incelenmiştir. İşletmelerin sermaye yapısı olarak sadece öz kaynak boyutu analiz edilmiştir. Sahiplik yapısı ile performans arasında monoton olmayan bir ilişkinin varlığının söz konusu olduğunu öne sürmektedirler. Çalışma sonucunda sahiplik yapısının firma performansını etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Mitton (2002), 1997 ve 1998 yıllarında, Doğu Asya finansal krizinin işletmelerin performansı üzerinde büyük etkisi olduğunu varsaymaktadır. Bu nedenle kurumsal yönetimin ve sahiplik etkisinin karşılaştırmalı olarak incelenmesi için Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland ülkelerindeki 399 işletmenin finansal verilerini incelemiştir. İşletmelerin hisse senedi getirilerinin temel alındığı çalışmada, mülkiyet sahipliği yoğunlaşan işletmelerin kriz dönemlerinde daha iyi performans sergilediği ancak buna karşın mülkiyeti daha az olan işletmelerin daha kötü performans sergiledikleri sonucuna ulaşmıştır.

Demsetz ve Villalonga (2001), sahiplik yapısının çok boyutlu bir yapı ve içsel bir değişken olduğunu kabul ederek ve bu etkenin işletme performansı ile ilişkisini incelemiştir. Çalışmalarında sahiplik yapısı ile işletme performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Ayrıca veri seti aracılığı ile sahiplik yapısı ve işletme performansı arasında hiçbir sistematik ilişki beklenemeyeceğini de savunmuşlardır.

Booth Aivazian, Demircuc-Kunt ve Maksimovic (2001) gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerin sermaye yapısını incelemiştir. İncelemeye istinaden, gelişmekte olan 10 ülkedeki işletmelerin finansal verileri temel alınmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin işletmelerinin verileri ile yerel olarak seçilen bir işletmenin verilerinin karşılaştırması yapılmıştır. Bu şekilde çalışmada elde edilen sonuçların daha saydam olmasını sağlamışlardır. Sermaye yapılarıyla ilgili bulgularında, işletmelerin farklı finansal piyasalarda faaliyet sürdürüyor olmalarına rağmen sermaye yapısı faktörlerinin benzer olduklarını tespit ederek, kârlılık ve borçlanma arasında negatif bir ilişki olduğunu saptamışlardır.

Thomsen ve Pedersen (2000) işletmelerin sahiplik yapısı ve finansal performansı kapsamında 12 Avrupa ülkesi olan; Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, İngiltere, İtalya, Hollanda, Norveç, İspanya ve İsveç ülkelerinden en büyük işletmeler seçilerek toplam 435 işletmenin performansı ve sahiplik yapısı araştırılmıştır. Aile işletmelerinin diğerlerine göre işletme değerinin yüksek olduğu ve satış büyümelerinde de önemli artış olduğunu tespit etmişlerdir. Sonuç olarak sahiplik yapısı ve işletme performansı aynı zamanda işletme değeri arasında olumlu bir ilişki tespit edilmiştir.

Lehmann ve Weigand (2000), yönetici sahipliği bulunan işletmelerin performanslarının ve kârlılığının yüksek olduğunu varsaymışlardır. Bu kapsamda Almanya'daki işletmelerin kurumsal performansı ve sahiplik yapısını araştırmak için 361 Alman işletmesinin 1991-1996 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Araştırma kapsamında sahiplik yoğunlaşmasının, işletme performansına olan etkilerini ve yönetici sahipliğinin belirgin özelliklerini incelemiştir. Bu kapsamda sonuç olarak işletmelerde sahiplik yoğunluğu arttıkça performansın düştüğü tespit edilmiştir. En büyük ortağının finansal kurum olmasının, işletme performansını artırdığını tespit etmişlerdir.

Rathinasamy, Krishnaswamy ve Mantripragada (2000), sermaye yapısı ve işletmelerin pazar etkileşimini uluslararası alanda incelemiştir. Uluslararası Finansal Analiz ve Araştırma (CIFAR) merkezinin çalışma programları kapsamında; 1987-1991 yılları arasındaki dönemi kapsayan, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 47 ülkedeki işletmelerin verileri kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Araştırma kapsamında incelenen işletmeler, imalat sektöründe ağır ekipmanlar ile üretim yapan; gıda, metal, tekstil, kimya ve benzeri 19 sanayi alt sektörü işletmeleridir. İşletmelerin analize dâhil edilen finansal verileri; bilanço ve borsa verileridir. Araştırma sonucunda, sermaye yapısı ile tobin's q ve kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Pagano, Panetta ve Zingales (1998), işletmelerin neden kamusallaşma yöntemini daha çok tercih ettiklerini araştırmışlardır. İtalya'daki özel sektör işletmelerinin geniş veri tabanlarını kullanarak ampirik bir analiz yürütmüştür. İşletmelerin dönem öncesi ve dönem sonrası verileri ile halka arz öncesi ve halka arz sonrası verileri karşılaştırılmıştır. Bir işletmenin halka arz edilme olasılığının, sektör yapısı ve piyasa defter oranına göre değişiklik gösterdiğini tespit etmişlerdir. İşletmelerin gelecekteki yatırımları ve büyümeyi finanse edebilmek için kamusal işletmesi olmayı hedeflediklerini, ayrıca sahiplik yapısıyla performans arasında anlamlı olmayan negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Agrawal ve Knoeber (1996), yönetici ve hissedarlar arasındaki temsilcilik maliyeti sorunları ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmalarında 1983-1987 yılları arasında faaliyet gösteren 383 işletmenin finansal verileri, en küçük kareler yöntemi ile analiz edilmiş olup işletme performansı ile sahiplik yapısı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bazı işletmelerde sahiplik yapısı ile



işletme performansı arasında ilişki bulunmuş olsa da bunu sahiplik yapısı ile ilişkilendirmenin doğru olmadığını savunmuşlardır.

Lichtenberg ve Pushner (1994) sahiplik ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi Japon işletmeleri aracılığıyla test etmişlerdir. Araştırma 1976-1989 yılları arasında Japonya'da faaliyet gösteren işletmelerin finansal verileri ile yapılmıştır. Bulgulara göre sahiplik yapısının işletme performansını etkilediği tespit edilmiştir.

Morck , Shleifer ve Vishny (1988), işletmelerde yönetici sahipliği ve işletme değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma kapsamında 1980 kesitinde ve Fortune 500 içinde yer alan 371 işletmenin finansal verilerini incelemişlerdir. Analiz çerçevesinde işletmelerin performans göstergesi olarak tobin's q değeri kullanılmıştır. Kuruluş olarak daha eski olan işletmelerin ilgisiz yöneticiler tarafından yönetildiğinde, işletmenin tobin's q değeri aile işletmelerinden daha düşük orada olmaktadır. Çalışmanın sonuçlarına göre, sahiplik yapısında yönetici sahipliği arttıkça performans belirli bir noktaya kadar artacak daha sonra durağanlaşacak ve yönetici sahipliğinin daha da artması ile performans pozitif olarak artacaktır.

Titman ve Wessels (1988), sermaye yapısı değişkenlerinin belirleyici etkenlerini araştırmışlardır. Bu araştırma çerçevesinde ABD'de faaliyet gösteren 469 işletmenin 1974-1982 yılları arasındaki finansal verileri analize konu edilmiştir. Çalışma, sadece imalat işletmelerinin yıllık verileri üzerinden yürütülmüştür. Temsilcilik maliyetlerinin, sermaye yapısı değişkenlerinin önemli belirleyiciler olduğu tespit edilmekle beraber firma büyüklüğü ile kısa vadeli borçlar arasında anlamlı ilişki bulunmuştur. Çalışmanın sonuçlarına göre işletmelerin sermaye yapısının, firma değeri ile kârlılık arasında negatif bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Demsetz ve Lehn (1985), sahiplik yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkinin maksimizasyonunun tutarlı ve sistematik olarak değiştiğini savunarak, işletmelerde sahiplik yapısının sebep ve sonuçlarını incelemişlerdir. Çalışma kapsamında 511 adet ABD işletmesinin sahiplik yapısındaki değişimin açıklanmasında; firma büyüklüğü, mülkiyet yapısı, finans kurumu olup olmaması gibi değişkenler ve istikrarı araştırılmıştır. Çalışmalarında sahiplik yapısı ile performans arasında negatif ilişki tespit edenlerin çalışmalarına istinaden negatif bir ilişki olmadığını tespit etmişlerdir.

Aytekin ve İbiş (2014) işletmelerin sahiplik yapısının finansal performansı üzerindeki etkilerini, BIST Metal Eşya Makine Endeksi (Xmesy) hisseleri üzerinde araştırma yaparak incelemiştir. Çalışmada Borsa İstanbul Metal Eşya, Makine Endeksinde 2009-2012 yıllarında işlem görmüş olan 23 adet işletmenin, sahiplik yapılarının finansal performanslarına olan etkilerinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Uygulama kapsamında en büyük ortağın payı, en büyük iki ortağın payı, en büyük üç ortağın payı, yabancı payı ve halka açıklık oranı, performans açısından aktif kârlılık ve öz kaynak kârlılığı ile ilişkilendirilmiştir. Çalışma sonucunda, genel olarak sahiplik yapısı değişkenlerinin metal eşya sektöründeki işletmelerin finansal performanslarını etkilediği sonucu ortaya çıkarılmıştır.

Korkmaz ve Karaca (2013), işletme performansını etkileyen faktörleri, ulusal işletmeler üzerinde araştırmıştır. Çalışmalarında, İMKB 30 endeksine dâhil olan 16 işletmenin 1998-2010 yılları arasındaki finansal verilerini panel regresyon modeli ile incelemiştir. İşletme performansının ölçülmesinde temel ölçüt olarak, hisse senedinin yılsonu kapanış fiyatı ve hisse getiri oranı baz alınmıştır. Sonuç olarak işletme performansını; aktif kârlılık, işletme değeri ve borç ödeme oranının etkilediği tespit edilmiştir.

Kısakürek ve Aydın (2013), işletmelerin sermaye yapısı ile kârlılıkları arasındaki ilişkiyi finansal krizler odaklı olarak, 1992-2011 yılları arasında BİST'te faaliyet gösteren işletmeler üzerinde analiz etmişlerdir. Bu analiz çerçevesinde, Borsa İstanbul'da (BİST) 1992-2011 yılları arasında kesintisiz olarak faaliyet gösteren 104 işletmenin bilanço ve gelir tabloları incelenmiştir. Çalışmada, Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi-GEKK (Generalized Least Square-GLS) kullanılmıştır. Sonuç olarak, uygulama kapsamında incelenen işletmelerin kriz yılları da dâhil olmak üzere, sermaye yapılarında ağırlıklı olarak öz kaynakları tercih ettikleri görülmüştür. Sermaye yapısı ile satış kârlılığı ve aktif kârlılığı arasında pozitif, öz kaynak kârlılığı arasında ise negatif ilişki tespit edilmiştir.

Sayman (2012) imalat işletmelerinde sahiplik yapılarının, sermaye yapısı ve firma performansını üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışmada sermaye yapısının, sahiplik yapısı değişkenliğinden nasıl etkilendiği tespit edilerek analiz edilmiştir. Çalışmaya konu işletmeler, 1998-2009 yılları arasında İMKB'de işlem gören imalat işletmelerden seçilmiştir. Bu bağlamda 117 imalat işletmesinin 11 yıllık finansal verileri STATA programı aracılığı ile analiz edilmiştir. Sonuç olarak işletmelerin

sahiplik yapısının, sermaye yapısını ve firma değerini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Yılığör ve Yücel (2012) işletmelerin sahiplik yapısı kapsamında, sahiplik ve kontrol ayrımı konusunda çıkarımlar hakkındaki araştırmayı yürütmüşlerdir. Araştırmada işletmelerin sahiplik yapıları incelenerek, hâkim ortakların özellikleri ve hâkim ortakların oluşturdukları piramit yapılar hakkında değerlendirmeler yapılması ve sahiplik hakkı ile kontrol hakkı ayrımının olup olmadığının belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, İMKB'de işlem gören firmaların, 2006-2008 dönemine ilişkin finansal verileri kullanılarak incelemeler yapılmıştır. İncelemeler sonucunda, işletmelerde hâkim ortak bulunma düzeyinin yüksek olduğu, piramit yapıların yaygın şekilde yer aldığı ancak karmaşık yapılar oluşturmadıkları saptanmıştır. Hâkim ortağın sahiplik hakları ile kontrol haklarının önemli ölçüde farklılaştığı, söz konusu ayrımın hâkim ortağın işletme olması durumunda daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Akbulut (2011) İMKB'deki imalat sektörü işletmelerinin, işletme sermayesinin kârlılığa olan etkilerini araştırmıştır. Uygulama, 2000-2008 yılları arasında İMKB imalat sektöründe faaliyet gösteren 127 işletmenin finansal verileriyle gerçekleştirilmiştir. Çalışmada, işletme sermayesi yönetimi nakit döngüsü ile işletme kârlılığı ise aktif kârlılığı ile belirlenmiştir. Elde edilen verilerin ışığında yapılan regresyon analizinde, sermaye yönetimi ile kârlılık arasında negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca tek yönlü varyans analizinde, imalat sektörleri arasında nakit döngüsünün farklılık gösterdiği görülmüştür. Buradan çıkarılan sonuç ile sermaye yapısı ve kârlılık arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Ünlü, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu (2011), yönetici sahipliğinin işletme değerine olan etkilerini incelemiş olup İMKB'de işlem gören işletmelerin 2004-2008 yıllarında, yönetici sahipliği ile işletme performansı arasındaki ilişkisi araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre İMKB'nin tüm endeksinde işlem gören işletmeler için incelenen dönemde, yönetici sahipliği ve işletme performansı arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ünlü ve Şamiloğlu (2010), sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi, İMKB 100 endeksinde faaliyet gösteren işletmeler üzerinde araştırmışlardır. Söz konusu çalışma kapsamında, İMKB 100 endeksinde işlem gören ve uygun veri yapısına sahip 70 işletmenin finansal verileri incelenmiştir. Çalışmanın örneklem periyodu 2002-2007 yılları olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda, hem piyasa temelli hem de muhasebe temelli performans ölçütleri ile işletmelerin sahiplik yapısı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Bayrakdaroğlu (2010), İMKB'de faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapısı ve işletme performanslarını incelemiş olup; işletmeler en büyük ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı, en büyük beş ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı payı ve yönetici sahipliği açısından değerlendirilmiştir. 2005-2009 yılları arasındaki dönemi kapsayan çalışmada sahiplik yapısıyla finansal performans arasındaki ilişki sınanmıştır. Çalışmanın sonuçlara göre, sahiplik yapısı değişkenlerinin farklı modeller kapsamında finansal performans üzerinde etkili olduğu ifade edilmiştir. Genel olarak sermaye yoğunluğu değişkenleri ve halka açıklık oranlarının finansal performans üzerinde etkisinin olduğu tespit edilirken, yabancı payı ve yönetici sahipliği değişkenlerinin finansal performans üzerinde beklenildiğinin aksine herhangi bir etkisinin olmadığı ortaya konmuştur.

Yamak ve diğerleri (2010) aile işletmeleri içerisinde, yabancı uyruklu yatırımcıları hissedar olarak işletmeye kazandıran işletmeleri ve yürüttükleri faaliyetleri incelemişlerdir. Buna ek olarak, yabancı ortakların işletme performansına etkilerini araştırmışlardır. İMKB'de faaliyet gösteren işletmelerin 1999-2002 yıllarına ait finansal verileri incelenmiş olup sonuç olarak aile işletmelerinde, yabancı ortaklı olan ve olmayan işletmelerde performans açısından farklı etkilerin olduğunu tespit etmişler. Yabancı ortağı olmayan şirketlerde yönetim kurulu başkanının aileden olmasının performansı olumlu etkilediği, yabancı ortaklı şirketlerde ise olumsuz etkilediği sonucuna da ulaşılmıştır. Başka sonuçlarda belirtilmek istenirse, yabancı ortaklı şirketlerin ortakları arasında bir aile holdingi varsa performansın olumlu etkilendiği görülmüştür. Yabancı ortağın performansı ise kurumsal çevreye uyum gözetildiği koşullarda artmaktadır.

Tanrıöven ve Aksoy (2010), İMKB'de işlem gören işletmelerin sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın işletme performansı üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. İşletmelerin sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın işletme performansı üzerine etkisini incelemek amacıyla; 1996–2009 döneminde İMKB'de faaliyet gösteren 113 işletmenin finansal verileri ile regresyon analizi yapılmıştır. Yönetim kurulunun büyüklüğü, öz kaynak getirisi ve net kar marjını anlamlı düzeyde etkilememektedir. Anlamlı olmasa da yönetim kurulu büyüklüğünün öz kaynak getirisi üzerine etkisi negatif gerçekleşmiş olup bu da yoğunlaşmanın azalmasının büyük ortaklar yerine tüm ortakların getirisi açısından daha önemli olduğunu göstermiştir. Üç büyük ortak payı etkisinin yönü, aktif getirisi ve net kar marjı için negatif olup, öz kaynak getirisi üzerinde ise anlamlı etkiye sahip değildir. Üç büyük ortağın payı arttıkça aktif getirisi ve net kar marjı düşerken, sahiplik yapısındaki yoğunluğun en fazla aktif getirisi üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bulut, Çankaya ve Er (2009), yönetici ve yöneticilerin sahipliğinin halka arz sonrası faaliyet performansı ve düşük fiyatlandırma etkisini araştırmışlardır. Yapılan araştırmada yüksek yönetici sahipliği taşıyan işletmeler ile düşük yönetici sahipliği taşıyan işletmelerin ilk gün getirileri ve halka arz sonrası faaliyet performansları karşılaştırılmıştır. Araştırma, 1992-2000 yılları arasında ilk kez halka arz olmuş 205 işletme üzerinden gerçekleştirilmiştir. Halka arz sonrası faaliyet performansı ile yönetici sahiplik düzeyi arasında da anlamlı bir ilişki elde edilmiştir. Yüksek yönetici sahiplik düzeyi taşıyan grup, düşük yönetici sahiplik düzeyi taşıyan gruba göre halka arz sonrası dönemde daha iyi faaliyet performansı gösterdiği tespit edilmiştir.

Okuyan (2009), işletmeler için en uygun sermaye yapısının belirlenmesi kapsamında, sermaye yapısı üzerinde etkili olan değişkenleri incelemiştir. Çalışmada sermaye yapısı bakımından, işletmelerin aile işletmeleri olması, işletmenin bir gruba bağlı olması ve işletmenin yabancı ortaklı olması gibi sahiplik yapısı değişkenleri temel alınmıştır. Sahiplik yapısının, sermaye yapısına etkileri çerçevesinde İMKB'de işlem gören 194 işletmenin 2005-2007 yıllarına ait finansal verileri incelenmiştir. Çalışma kapsamında oluşturulan veri seti ANOVA ve Regresyon analizi ile sınırlanmıştır. Analiz sonucunda, işletmelerin sahiplik yapılarının sermaye yapısı üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Yıldırım ve Demireli (2009) kurumsal yönetim, sahiplik ve kontrol yapılarının işletmelerin finansal performansları çerçevesinde (İMKB İmalat Sanayi Örneği), İMKB 100 endeksi İmalat Sektöründeki işletmelerin sahiplik yapılarının finansal performanslarına olan etkilerini araştırmışlardır. Uygulamada kurulan hipotezler ve yapılan regresyon analizleri sonucunda, en büyük hissedarın işletme üzerindeki sahipliği ve kontrol gücü artıkça aktiflerin kârlılığının, satışlarının kârlılığının ve öz kaynak kârlılığının azaldığını, buna karşın tobin's-q oranının arttığını tespit etmişlerdir.

Ege ve Bayrakdaroğlu (2008) sermaye yapısının cari değer ve verimlilik üzerindeki etkisini, Türk sigortacılık sektöründeki bir uygulama ile araştırmışlardır. Çalışma kapsamına ait analizleri, 2000-2004 yılları arasında faaliyet gösteren 6 sigorta şirketi üzerinde gerçekleştirmişlerdir. Çalışmanın sonucunda sermaye yapısının işletme değerini etkilemediği ancak sermaye yapısı ile işletme kârlılığı arasında negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Kabakçı (2008) sermaye yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi, gıda sektöründe faaliyet gösteren işletmeler üzerinde araştırmıştır. Söz konusu çalışmada, 2000-2005 yılları arasında İMKB'de işlem gören 22 gıda şirketinin verileri doğrultusunda regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmanın sonunda modelin hipotezi doğrulanmış ve sermaye yapısı ile öz kaynak kârlılığı arasında negatif ilişki saptanmıştır. Böylece düşük borç oranının firmaların yüksek kârlılık değerlerine ulaşmasında etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Bu bağlamda firmaların büyüme değişkeni katsayılarının anlamlı ve pozitif işaretli olması, büyüyen şirketlerin yeni yatırım olanaklarını düşünmeleri durumunda, finansman bileşimlerinde ölçülü olarak borçlanmaya yönelebileceklerini göstermektedir.

Dura (2006), Mülkiyet Hakları Teorisine göre sahiplik yapılarının (kamu ve özel bağlamında), organizasyonların performansı üzerinde belirleyici bir faktör olduğu düşüncesini savunarak sahiplik hakkı ile verimlilik arasında bir araştırma yapmıştır. Sahipliğin yapısal özellikleri dolayısıyla; özel sahipliğin verimli, kamu sahipliğinin ise verimsiz olduğu sonucuna ulaşan kuramın, bir çok açıdan eleştirildiği ve bu konuyla ilgili yapılan ampirik çalışmalarda, sahiplik ile verimlilik-etkinlik arasında mutlak bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak kamu ve özel sahipliğin karakteristik özelliği nedeniyle, özel sahipliğin etkinlik kavramı açısından kamu sahipliğinden daha baskın olduğu vurgulanmıştır.

Ülgen (2005), 500 büyük işletme içinden yabancı ortağı bulunan işletmelerin performanslarını incelemiştir. Araştırma kapsamında Türkiye’de faaliyet gösteren ilk 500 işletmenin performansı araştırılmıştır. 500 işletme arasından 135 yabancı sermayeli işletmenin kayda değer derecede, satışlarının ve performansının diğerlerinden yüksek olduğu tespit edilmiştir. Buradan çıkan sonuç ile işletmelerin sahiplik yoğunlaşmasında, yabancı sahipliğinin bulunması işletme performansını pozitif olarak etkilemektedir.

Doğukanlı ve Acaravcı (2004), Türkiye’deki işletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörleri imalat sanayinde faaliyet gösteren işletmeler üzerinde araştırmışlardır. Araştırma kapsamında, 1992-2002 dönemi boyunca İMKB’de işlem gören 66 imalat sektörü işletmelerinde, sermaye yapısını etkileyen faktörler, firmaya özgü değişkenler, finansal piyasalara özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenler kullanılarak uygulama, panel veri analizi yöntemi ile yürütülmüştür. Çalışma sonucunda sermaye yapısı ve kârlılık arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Gençtürk (2003), finansal kriz dönemlerinde işletmelerin hisse yoğunluklarının performanslarına etkisini, işletmelerin sermaye yapıları ve performans etkileri üzerinde araştırmıştır. Söz konusu çalışma, 1993-1997 yılları arasında faaliyet gösteren 112 işletme üzerinde yapılmıştır. Bu çalışma sonucunda; finansal kriz dönemlerinde işletmelerin en büyük hissedarının payının artması, şirketin kârlılık oranlarından net kar marjını artırırken, aktif kârlılık oranı ile öz kaynak kârlılık oranını azalttığı tespit edilmiştir. İşletmelerin, en büyük üç hissedarının payının artması şirketin büyüme oranını artırdığı görülmüştür. Ortaya çıkan diğer bir sonuç ise; bu dönemde işletmelerde, devlet ve yabancı hisse yoğunluğunun artması, devletin sahip olduğu işletmelerde net kar marjını, yabancıların sahip olduğu işletmelerde ise satışların büyüme hızını azalttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yenice (2001), sermaye yapısının işletme verimliliği ve cari değeri üzerine etkisini, İMKB’deki işletmeler üzerinde araştırmıştır. Çalışma, 1999-2000 yılları arasında İMKB İmalat Sanayisinin alt sanayileri olan “Metal Ana Sanayi” ve “Metal, Eşya Makine ve Gereç Yapımı Sanayisinde” faaliyet gösteren 37 işletmenin verileri kullanılarak yapılmıştır. Bu araştırmaya göre sermaye yapısı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamakla birlikte sermaye yapısı ile firma verimliliği arasında ters yönlü bir ilişki saptanmıştır. Buna göre firmalar borç kullanımlarını arttırdıkça verimlilikleri azalmakta, borç kullanımlarını azalttıklarında ise verimlilikleri artmaktadır.

Durukan (1997) işletmelerde sermaye yapısını etkileyen faktörleri ampirik olarak araştırmıştır. Bu çalışma kapsamında, 68 adet işletmenin 1990-1995 dönemine ait yatay kesit verileri, en küçük kareler yöntemi ve korelasyon analizi ile sınanmıştır. Analiz sonuçlarında borç dışı vergi kalkanının sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörler olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sermaye yapısı ve kârlılık arasında herhangi ilişki tespit edilmezken sermaye yapısı ve işletmenin piyasa değeri arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.



## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

# İŞLETMELERİN SAHİPLİK YAPILARININ, SERMAYE YAPISI VE İŞLETME KÂRLILIĞINA ETKİLERİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren imalat işletmelerinin sahiplik yapıları incelenerek, sahiplik yapılarının finansman kararları ve aktif kârlılığı ile olan ilişkisi, belirlenen hipotezler kapsamında araştırılacaktır. İşletmelerin faaliyetlerini devam ettirmeleri ve varlıklarını sürdürebilmesi için gerekli olan finansmanı, işletme yöneticileri ve hissedarlar temin etmektedirler. İşletmelerin sermaye yapıları (yabancı kaynak/toplam kaynak); faaliyet gösterilen sektöre, ülkeye, ulusal politika yapılarına, coğrafyaya, ulusal ve uluslararası ekonomik durumlara göre farklılık gösterebilir. İşletmelerin sermaye yapıları birçok değişkenden etkilenmekle birlikte, yönetici ve hissedarlar işletme yatırımlarının ve esas faaliyetlerinin, ne kadarını yabancı kaynak ve ne kadarını öz kaynak ile finanse ederek oluşturacaklarına karar verirler. Kaynak birleşimleri kararları sonucunda, işletmeler alınan finansal kararlara bağlı olarak finansal stratejilerini yürütürler. Sermaye kararları neticesinde oluşan finansal stratejiler, işletmelerin farklı mali tablolarla karşılaşmasına neden olabilmektedir. Elde edilen yabancı kaynağın maliyeti, öz kaynak kullanımının oluşturduğu maliyetler ve diğer finansman maliyetleri, işletmelerin bilançolarının farklı ölçülerle sonuçlanmasına neden olur. Oluşan bu farklılıkları tespit edebilmek adına çalışmanın bu bölümde, bilimsel olarak sahiplik yapıları, aktif kârlılık ve sermaye yapıları arasındaki ilişki incelenmiştir. Uygulamada kullanılan yöntem ve değişkenler gibi tanımlayıcı istatistikler de bu bölümde açıklanacaktır.

### 4.1. Uygulamanın Konusu

İşletmelerin sahiplik yapılarının işletme ile ilgili faktörlerde önemli etkisinin olduğu varsayılmaktadır. Uygulamada, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren imalat sanayi işletmelerinin, sahiplik yapıları ile sermaye yapısı kararları ve işletme kârlılığı (aktif kârlılık) arasındaki ilişki incelenecektir. Sektör olarak sadece imalat işletmesinin seçilmesinin gerekçesi; uygulama da daha kesin ve gerçeğe yakın sonuçların elde edilmesini sağlamaktır.

## 4.2. Uygulamanın Amacı ve Önemi

Bu uygulamanın amacı; 2010-2013 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 133 imalat işletmesinin, sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlerin sermaye yapısı ve aktif kârlılık üzerindeki etkilerini ortaya çıkarmaktır. İşletmelerin sahiplik yapısı ve sermaye yapısı ile ilgili yapılan çalışmalar literatürde bulunmakla birlikte yenilenmesi literatür zenginliği açısından önemlidir. Bu uygulama kapsamında elde edilen sonuçlar, daha sonra sahiplik yapısına yönelik yapılması muhtemel benzer çalışmalara ve literatüre katkı sağlayacaktır.

## 4.3. Uygulamanın Varsayımları

Borsa İstanbul'da işlem gören işletmelerin sahiplik yapılarının, işletmelerin sermaye yapısı ve kârlılığı (aktif kârlılığı) üzerinde farklı etki yapacağı varsayılmaktadır. Uygulama kapsamında analiz edilen işletmelerin sektör olarak sınırlandırılmasında, istatistiksel olarak daha güvenilir ve şeffaf sonuçların sağlanması planlanmaktadır.

## 4.4. Uygulamanın Sınırlılıkları

Uygulama konusunun genişliği nedeni ile çok fazla evren ve örneklemin değerlendirilmesi, ortaya çıkacak sonuçların gerçeği yansıtmaya derecesini azaltacaktır. Örneğin; uzun bir zaman süreci neticesinde, ulusal ve uluslararası alanda yaşanan ekonomik sıkıntılar, yabancı para birimindeki olağanüstü değişimler, bulunan ülkenin politik durumu, yasaların değişmesi ve benzeri durumlar işletmelerin homojen olarak analiz edilmesine engel teşkil etmektedir. Bu nedenle analiz edilen verilerin sayısı, yılı ve sektörü sınırlandırılmıştır.

## 4.5. Uygulamanın Grubu

Uygulamaya konu olan işletmeler, Borsa İstanbul'da ulusal ve uluslararası faaliyet gösteren 133 imalat işletmesidir (Ek 1). 2010-2013 yılları arasında faaliyet gösteren diğer işletmeler; finansal tabloların olmaması veya düzensizliği, sahiplik yapısı verilerine erişilememesi, finans şirketi olması, faaliyet alanlarının homojen sonuç elde edilmesine engel olması gibi nedenlerle kapsam dışı bırakılmıştır. Uygulamada

verilerin, 2010 yılı ve devamı olarak alınmasının nedeni ise 2008 yılında küresel anlamda meydana gelen ekonomik krizin, elde edilecek sonuçları olumsuz etkileyeceği varsayılmaktadır.

**Çizelge 9: Uygulamada İncelenen İşletmelerin Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Yaş Ortalamaları**

Sanayi Sektörü	İşletme Sayısı	İşletmelerin Ortalama Yaşı
Gıda	21	36
Tekstil	17	41
Taş ve Toprağa Dayalı	23	51
Kimya	8	45
Ambalaj	9	38
Ana Metal	15	47
Metal Eşya	22	46
Elektrik	8	33
Diğer (Alt Sektöre Girmeyen)	10	41
Toplam	133	44 (ort.)

Yukarıdaki tabloda, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren imalat işletmelerinin alt sektörlere göre dağılımı verilmiştir. İşletmelere ait finansal tablolar yıllık (12 aylık) olarak analize dahil edilmiştir. Bunun nedeni ise işletmelerin sahiplik yapısı ile ilgili değişiklikleri yıllık olarak yayınlamasıdır. Toplam olarak uygulamada 532 (4x133) adet veri analiz edilmiştir. Sektör olarak sadece imalat işletmelerinin seçilmesinin en önemli nedeni, işletmelerde oluşan farklılıkları analiz edebilmek adına farklı sektörlerden elde edilen sonuçların uygulama amacını olumsuz etkilemesini engellemektir. Analizde kullanılan verilerin tamamı <http://www.kap.gov.tr> adresinden derlenmiştir. Analiz dışı bırakılan işletme verileri nedeniyle, uygulamada elde edilen sonuçların Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren işletmelerin tamamı için geçerli olmadığı varsayılmaktadır.

#### 4.6. Uygulamanın Modeli

Uygulamada sahiplik yapısı etkeninin, sermaye yapısı ve kârlılık üzerindeki etkilerine yoğunlaşılacaktır. İşletmelerde sahiplik yapıları; aile, yabancı, devlet, çalışan, bağımsız, holding veya gruba bağlı işletmeler olarak ele alınacaktır. Sahiplik yapılarındaki ayırt edici kıstas; işletmelerin sermaye hisselerinde, halka açıklık oranı dışında kalan hisselerde hâkim (% 50'den fazla) hissedar payına sahip olarak belirlenen kişi ya da kuruluşların işletmelerde sahip oldukları hisse oranına göre belirlenecektir. Örnek vererek açıklamak gerekirse; işletmelerin hâkim hissedarı yabancı kişiliğe haiz ise işletmenin sermayedar kimliği 'yabancı kişiliğin hâkim olduğu işletmeler', eğer hâkim hissedarlar bir ailenin bireyleri ise sermayedar kimliği 'aile işletmesi' olarak adlandırılacaktır. İşletmelerin hâkim hissedar etkeninde kurumsal sahiplik söz konusu ise hâkim hissedara göre sermayedar kimliği; holding veya gruba bağlı ve bağımsız (holdinge veya bir gruba bağlı olmayan) işletmeler olarak nitelendirilecektir. Söz konusu hâkim hissedar kişiliklerinin, işletmeler üzerinde ve finansman kararlarında büyük etkisinin olduğu varsayılmaktadır. Bu unsurlar neticesinde araştırmada genel olarak aşağıdaki model kullanılacaktır:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x + \varepsilon \quad (10)$$

#### 4.7. Uygulamanın Hipotezleri

İşletmelerin sahiplik yapılarının, işletmelerle ilgili finansal kararlarda etkili olduğu varsayımı daha önce belirtilmiştir. Aile işletmeleri ve yabancı sahipliği veya ortaklığı bulunan işletmelerin sermaye yapılarının (yabancı kaynak miktarı), holdinge veya gruba bağlı işletmelerle farklılık göstereceği ön görülmektedir. Bu varsayımlar çerçevesinde sahiplik yapılarının etkilerini araştırmak üzere 3 (üç) temel hipotez oluşturulmuş olup toplam olarak 8 hipotez analize tabi tutulmuştur. Araştırma kapsamında oluşturulan hipotezler sahiplik yapısı ile ilgili daha önceki çalışmaların ışığında kurulmuş olup aynı zamanda literatür zenginliğine katkı sağlamayı hedeflemiştir. Hipotezler çerçevesinde, sahiplik yapısının etkilerinin tanımlayıcı istatistikleri ve analizleri yapılarak, ortaya çıkan sonuçlar değerlendirilecektir.

**Hipotez 1: İşletmelerin sahiplik yapısı, sermaye yapılarını (yabancı kaynak / toplam kaynak) etkiler.**

**H1a.** *İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'aile işletmesi' olması işletmenin sermaye yapısını etkiler.*

**H1b.** *İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'aile işletmesi' olması işletmenin kısa vadeli borçlarını etkiler.*

**H1c.** *İşletmelerde sahiplik yapısı açısından, 'yabancı sahipliği veya ortaklığı' bulunması işletmenin sermaye yapısını etkiler.*

**H1d.** *İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'holding veya gruba bağlı' işletme olması sermaye yapısını etkiler.*

**Hipotez 2: İşletmelerin sahiplik yapısı, kârlılığını (aktif kârlılık) etkiler.**

**H2a.** *İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'aile işletmesi' olması işletmenin kârlılığını etkiler.*

**H2b.** *İşletmelerde sahiplik yapısı açısından, 'yabancı sahipliği veya ortaklığı' bulunması işletmenin kârlılığını etkiler.*

**H2c.** *İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'holding veya bir gruba bağlı' işletme olması kârlılığını etkiler.*

**Hipotez 3:**

*İşletmelerde, 'en büyük ortağın payı, kârlılık ve maddi duran varlık oranı', sermaye yapısını etkiler.*

## 4.8. Uygulamanın Yöntemi ve Veri Seti

Uygulamada, 133 adet imalat işletmesine ait 532 veri analiz edilmiştir. Oluşturulan hipotezler çerçevesinde bağımlı değişkenler; işletmelerin sermaye yapısı, kısa vadeli borçları ve işletmelerin kârlılığı (aktif karlılık) olarak belirlenmiştir. Uygulamaya ait bağımsız değişkenler; sahiplik yoğunluğu, sahiplik yapısı, finansal yapı oranları ve kârlılık oranlarıdır. Uygulamada kullanılan değişkenlerden sahiplik yapısı konusunda ayırt edici etken, uygulamanın modeli kısmında açıklanmıştır. Uygulamada kullanılan diğer değişkenlerden sermaye yapısı değişkeni, toplam yabancı kaynağın toplam kaynağa oranı olarak ilişkilendirilmiştir. En büyük hissedar, yıllık olarak açıklanan işletme raporlarından elde edilen bilgiler ışığında, işletmedeki en büyük paya sahip hissedar olarak belirlenmiştir. İmalat sektöründe faaliyet gösteren 133 işletmenin, bağımlı ve bağımsız değişkene ait 2010-2013 yıllarındaki finansal verileri ayrı ayrı hesaplanarak bulunmuş olup sonuçlar daha sonra Windows altında çalışan ve elektronik tabloları programı olan Microsoft Excel'de toplanarak kaydedilmiştir. Oluşturulan hipotezler çerçevesinde excel programına kaydedilen veriler, istatistiksel analize yönelik bir bilgisayar programı olan 'IBM SPSS Statistics'te analiz edilmiştir. Analiz, SPSS programının 20.0 olan güncel sürümünü kullanarak gerçekleştirilmiştir. Uygulamanın hipotezleri çerçevesinde SPSS 20.0 programının aşağıdaki istatistiksel analizleri kullanılmıştır.

1. Betimleyici İstatistikler (Descriptive Statistics)
2. Faktör Analizi
3. Varyans Analizi
4. Regresyon Analizi

### 4.8.1. Betimleyici (Tanımlayıcı) İstatistikler

Bilimsel olarak yapılan çalışmalarda, veri derleme süreci sonrasında analize dâhil olacak veriler analiz için yeterli seviyede düzenli değildir. İstatistiki olarak yapılacak olan çalışmalarda, mevcut verilerin istenilen amaç doğrultusunda kullanılması ve anlamlı bir sonuç elde edilmesi için verilerin analiz öncesi değerlendirilmesi gerekmektedir. Albayrak ve diğerlerine (2010:51) göre, bilimsel olarak yapılacak çalışmalarda oluşturulan veriler çerçevesinde anlamlı bir sonuç ve yorum yapılması

mümkün olmamaktadır. Verilere ait bir takım açıklayıcı istatistiki değerlerin özelliklerinin de sunulması gerekmektedir. Tanımlayıcı istatistikler olarak nitelendirilen grupta; standart sapma ve varyans gibi ortalamadan sapma ölçütleri ile çarpıklık ve basıklık gibi normalden sapma ölçütlerinin yanı sıra medyan, mod ve ortalama gibi merkezi eğilim ölçütleri gibi etkenler yer almaktadır.

#### 4.8.1.1. Merkezi Eğilim Ölçütleri

İstatistiksel olarak birçok sayıdan oluşan verilerin, tek bir sayı ile ifade edilmesi merkezi eğilim ölçütleri ile mümkün olabilmektedir (Gürsaka1, 1997:125). Bu ölçütleri kısaca açıklamak gerekirse (Albayrak vd., 2010:53):

**Medyan:** Bilimsel olarak oluşturulan verilerde, veri setinin sıralanmış bir serisinde tam olarak ortaya denk gelen ve seriyi iki eşit parçaya bölen değer olup ortanca adı da verilir.

**Mod:** Bilimsel olarak oluşturulmuş bir veri setinde, en çok ortaya çıkan yani yaygın olarak tekrarlanan değerdir.

**Ortalama:** En yaygın olarak kullanılan merkezi eğilim ölçüsü olup veri setindeki tüm değerlerin toplamının serideki veri sayısına bölümüdür.

#### 4.8.1.2. Ortalamadan Sapma Ölçütleri

**Varyans:** Veri setindeki değerlerin ortalamadan sapmalarının karelerinin toplamının, toplam değer sayısına bölümüdür.

**Standart sapma:** Gözlemlerin ortalamadan ne kadar uzaklaştığını göstermekle birlikte varyansın pozitif köküdür.

#### 4.8.1.3. Normallikten Sapma Ölçütleri

**Basıklık:** Veri setindeki verilerin dağılımının tepe noktaları hakkında bilgi verir.

**Çarpıklık:** Dağılımın ortalama etrafında simetriden ne kadar saptığını diğer bir ifade ile verilerin simetrisini belirleyen ölçüttür.

#### **4.8.2. Faktör Analizi**

Bilimsel olarak yapılan çalışmalarda, analize tabi tutulacak veri setlerinde birçok değişken bulunmakla birlikte, bu değişkenlerin hangisinin birbirini anlamlı olarak etkilediğini çözümleyebilmek adına bazı analizlerin yapılması gerekmektedir. Analiz edilen verilerde, hangi değişkenlerin farklı şekilde birbirlerini etkilediklerini tespit edilebildiğinde, daha başarılı sonuçlar elde edilebilir. Bu sonuçların elde edilmesinde faktör analizlerini kullanılır. Bilimsel alanda faktör analizinin çok sık olarak tercih edilmesinin nedeni, tutumluluk ilkesi (Ockham'ın usturası) doğrultusunda birçok somut değişkenden oluşturulmuş bir evreni, az sayıda soyut değişkenden örülü bir evrene dönüştürerek, anlamayı ve açıklamayı kolaylaştırmasıdır (Işık, Duman ve Korkmaz, 2004:45).

Başka bir ifade ile faktör analizi; birbiri ile bağlantılı çok sayıda değişkeni derleyerek az sayıda yeni değişkenler olarak meydana getiren, meydana getirdiği bu yeni değişkenleri kavramsal olarak anlamlı ve bağımsız boyutlar olarak derecelendiren bir analiz türüdür. Bu analizde temel olarak yapılmak istenen; veri setini faktör ve boyut olarak değiştirerek, diğer analizler için uygun birer değişken olarak şekillenmesi sağlamaktır (Büyüköztürk, 2002:472).

#### **4.8.3. Varyans Analizi**

Varyans Analizi, (Analysis Of Variance-ANOVA) istatistik bilim dalında, grup ortalamaları ve (gruplar içi ve gruplar arası varyasyon gibi) bunlara bağlı olan işlemleri analiz etmek için kullanılan bir istatistiksel modeller koleksiyonudur. Varyans analizleri, metrik düzlemde ölçümü yapılabilen bir değişken ile iki ya da daha fazla nominal ölçekli değişkenin ortalamaları arasında, istatistiksel olarak bir bağlantı olup olmadığını inceler (Tufan, 2005:201). İki ortalama arasındaki anlamlılığı t testi ile analiz etmek mümkündür. Ancak t testi ile ikiden fazla ortalamayı ikişer ikişer analiz etmek mümkün olsa da, yapılan analizlerin fazla olması nedeniyle 1. tip hata oranı yükselecektir (Albayrak vd., 2010:131).



Varyans analizi, bu tür sakıncaları ortadan kaldırarak 1. tip hata oranını yükseltmeden ana kütle ortalamalarının anlamlı farklılığını tek bir test ile ölçer (Gürsaka1, 1997:229).

Varyans analizinde  $H_0$  hipotezi, bütün popülasyonların ortalamalarının eşit olduğu şeklindedir (Albayrak vd., 2010:131):

$$H_0 = \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \dots \mu_n \quad \text{Yani ortalamalar arasında fark yoktur.} \quad (11)$$

$H_1$  = Ortalamalardan en az ikisi arasında anlamlı fark vardır.

İki varyans tahminini karşılaştırma yoluyla,  $H_0$  hipotezinin test edilmesi ardından sonuçlar elde edilir. İlk tahmin grupların içindeki varyanstır (Mean Square Error, MSE). MSE,  $H_0$  hipotezi doğru olsa da olmasa da varyans ( $\sigma^2$ ) tahmini olup, ikinci tahmin grupların ortalamalarının varyansları çerçevesinde oluşmuştur (Mean Square Between, MSB). MSB,  $H_0$  hipotezi doğru ise varyans ( $\sigma^2$ ) tahminidir.  $H_0$  hipotezinin yanlış olması neticesinde MSB,  $\sigma^2$ 'den daha büyük bir rakam olarak tahmin edilir.

Sonuç olarak varyans analizindeki hipotez testi aşağıdaki gibi yazılabilir (Albayrak vd., 2010:131):

***MSE ile MSB yaklaşık eşit ise  $\longrightarrow H_0$  hipotezi doğru***

***MSB, MSE' den büyük ise  $\longrightarrow H_0$  hipotezi yanlış***

Varyans analizindeki temel hedef, iki veya daha fazla ortalama arasındaki farklılığı tespit etmektir. Sonuç elde edilebilmesinde, iki çeşit varyansın kıyaslanması kullanıldığı için bu işleme varyans analizi adı verilmiştir. Gruplar içerisinde elde edilen varyanslar arasında anlamlı bir fark olup olmasına göre hipotez testi yapılır ve bu testte F değeri kullanılır (Albayrak vd., 2010:131).

$$F = \frac{MSE}{MSB} = \frac{\sigma_E^2}{\sigma_B^2} \quad (12)$$

$$\sigma_E^2 = \sum_{j=1}^k n_j (\bar{x} - \bar{\bar{x}})^2 / (k - 1) \quad (13)$$

$$\sigma_W^2 = \sum_{j=1}^k \sum_{i=1}^n (X_{ij} - \bar{X}_j)^2 / \sum_{j=1}^k (N_j - k) \quad (14)$$

Tablo değeri, varyans analizinde istenilen anlamlılık düzeyinde hipotezi test etmek için kullanılan F değerinden büyük ise  $H_0$  hipotezi kabul edilir. Tam aksine F değeri, tablo değerinden büyük ise  $H_0$  hipotezi kabul edilmez. Oluşan bu farklılıklar sonucunda anlamlı bir farkın olduğu yargısına varılır (Albayrak vd., 2010:131).

Varyans analizinde bağımlı ve bağımsız değişkenler mevcut olup bağımsız değişkenlere faktör denir. Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenler üzerinde etkileri araştırılması esnasında; bağımsız değişkenin kategorik, bağımlı değişkenin ise metrik olması gerekir.

**Bağımsız Değişken** : Aile işletmesi olup olmaması (0,1)

**Bağımlı Değişken** : Sermaye yapısı (Yabancı kaynak miktarı)

Bağımsız değişkende iki grup vardır; aile işletmesi olan işletmeler (1) ya da aile işletmesi olmayan işletmeler (0) olarak belirlenmekle birlikte, kategorik özellik göstermektedir. Örneğin; bağımlı değişkenimiz olan sermaye yapısı ile aile işletmesi olanlar ve olmayanların ortalamaları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını varyans analizi yaparak ölçebiliriz (Gürsakal, 1997:231; Albayrak vd., 2010:132).

Varayans analizlerinde, metrik ve kategorik değişkenlerin sayısına göre; Tek Yönlü ANOVA, İki Yönlü ANOVA, Tek Yönlü MANOVA ve İki Yönlü MANOVA varyans analizleri yapılmaktadır. Bağımlı ve bağımsız değişkenin durumuna göre varyans analizlerinin türü aşağıdaki çizelgede gösterilmiştir.

## Çizelge 10: Değişken Sayılarına Göre Varyans Analizi

		BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN SAYISI	
		=1	>1
BAĞIMLI DEĞİŞKEN SAYISI	=1	<i>Tek Yönlü ANOVA</i>	<i>İki Yönlü ANOVA</i>
	>1	<i>Tek Yönlü MANOVA</i>	<i>İki Yönlü MANOVA</i>

**Kaynak: Albayarak vd. (2010). SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri, Editör: Şeref Kalaycı, Asil Yayın Dağıtım, Ankara., s.132**

Uygulama, daha önceki bölümde kurulan hipotez çerçevesinde mevcut veri setinin Tek Yönlü ANOVA ve İki Yönlü ANOVA analizi için uygun olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla uygulamanın belirli analiz kısımlarında Tek Yönlü ve İki Yönlü ANOVA analizleri kullanılmıştır.

### 4.8.4. Regresyon Analizi

Ekonomi ve işletme alanlarında yapılan araştırmalarda, ekonomik değişkenin tek bir bağımsız değişkenle açıklanması mümkün olmamakla birlikte değişkenler karmaşıktır. Birden fazla değişken bir araya gelerek bir değişkeni etkileyebileceği gibi bu değişkenler kendi aralarında da birbirlerini etkilemektedirler. Tanımsal olarak regresyona bakıldığında; bilimsel istatistik amacı ile oluşturulan veri setinden, bir bağımlı ve bir bağımsız değişken arasındaki ilişkiyi ölçmek için yapılan analize basit regresyon (Simple Regresyon Analysis) adı verilir. Bir bağımlı ve birden çok bağımsız değişken ile yapılan analize ise çoklu regresyon (Multiple Regresyon Analysis) adı verilir. Regresyon analizinde, değişkenler arasındaki ilişki doğrusal ise doğrusal regresyon, eğer doğrusal olmayan bir ilişki mevcut ise doğrusal olmayan regresyon olarak nitelendirilir. Regresyon analizinde bağımsız değişken x'de bir birimlik değişiminin bağımlı değişken y'de ne kadarlık bir değişim yarattığı söz konusudur (Orhunbilge, 2002:16). Bu uygulamadaki veri seti çoklu regresyon modeli için uygun olup çoklu regresyon analizi yapılacaktır.

Bir bağımsız ve bir bağımlı değişken arasındaki ilişkinin doğrusal olarak denkleminde, deterministik bileşen  $\beta_0 + \beta_1 x$  şeklinde olduğunda ve rassal hata  $\varepsilon$  ile gösterildiğinde model:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x + \varepsilon \quad (15)$$

şeklinde oluşur. Bu modelde;

$\beta_0$ : Regresyon doğrusunun y eksenini kestiği nokta

$\beta_1$ : Regresyon doğrusunun eğimi. X'deki bir birimlik artışa karşılık y'nin deterministik bileşenindeki farklılık

$\varepsilon$  : Rassal hata olarak tanımlanmaktadır.

Regresyon analizinde, bir bağımlı değişken ve bir bağımsız değişken ile değişkenlik hakkında yeterince bilgi ve açıklayıcı bir sonuç elde etmemiz çoğu zaman mümkün olmayabilir. Bu tür uygulamalarda, çoklu regresyon modelinin kullanılacağı daha önce belirtilmiştir. Y gibi bir bağımlı ve x ve z gibi bağımsız değişkenin olduğu çoklu regresyon modeli (Gürsaka1, 1997:279) :

$$y = \beta_0 + \beta_1 x + \beta_2 z + \varepsilon \quad (16)$$

olarak belirlenmekle birlikte, bağımsız değişken sayısına göre tahmin edilecek parametre ve değişkenler değiştirilir. Modelde belirtilen  $\varepsilon$  modelin, stokastik olduğunu ifade etmekle birlikte modele dâhil edilmeyen değişkenleri içerir.

Buna ek olarak model spesifikasyonunda yapılan hatların etkisi hata terimine yansımakla beraber çoklu regresyon modeli varsayımları aşağıdaki gibidir (Albayrak vd., 2010:259):

1. Normal dağılım.
2. Doğrusallık.
3. Hata teriminin ortalaması sıfırdır.
4. Sabit varyans
5. Otokorelasyon olmaması
6. Bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantının olmamasıdır.

Çoklu doğrusal regresyonda,  $H_0$  hipotezi tüm regresyon katsayılarının sıfıra eşit olduğu şeklinde kurulurken ( $H_0 = \beta_1 = \beta_2 \dots \dots \dots = \beta_p = 0$ ),  $H_a$  hipotezi en az bir  $\beta_1$ 'nin sıfırdan farklı olduğu varsayılarak kurulum yapılır. Veri setindeki parametre değerlerinin istatistiksel olarak anlamlılığı için ayrı ayrı t testi ve modelin tamamı için anlamlı olup olmadığını belirlemek adına F testine bakılır. Genel olarak çoklu regresyon modelinde, hipotezin kabul edilebilmesi için; F, T,  $R^2$  ve significant değerlerine bakılarak yorumlar eşliğinde analiz sonuçlandırılır.

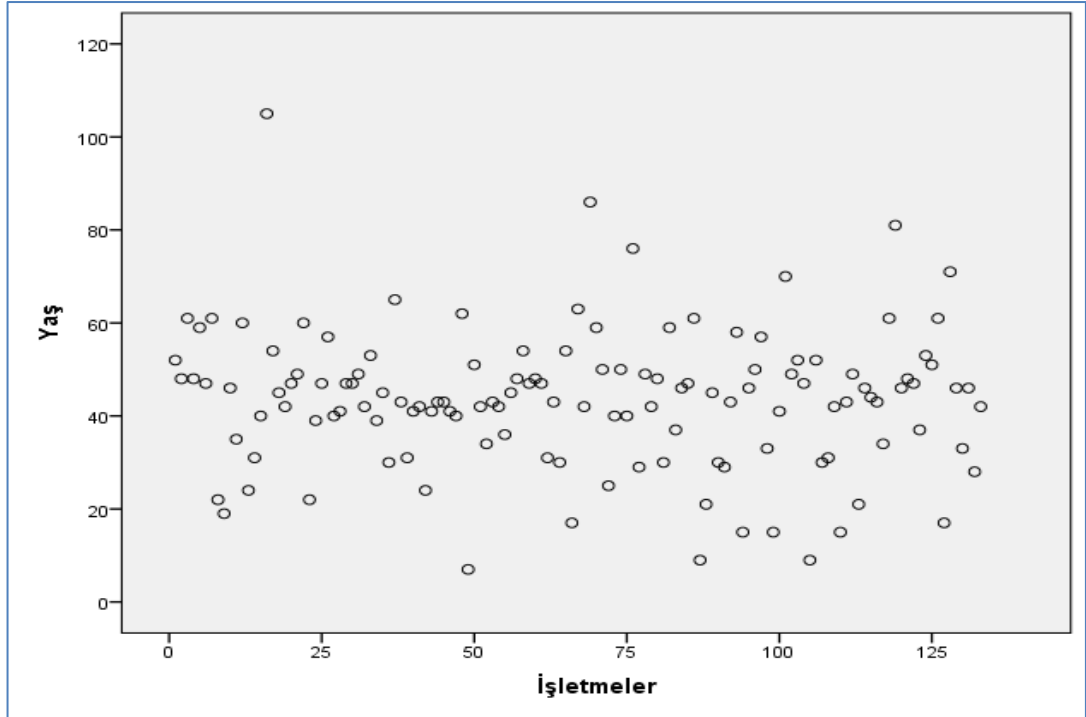
## 4.9. Uygulamanın Bulguları ve Sonuçları

### 4.9.1. Veri Setinin Betimsel İstatistikleri

2010-2013 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren imalat işletmelerinin toplam 532 adet finansal verisinde; sermaye yoğunluğu, sahiplik yapısı, sermaye yapısı (yabancı kaynak/toplam kaynak), işletmelerin kârlılığı (aktif kârlılık), finansal yapı oranları ve kârlılık oranları değişkenleri kullanılmıştır. Uygulama kapsamında belirlenen değişkenler, yapılan literatür çalışması ve oluşturulan hipotezler çerçevesinde belirlenerek, veriler istatistiksel hale getirilmiştir.

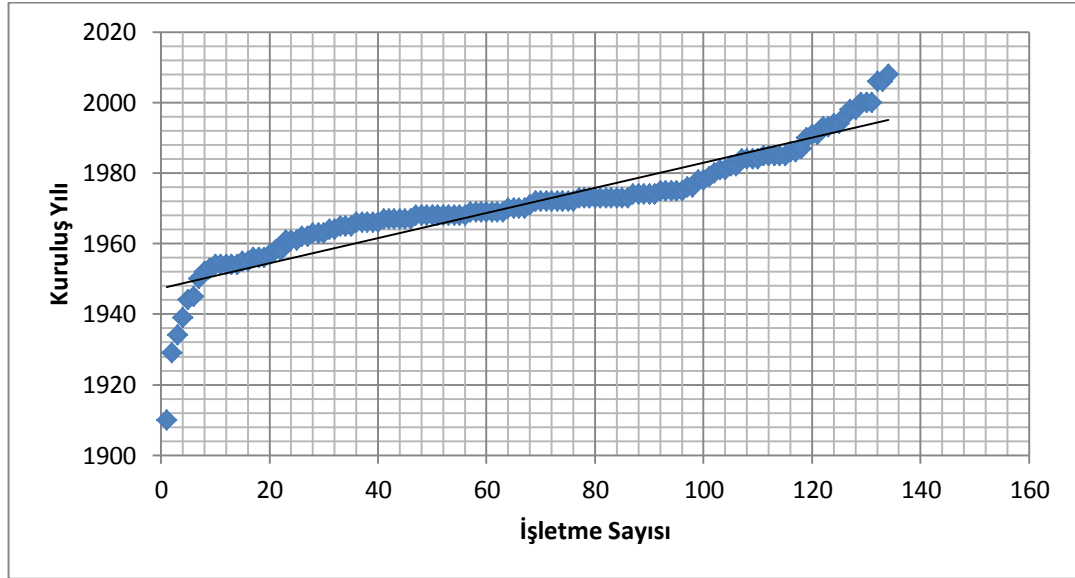
Uygulamaya konu işletmelerin kuruluş aşamaları incelendiğinde; en eski işletme, 1910 yılında kurulmuş olan Aslan Çimento A.Ş. ve en yeni işletme ise 2008 yılında kurulmuş olan Eczacı Başı Yapı Gereçleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'dir. Analiz yapılan işletmelerin tamamının yaş ortalamaları 44.40 yıldır.

#### Şekil 1: İşletmelerin Yaş Grafiği



Şekil 1’de işletmelere ait yaş grafiği gösterilmiştir. Bu kapsamda imalat işletmeleri alt sektörlerinden; ambalaj sektörü işletmelerinin yaş ortalaması 38.33 yıl, elektrik sektörü işletmelerinin 33.62 yıl, gıda sektörü işletmelerinin 36.95 yıl, kimya sektörü işletmelerinin 45.25 yıl, ana metal işletmelerini 47.46 yıl, metal eşya sektörü işletmelerinin 46.86 yıl, tekstil sektörü işletmelerinin 41.23 yıl, taşa ve toprağa dayalı sektörlerin 51.17 yıl ve diğer (alt sektöre girmeyen) işletmelerin yaş ortalaması ise 43.1 yıl olarak saptanmıştır. İşletmelerin sayısı ve kuruluş yıllarına ait şekil aşağıda verilmiştir. İşletmelerin kuruluş yıllarının sergilemiş olduğu grafik doğrusal ve yükselen şekildedir.

## Şekil 2: İşletmelerin Kuruluş Yılları



Şekil 2’de görüldüğü üzere işletmelerin kuruluş dönemi 1940-1950 yıllarına kadar aralıklı bir aşama ile gerçekleşmiş olup, 1960 yılından sonra daha sık ve yükselen bir aşama kaydetmiştir. İşletmelerin kuruluş aşamasında birden yükselen ivme göstermesinin sebebi; Türkiye’nin 1. Dünya savaşından yeni çıkmış olması ve rejiminde meydana gelen değişiklikler dolayısıyla, ülkenin 1910 ve 1950 yılları arasında yaşamış olduğu ekonomik ve politik sıkıntılar olarak yorumlayabiliriz.

Çizelge 11’de, literatür taraması ve uygulama hipotezleri çerçevesinde belirlenen değişkenler ve belirlenme şekilleri verilmiştir. Belirlenen değişkenler hesaplanarak elektronik tablola programı microsoft excel’de toplanmıştır. Excel veri tablosundaki değişkenlerin, SPSS programına giriş aşamasında isimlerinin yalınlık oluşturması nedeniyle harf değerleri daraltılmıştır.

**Çizelge 11: Uygulamada Kullanılan Değişkenlerin Tanımı ve Hesaplanma Yöntemleri**

Terimler	Değişken Tanımı	Yöntem
EBO	EN BÜYÜK HİSSEDAR	İŞLETME SERMAYESİNİN HALKA AÇIK KISMINDAN SONRA EN BÜYÜK SERMAYE PAYI ORANI
EBO3	EN BÜYÜK ÜÇ HİSSEDAR	İŞLETME SERMAYESİNİN HALKA AÇIK KISMINDAN SONRA EN BÜYÜK ÜÇ SERMAYEDARIN PAY ORANI
AİŞ	AİLE İŞLETMESİ	İŞLETME SERMAYESİNİN HALKA AÇIK KISMINDAN SONRA HÂKİM PAY ORANI
YABSAH	YABANCI SAHİPLİĞİ BULUNAN İŞLETMELER	İŞLETME SERMAYESİNİN HALKA AÇIK KISMINDAN SONRA HÂKİM PAY ORANI
YABOR	YABANCI ORTAKLIĞI BULUNAN İŞLETMELER	İŞLETME SERMAYESİNDE İŞTİRAKİ PAY ORANI
YABORPA	YABANCI SAHİPLİĞİ VEYA ORTAKLIĞININ HİSSE MİKTARI	İŞLETME SERMAYESİNİN HALKA AÇIK KISMINDAN SONRA HÂKİM VEYA İŞTİRAKİ PAY ORANI
KİT	KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİ	İŞLETME SERMAYESİNİN HALKA AÇIK KISMINDAN SONRA HÂKİM PAY ORANI
ESOP	ÇALIŞAN SAHİPLİĞİ	İŞLETME SERMAYESİNİN HALKA AÇIK KISMINDAN SONRA HÂKİM PAY ORANI
BGMZ	BAĞIMSIZ İŞLETLER	HOLDİNGE VEYA BİR GRUBA BAĞLI OLMAYAN İŞLETMELER
HOLDVG	HOLDİNGE VEYA BİR GRUBA BAĞLI İŞLETMELER	HOLDİNGE VEYA BİR GRUBA BAĞLI OLAN İŞLETMELER
KARL	İŞLETMENİN KÂRLILIĞI	FAALİYET KÂRI / TOPLAM VARLIKLAR
SATKR	SATIŞLARIN KÂRLILIĞI	NET KÂR / TOPLAM SATIŞLAR
BORÇ	BORÇ ORANI (SERMAYE YAPISI)	TOPLAM YABANCI KAYNAK / TOPLAM KAYNAKLAR
ÖZKYAK	ÖZ KAYNAĞIN YABANCI KAYNAKLARA ORANI	ÖZ KAYNAK / YABANCI KAYNAK
KVBTK	KISA VADELİ BORÇLAR	KISA VADELİ BORÇLAR / TOPLAM KAYNAKLAR
UVBTK	UZUN VADELİ BORÇLAR	UZUN VADELİ BORÇLAR / TOPLAM KAYNAKLAR
DUVTOV	DURAN VARLIK ORANI	DURAN VARLIKLAR / TOPLAM VARLIKLAR



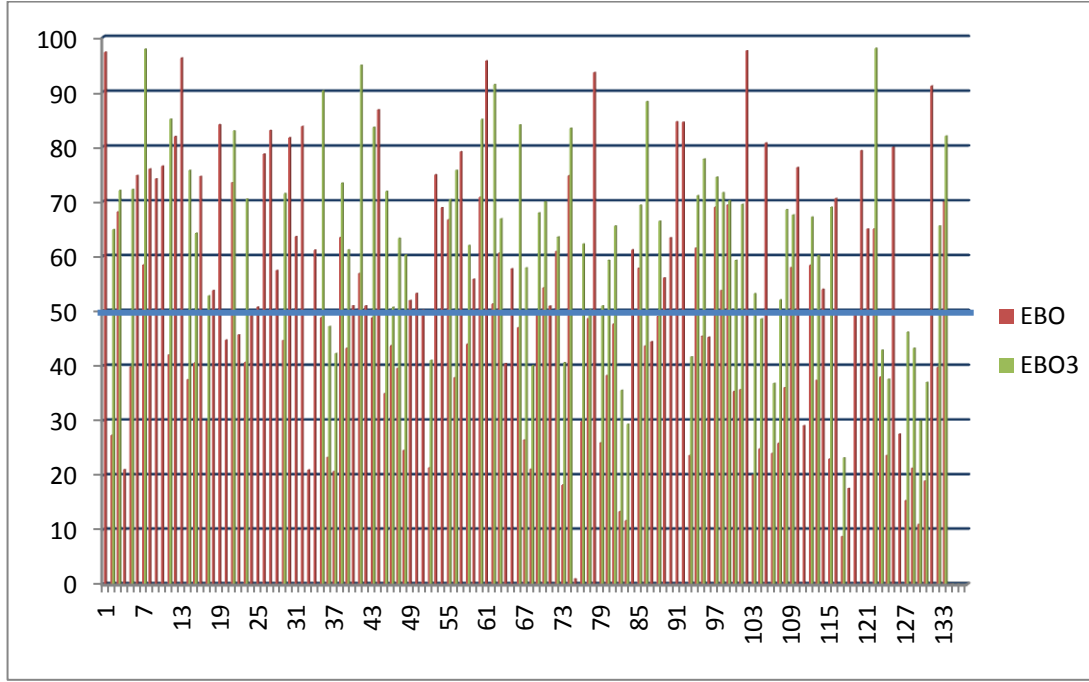
Uygulama kapsamında belirlenen bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait betimsel istatistikler Çizelge 12’de sergilenmiş olup değişkenlere ait; minimum, maksimum ve ortalama değerleri hesaplanarak gösterilmiştir.

**Çizelge 12: Uygulamada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlerin Betimsel İstatistikleri**

Değişkenlere Ait Betimsel İstatistik					
	Değişken Türü	Yayıma Alanı	Minimum	Maksimum	Ortalama
<b>EBO</b>	Bağımsız	99	0	99	50,48
<b>EBO3</b>	Bağımsız	95	4	99	62,12
<b>YABORPA</b>	Bağımsız	99	0	99	51,96
<b>KARL</b>	Bağımlı/Bağımsız	7,91	-1,11	6,8	0,04
<b>SATKR</b>	Bağımsız	7,85	-5,12	2,73	0,04
<b>BORÇ</b>	Bağımlı	8,66	0,01	8,67	0,52
<b>ÖZSERM</b>	Bağımsız	8,66	-7,67	0,99	0,48
<b>ÖZKYAK</b>	Bağımsız	-0,88	90,61	2,67	6,72
<b>KVBTOK</b>	Bağımlı	0,01	8,62	0,39	0,54
<b>UVBTOK</b>	Bağımsız	2,12	0	2,12	0,13
<b>DUVTOV</b>	Bağımsız	0,84	0,03	0,87	0,46

Betimsel istatistikler sonucunda veri setinde 133 işletmeye ait değişkenlerin analizi yapılmıştır. İmalat işletmelerinin tamamındaki ortalamalar; en büyük paya sahip hissedarın payı % 50.48, yabancı ortakların payı % 51.96, işletmelerin aktif kârlılıkları % 4, satışların kârlılığı % 4, borç oranı (yabancı kaynak / toplam kaynak) % 52, öz kaynak oranı (öz kaynak / toplam kaynak) % 48, kısa vadeli borç oranı % 54, uzun vadeli borç oranı % 13 ve duran varlık oranı % 46 olarak saptanmıştır.

### Şekil 3: Sahiplik Yapısında Yoğunlaşma

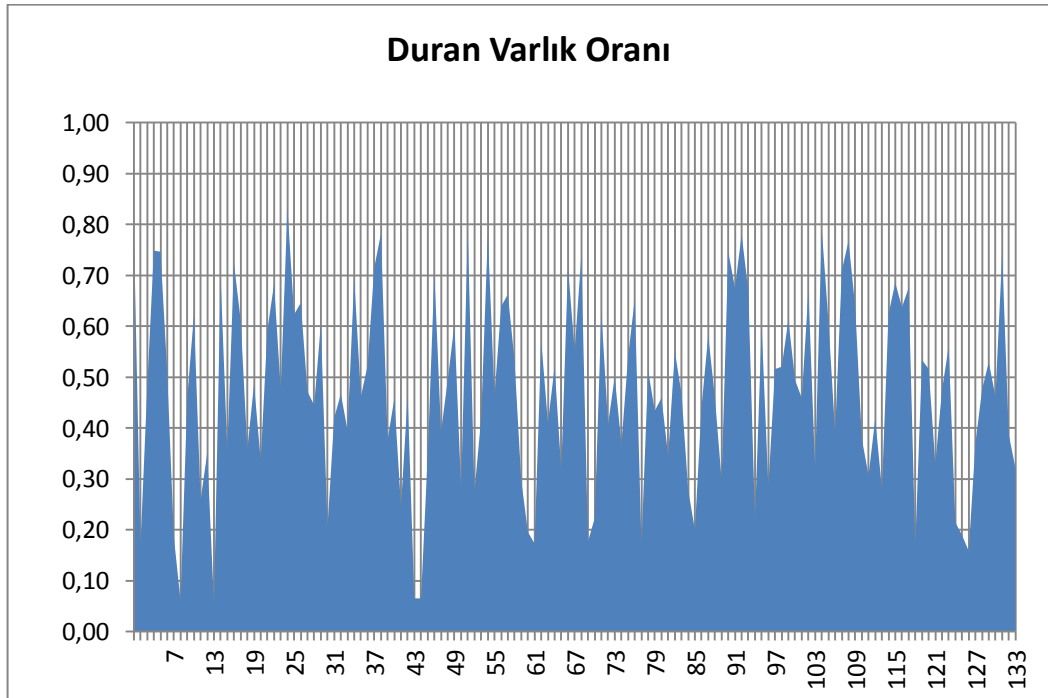


Şekil 3'te işletmelerin sahiplik yapısındaki yoğunlaşma gösterilmiştir. İşletmelerin sahiplik yapısı kapsamında, en büyük paya sahip hissedarın ortalama payı % 50.48 iken en büyük paya sahip üç hissedarın ortalama payı % 62.12 olarak saptanmıştır. Bu oran sırasıyla, gıda işletmelerinde % 46.23 ve % 56.37, tekstil sektöründe % 42.41 ve % 54.48, taş ve toprağa dayalı sektörde % 55.48 ve % 67.50, kimya sektöründe % 50.66 ve % 74.94, ambalaj sektöründe % 53.66 ve % 63.40, ana metal sektöründe % 62.20 ve % 64.14, metal eşya sektöründe % 51.70 ve % 68.41, elektrik sektöründe % 46.53 ve % 64.58 ve diğer (alt sektöre girmeyen) sektörlerde % 48.59 ve % 65.35 olarak gerçekleşmiştir. İmalat işletmelerinde sermaye yoğunluğu olarak en büyük paya sahip hissedar, işletmenin % 99.46 oranında payına sahip olup sermaye yoğunluğunun en düşük olduğu işletmede en büyük hissedar işletmenin % 1.26'sına sahiptir. En büyük üç ortağın payı temel alındığında, en büyük üç ortağın payının en yüksek olduğu işletmede ortaklar işletmenin % 98.8 oranda payına sahip iken sermaye yoğunluğunun az olduğu işletmede en büyük üç ortağın payı % 3.97'dir.

Uygulama kapsamındaki 133 işletmede; yabancı ortağın payının ortalaması 2010 yılında 40 işletmede % 51.23, 2011 yılında 38 işletmede % 51.42, 2012 yılında 40 işletmede % 50.52 ve 2013 yılında 38 işletmede % 52.81'dir. Yabancı ortaklık payları incelendiğinde, yabancı payı bulunan işletmeler ağırlıklı olarak; taş ve toprağa dayalı, gıda ve metal eşya alt sektörlerinde yoğunlaşmıştır.

Uygulamanın veri seti kapsamında, 2010-2013 yılları arasında faaliyet gösteren imalat işletmelerinin, 59 tanesi holdinge veya bir şirket grubuna bağlı iken kalan 74 tanesi herhangi bir şirket grubuna veya holdinge bağlı değildir. İşletmelerden 44 tanesinde aile sahipliği söz konusudur. Aile işletmeleri incelendiğinde; gıda sektöründe 4, tekstil sektöründe 14, taş ve toprak sektöründe 2, ambalaj sektöründe 3, elektrik sektöründe 3, kimya sektöründe 5, ana metal sektöründe 1, metal eşya sektöründe 8 ve diğer sektörlerde 2 işletme aile sahipliğindedir. Yabancı sahipliği bulunan işletmelerin sayısı toplam 19 olup, yabancı ortaklığı bulunan işletmelerin sayısı ise 21'dir. Kamu İktisadi Teşebbüsü (KİT) bulunan işletme sayısı 2 tanedir. KİT kapsamındaki işletmeler devlet sahipliği kategorisinde analize dâhil edilmiştir. Çalışan sahipliği (ESOP) bulunan işletme sayısı 2010-2013 yıllarında 1 tanedir. Aşağıdaki şekilde uygulamaya konu işletmelerin, duran varlıklarının toplam aktiflere oranına ait şekil sergilenmiştir.

**Şekil 4: İşletmelerde Duran Varlık Oranı**

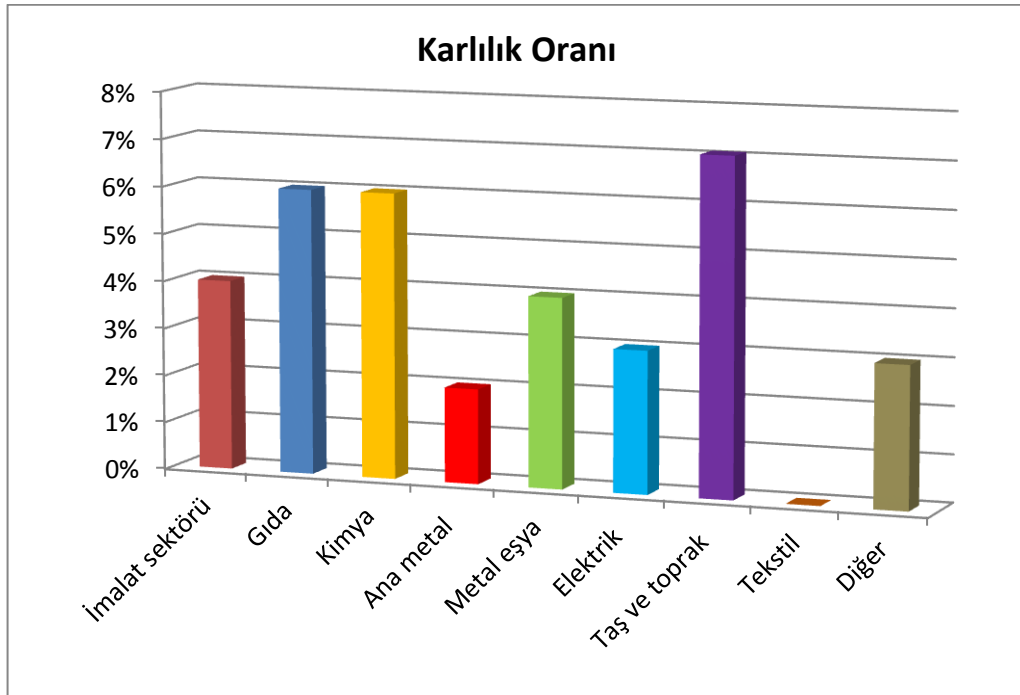


İşletmelere ait duran varlık oranı Şekil 4'te sergilenmiş olup, duran varlık oranı işletmelerin tamamı için ortalama % 46 oranındadır. Duran varlık oranı ortalaması 2010 yılı için % 47, 2011 yılı için % 44, 2012 yılı için % 47 ve 2013 yılı için % 45 olarak tespit edilmiştir. Duran varlık oranı alt sektörler bazında incelendiğinde; gıda sektörü için % 46, tekstil sektörü için % 54, taşa ve toprağa dayalı sektörde % 57,

kimya sektöründe % 44, ambalaj sektöründe % 51, ana metal sektöründe % 46, metal eşya sektöründe % 37, elektrik sektöründe % 30 ve alt sınıfa girmeyen grupta % 49 olarak bulunmuştur. Uygulamaya konu veriler doğrultusunda en fazla duran varlığa sahip işletmeler taş ve toprağa dayalı sektörlerde tespit edilmiştir.

İşletmelerin kârlılık oranları (aktif kârlılık) incelendiğinde, imalat işletmelerinde ortalama kârlılık oranı % 4'tür. Bu oran 2010 yılı için % 2.7, 2011 yılı için % 2.9, 2012 yılı için % 3 ve 2013 yılı için % 7 olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki şekilde imalat sektörü ve alt sektörlerinin, kârlılık oranlarının ortalamaları sunulmuştur.

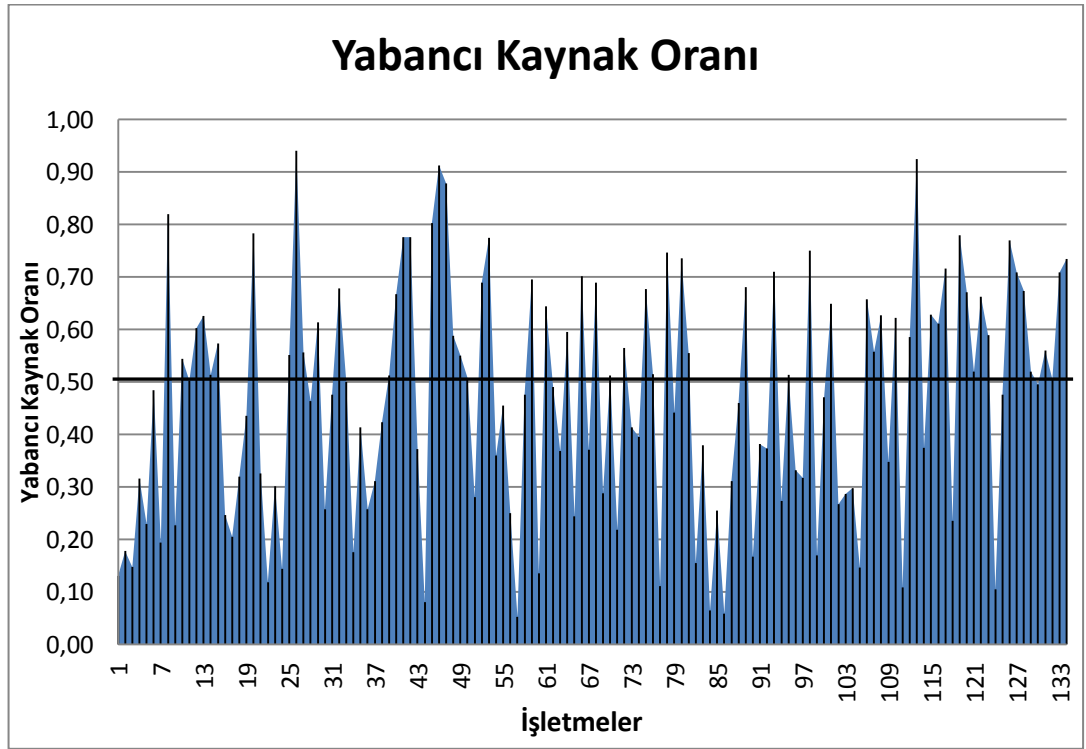
**Şekil 5: İşletmelerde Kârlılık Oranı**



İşletmelerin kârlılık analizleri faaliyet karının, toplam varlıklara oranlanması ile tespit edilmiştir. Gıda ve kimya sektöründeki işletmelerde kârlılık oranı % 6, taş ve toprak sektöründe % 7, ana metal sektöründe % 2, metal eşya sektöründe % 4, elektrik sektöründe % 3 ve diğer işletmelerde % 3 olarak tespit edilmiştir. Tekstil işletmelerinde kârlılık oranı % -1 olarak tespit edilmiş olup negatif eğimli olduğu için kârlılık oranını gösteren sütun çizelgede gösterilmemiştir.

İşletmeler faaliyetlerini devam ettirmek ve kârlılıklarını artırmak için yeni projeler ve ürünler geliştirerek satışa sunarlar. İşletmelerde meydana gelen bu yenilikler veya mevcut faaliyetlerin devam ettirilebilmesi için belirli miktarlarda yabancı kaynağa gereksinim vardır. Ancak yabancı kaynak gereksinimi, her işletme ve sektör için farklılık göstermektedir. Yabancı kaynak miktarının işletme ve sektöre göre farklılık oluşturması birçok araştırmaya konu olmuştur. Bu uygulamada da sermaye yapısı (borç) ve sahiplik yapısı parametreleri arasındaki ilişki analiz edilecektir. Aşağıdaki şekil işletmelerin sermaye yapısı oranlarını sergilemektedir.

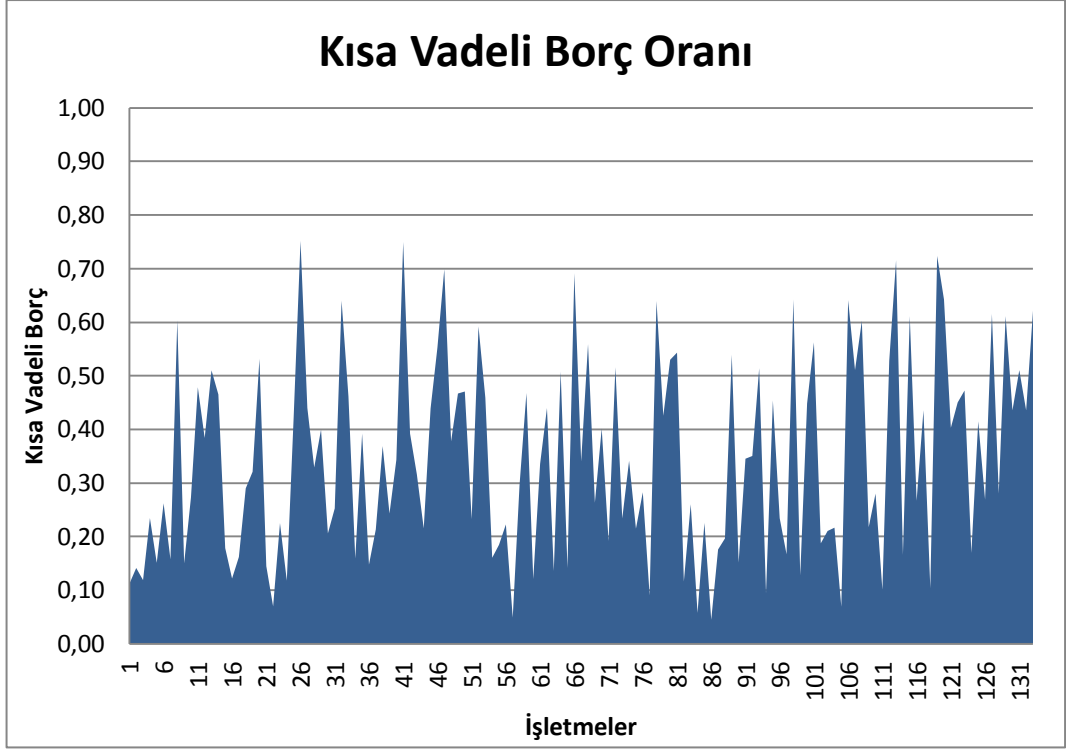
**Şekil 6: İşletmelerde Sermaye Yapısı (Yabancı Kaynak / Toplam Kaynak) Oranı**



Uygulama kapsamındaki işletmelerin yabancı kaynak oranlarının ortalaması Şekil 6'da gösterilmiş olup bu oran; 2010 yılı için % 49, 2011 yılı için % 52, 2012 yılı için % 53 ve 2013 yılı için % 53 olarak tespit edilmiştir. İmalat işletmeleri alt sektörler bazında incelendiğinde; gıda sektörü için yabancı kaynak oranı ortalaması % 80, tekstil sektörü için % 48, taşa ve toprağa dayalı sektörler için % 28, kimya ve ana metal sektörü için % 45, metal eşya sektörü için % 61, ambalaj sektörü için % 55, elektrik sektörü % 56 ve alt sektöre girmeyen işletmeler için % 42 olarak gerçekleşmiştir.

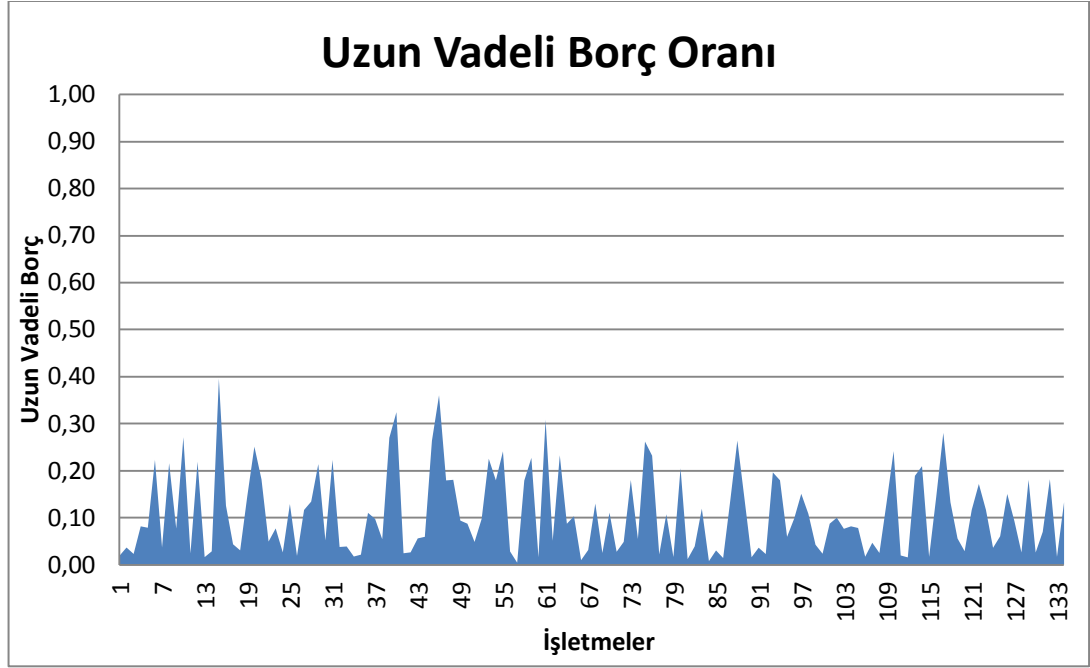
Sermaye yapısı (yabancı kaynak miktarı) ayrıntılı olarak incelendiğinde, işletmelerin ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlanma yoluna gittikleri belirginlik kazanmıştır. İşletmelerin kısa vadeli borçlarının grafiksel olarak gösterimi aşağıdaki şekilde sunulmuştur.

**Şekil 7: İşletmelerde Kısa Vadeli Borç Oranı**



Şekil 7’de işletmelerin kısa vadeli borçları sergilenmiş olup işletmelerin kısa vadeli borçlarının genel ortalaması % 39’dur. Bu oran, 2010 yılında % 37, 2011 yılında % 39, 2012 yılında % 41 ve 2013 yılında % 37 oranındadır. Alt sektörlerde kısa vadeli borç oranı; gıda işletmelerinde % 64, tekstil işletmelerinde % 38, taşa ve toprağa dayalı işletmelerde % 18, kimya işletmelerinde % 32, ana metal işletmelerinde % 34, metal eşya işletmelerinde % 45, ambalaj işletmelerinde % 37, elektrik işletmelerinde % 43 ve alt sektöre girmeyen işletmeler için % 31’dir.

**Şekil 8: İşletmelerde Uzun Vadeli Borç Oranı**



İşletmelere ait uzun vadeli borçların grafiksel gösterimi Şekil 8’de sergilenmiş olup işletmelerin uzun vadeli borçlarının genel ortalaması % 13’tür. Bu oran 2010 yılında % 11, 2011 yılında % 12, 2012 yılında % 11 ve 2013 yılında ise % 16 olarak tespit edilmiştir. Alt sektörler bazında uzun vadeli borç oranı; gıda sektöründe % 15, tekstil sektöründe % 09, taşa ve toprağa dayalı sektörlerde % 10, kimya sektöründe % 10, ana metal sektöründe % 12, metal eşya sektöründe % 15, ambalaj sektöründe % 17, elektrik sektöründe % 12 ve alt sektöre girmeyen işletmeler için % 11’dir.

Uygulamaya ait veriler incelendiğinde, işletmelerin yabancı kaynak ihtiyacı söz konusu olduğunda genellikle kısa vadeli borçlanma yoluna gitmektedirler. Bunun nedeni kısa vadeli borçlanmanın finansman gideri daha düşüştür. Ayrıca kısa vadeli borçlanmalar, faaliyet yılı içerisinde geri ödendiği için büyük bir kısmı üretim safhasında kullanılmaktadır. Uzun vadeli borçlanmalar ise genelde yatırım, üretim makinaları, bina gibi duran varlıklar kapsamında kullanılmaktadır.

#### 4.9.2. Faktör Analizi Sonuçları

Uygulamanın veri seti kapsamında belirlenen değişkenlerin, birbiriyle olan ilişkilerini anlamlı ve birbirinden bağımsız faktörler haline getirebilmek için faktör analizi yapılmaktadır. Değişkenler arasındaki ilişkiyi ya da yapı geçerliliğini ortaya çıkarmak için yapılan bir analiz türüdür. Değişkenler arasında, faktör analizi sonrasında sıfırdan büyük olan 11 değişken modele dâhil edilmiştir. İki değişken faktör analizi sonucu elenmiş olup toplam değişken sayısı 13'tür. Faktör analizi kapsamında öncelikle değişkenlerin korelasyon matrisi oluşturulmuş ve daha sonra Barlett testi ve Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) testleri yapılmıştır.

Faktör analizi yapılmadan önce veri setinin analiz için uygun olup olmadığının tespit edilmesi gerekir. Veri setinin uygunluğunun belirlenmesinde korelasyon katsayıları incelenerek sonuca ulaşılır. Elde edilmesi gereken en önemli sonuç, değişkenler arasındaki korelasyonun yüksek olmasıdır. Korelasyonun yüksek olması değişkenlerin ortak etki yapma olasılığını artırırken, düşük olması ise ortak etki faktörünü azaltmaktadır. Korelasyon katsayıları "0" ile "1" arasında değer alır. Eğer korelasyon katsayısı "0" ise değişkenler arasında hiç ilişki olmadığı, "1" ise değişkenler arasında tam anlamıyla bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılır. Aşağıdaki çizelgede sunulan korelasyon katsayıları, SPSS programı 20.0 versiyonu aracılığıyla ölçülmüştür.

**Çizelge 13: Uygulamada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi**

Korelasyon Matrisi (Correlation Matrix)									
	EBO	EBO3	YABORPA	KARL	SATKR	BORÇ	ÖZKYAK	UVBTOK	DUVTO V
EBO	1,000	,784	,193	,069	,144	,383	-,071	,079	,133
EBO3	,784	1,000	,344	,053	,134	,281	-,079	-,028	-,025
YABORPA	,193	,344	1,000	-,004	,026	-,059	-,058	-,021	,027
KARL	,069	,053	-,004	1,000	,460	,243	,110	,618	-,108
SATKR	,144	,134	,026	,460	1,000	,129	,073	,268	-,112
BORÇ	,383	,281	-,059	,243	,129	1,000	,975	,361	-,101
ÖZSERM	,049	,080	,059	-,243	-,129	-1,000	-,975	-,361	,101
ÖZKYAK	-,071	-,079	-,058	,110	,073	,975	1,000	,143	-,134
UVBTOK	,079	-,028	-,021	,618	,268	,361	,143	1,000	,109
DUVTOV	,133	-,025	,027	-,108	-,112	-,101	-,134	,109	1,000



İlk aşamadan sonra yapılacak olan Barlett testi ve KMO testidir. Korelasyon matrisinde değişkenler arasındaki ilişkinin tamamı açıklanamasa da bir kısmı açıklanmış durumdadır. KMO testlerinde, korelasyon testlerinde olduğu gibi “0” ve “1” arasında değerler oluşur. KMO değeri, “1” sayısına ne kadar yaklaşırsa uygulama için belirlenmiş veri seti, faktör analizine o kadar uygun demektir. KMO değerinin faktör analizi yapılabilmesi için 0,50’den büyük olması gerekmektedir. KMO değeri bize kısaca, veri setinin analiz için uygun olup olmadığını ifade eder.

Barlett testi ise değişkenler arasındaki ilişkinin korelasyon için yeterli olup olmadığını gösterir. Başka bir ifade ile verilerin çok değişkenli normal dağılıma uygunluğunu ve faktör analizi için veri setinin anlamlılığını belirtir. Aşağıdaki çizelgede SPSS programının 20.0 versiyonu aracılığı ile yapılan KMO ve Barlett testleri sunulmuştur.

**Çizelge 14: KMO ve Barlett Testleri**

<b>KMO ve Bartlett's Testi</b>		
Örneklem Yeterliliği KMO Ölçümü		<b>,696</b>
Dairesel Bartlett's Testi	Yaklaşık olarak, Ki-Kare	10067,628
	df	66
	Sig.	<b>0,00</b>

Veri setinin faktör analizi için uygun olup olmadığını tespit etmek gerekirse; KMO değeri 0,696 olup  $KMO > 0,50$  ve dolayısıyla veri seti analiz için uygundur. KMO testinden sonra bakılması gereken değer P (sig.) değeridir. Bu nedenle  $sig = 0,001 < 0,05$  olup korelasyon matrisi birim matrisi olmamakla birlikte veriler normal dağılım göstermiştir. Bir değişkenin veri setindeki diğer değişkenler ile paylaştığı varyans miktarını gösteren çizelge aşağıda gösterilmiştir.

**Çizelge 15: Ortak Varyans Tablosu**

Ortak Varyans		
	Başlangıç Değeri	Oluşan Değer
EBO	1,000	,811
EBO3	1,000	,848
YABORPA	1,000	,582
KARL	1,000	,748
SATKR	1,000	,619
BORÇ	1,000	,989
ÖZSERM	1,000	,989
ÖZKYAK	1,000	,211
UVBTOK	1,000	,759
DUVTOV	1,000	,602

Ortak varyans tablosunda düşük olarak seyreden değerler analizden çıkarılarak da faktör analizi yapılabilmektedir. Bu durumda faktör analizinin yeniden yapılması ve yorumlanması gerekmektedir. Bu kapsamda "ÖZKYAK" değişkeni faktör analizinden çıkarılmış ancak önemli bir değişiklik görülmemiştir. Eğer Ortak Varyans tablosundaki değerler 1 değerinin üstünde olsa idi; veri setinin çok küçük olduğu ya da uygulama kapsamında az sayıda faktörün belirlendiği yargısına varılırdı. Ancak bu uygulama için bu yargı söz konusu değildir.

**Çizelge 16: Özdeğer İstatistiğine Bağlı Faktör Sayısı ve Varyans Açıklaması**

Toplam Varyans Açıklaması									
Bileşen	Başlangıç Öz Değer			Gerçek Faktör Yükleri Toplamı			Rotasyon Sonrası Faktör Yükleri		
	Toplam	Varyans %	Kümülatif %	Toplam	Varyans %	Kümülatif %	Toplam	Varyans %	Kümülatif %
1	3,326	30,235	30,235	3,326	30,235	30,235	3,044	27,670	27,670
2	2,138	19,433	49,668	2,138	19,433	49,668	1,980	17,997	45,667
3	1,543	14,027	63,695	1,543	14,027	63,695	1,976	17,967	63,634
4	1,109	10,082	73,777	1,109	10,082	73,777	1,116	10,144	73,777
5	,963	8,752	82,530						
6	,789	7,174	89,704						
7	,638	5,803	95,506						
8	,317	2,884	98,391						
9	,177	1,609	100,000						
10	,000	0,02	100,000						
11	,000	0,02	100,000						

Sonuç olarak, başlangıç verileri ile faktörler tespit edilmiş, faktör yükleri matrisi ile faktör ve değişkenler arası korelasyonlar ortaya konulmuştur. Veri setine ait varyans çizelgesinde birinci faktör toplam varyansın % 27'sine etki edebilmekte iken, ikinci faktörün etkisi de eklendiğinde bu oran % 45 seviyesine çıkabilmektedir. Üçüncü faktörle bu oran % 63 ve dördüncü faktör ile % 73 seviyesine ulaşabilmektedir. Buradan çıkarılan sonuçla 11 değişken arasından 4 faktör belirginleşmiştir.

#### **4.9.3. Varyans Analizi Sonuçları**

Varyans analizleri kapsamında, uygulama amaçları doğrultusunda belirlenen ve metrik düzlemde ölçümü yapılan bir değişken ile bir veya daha çok nominal değişken arasındaki istatistiksel bağlantı ortaya çıkarılmaktadır. Uygulamanın bu kısmında, SPSS programının 20.0 versiyonu aracılığı ile belirlenen değişkenlere ait analiz sonuçları çizelgeler halinde sunulacaktır. Varyans analizinde anlamlılık değeri (sig.) 0,05 olarak temel alınmıştır. ANOVA tablosundaki sig<0,05 olması değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlılığını ifade etmektedir. Homojenlik tablosundaki sig>0,05 olması varyansların homojen olarak dağıldığını ifade eder. Varyanslar homojen olarak dağılmaması durumunda (sig<0,05), SPSS One-Way ANOVA analiz tablosunda Post-Hoc testlerinden Equal Varyans Not Assumed seçeneğindeki testlerin herhangi birisinin seçilmesi ile analize devam edilmelidir. Post-Hoc testleri kapsamında birçok seçenek bulunmakla birlikte varyansların homojen dağılmaması durumunda yapılan analizlerin hepsinin temel işlevi aynıdır. Ayrıca varyansların homojen dağılmaması durumunda ANOVA analizinin ortalamaları karşılaştırma da kullanılan diğer bir testi olan Robust test yapılmıştır.

#### **Hipotez 1: İşletmelerin sahiplik yapısı, sermaye yapılarını etkiler.**

İşletmelerin sahiplik yapılarının, sektörel ve ekonomik değişkenler eşliğinde farklılıklar gösterdiği çalışmanın daha önceki kısımlarında belirtilmiştir. Hipotez 1 çerçevesinde de sermaye yapılarının, sahiplik yapılarına göre farklılıklar gösterdiği varsayılmaktadır. Bu varsayımdan dolayı Hipotez 1, sahiplik yapısı bakımından farklı farklı değerlendirilecek olup bu değerlendirme kapsamında alt hipotezler belirlenerek inceleme yapılmıştır.

H1a: İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'aile işletmesi' olması işletmenin sermaye yapısını etkiler.

**Çizelge 17: Varyans Analizi Sonuçları (H1a)**

ANOVA					
SERMAYE YAPISI					
	N	Ortalama	Std. Sapma	F	Sig.
Aile İşletmesi Olmayan	354	0,47	0,2349	7,204	<b>0,008*</b>
Aile işletmeleri	178	0,61	0,2462		
Toplam	532	0,52	0,2387		

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Varyansların Homojenlik Testi				Ortalama Eşitliğinin Sağlık Testi				
SERMAYE YAPISI				SERMAYE YAPISI				
Levene İstatistiği	df1	df2	Sig.		Statistic <sup>a</sup>	df1	df2	Sig.
11,48	1	530	<b>0,001*</b>	Welch	3,987	1	189,782	<b>,047*</b>
				Brown-Forsythe	3,987	1	189,782	<b>,047*</b>

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

ANOVA testinin sonuçlarına göre; aile işletmelerinin borç oranı % 61, aile işletmesi olmayan işletmelerinin borç oranı % 47'dir. Gruplar arasındaki fark istatistiksel olarak bakıldığında (sig=%0,008<0,05) % 99 güven seviyesinde anlamlıdır. Varyansların homojenliğine bakıldığında sig=0,01 olup homojenlik testinde sig. değerinin 0,05'ten büyük olması beklenir. Verilerin homojen olarak dağılmadığının tespit edilmesi nedeniyle ANOVA analizi tekrarlanmıştır. Yeniden yapılan analiz aşamasında, Post-Hoc test seçeneklerinden varyansların homojen olmaması durumunda yapılan, Games-Howell testi yapılmış olup ortaya çıkan sonuçlar % 99 güven seviyesindedir. Varyansların homojenliğinin, Games-Howell testi ile de istenilen değerde olmaması nedeniyle ANOVA analizinin ortalamaları karşılaştırma da kullanılan diğer bir testi olan Robust test yapılmıştır.

Robust test, varyansların homojen dağılmadığı durumlarda ortalamaları karşılaştırır ve ANOVA analizini destekler (Albayrak vd., 2010:137). Robust test sonucu elde edilen değer ( $\text{sig}=0,047<0,005$ ) anlamlılık seviyesinde olduğundan ortalamalar arasında farklılıklar vardır ve bu farklılıklar istatistiksel açıdan anlamlıdır. Ayrıca bağımsız örneklem t testinde de varyansların eşit olmadığı sonucuna ulaşılmış ve varyansların eşit olmadığı durumdaki anlamlılık değeri  $\text{sig}=0,047$  (% 95 güven seviyesi) anlamlılık seviyesi olarak teyit edilmiştir. T testi sonucunda da ortalamalar arasındaki farklılığın istatistiksel açıdan anlamlılığı test edilmiştir. Sonuç olarak, homojen olmayan varyansların farklılıkları robust test ile sınanmıştır. Bütün bu bilgilerin ışığında, aile işletmesi olan işletmeler ile aile işletmesi olmayan işletmelerin sermaye yapısı arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar olduğu tespit edilmiştir. Bu analiz sonucu doğrultusunda H1a kabul edilmiştir. Varyans analizi, Hipotez 1a kapsamında elde edilen sonuçlar, Sayman'ın (2012) bulgularını desteklemektedir.

Aile işletmelerinin daha hızlı karar almaları ve önemli finansal kararları daha çabuk ve kesin verebilmeleri bazı farklılıkları ortaya çıkarmaktadır. Aile işletmesi olmayan işletmelerin borçlanma derecelerinin daha düşük olmasının sebebi, finansal kararların alınması konusunda işletme yöneticilerinin etkisinin olduğu söylenebilir. Aile işletmelerinde birçok karar daha çabuk alınmakla birlikte ihtiyaç duyulduğunda daha fazla yabancı kaynağa da başvurabilmektedirler (Curimbaba, 2002:240). Aile işletmelerinde kararların daha kısa sürede alınabilmesinde, sahiplik ve yönetimin aile bireylerinde olmasının etkisi büyüktür. Ayrıca risk unsuru daha fazla olup, hem yönetici hem de hissedar olmalarından dolayı aile işletmelerinin aldıkları risk daha fazla bağlayıcı etki yapmaktadır. Başka bir husus ise, aile işletmelerinin temsilcilik maliyetlerinden uzak olmaları finansman giderlerinin daha az olmasını sağlar. Bu durum da borçların daha rahat ödenmesine ve maliyetlerin azalmasına olanak sağlamaktadır. Maliyet düşüklüğü, yönetici ve hissedar olan kişiler tarafından daha yüksek oranla borçlanma şeklinde üstünlük olarak değerlendirilebilir. İşletmenin amaçlarına ulaşmasında aile bireyleri gereken bütün adımların atılmasında etkili olacaklarından, faaliyetlerin daha yetkin olarak devam etmesinde finansman ihtiyacı kaçınılmaz olacaktır. Dolayısıyla yabancı kaynak miktarında da artış gerçekleşecektir. Bu nedenle aile bireyleri olan yönetici ve hissedarların, işletme amaçlarına ulaşmak için daha fazla çaba sarf ettikleri göz önünde bulundurulmalıdır (Erdem v.d., 2013:173).

H1b: İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'aile işletmesi' olması işletmenin kısa vadeli borçlarını etkiler.

**Çizelge 18: Varyans Analizi Sonuçları (H1b)**

ANOVA (Tukey Testi)					
KISA VADELİ BORÇLAR					
	N	Ortalama	Std. Sapma	F	Sig.
Aile İşletmesi Olmayan	354	0,34	0,1970	3,400	<b>0,003*</b>
Aile işletmeleri	178	0,48	0,2383		
Toplam	532	0,39	0,2122		

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Varyansların Homojenlik Testi				Ortalama Eşitliğinin Sağlamlık Testi				
KISA VADELİ BORÇLAR				KISA VADELİ BORÇLAR				
Levene İstatistiği	df1	df2	Sig.		Statistic <sup>a</sup>	df1	df2	Sig.
14,078	1	530	<b>0,001*</b>	Welch	3,987	1	185,992	<b>,031*</b>
				Brown-Forsythe	3,987	1	185,992	<b>,031*</b>

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Aile işletmelerinin kısa vadeli borç oranı % 48 iken, diğer işletmelerin kısa vadeli borç oranı % 34 olarak tespit edilmiştir. Varyansların homojenliği değerinin 0,05'ten (sig=0,001<0,05) küçük olması verilerin homojen dağılmadığını gösterir. Tukey testi sonrası anlamlılık seviyesinin sig=0,003 düzeyinde olduğu (% 99 güven seviyesi) sonucuna ulaşılmıştır. Verilerin homojen olarak dağılmadığının tespit edilmesinin ardından ANOVA analizi tekrarlanmıştır. Tekrarlanan analiz aşamasında, Post-Hoc test seçeneklerinden varyansların homojen olmaması durumunda yapılan, Games-Howell testi yapılmış olup ortaya çıkan sonuçlar % 99 güven seviyesinde anlamlıdır. Ancak varyansların homojenliği değeri bu test ile de sağlanamamıştır. Varyansların homojen dağılmadığı durumlarda yapılan Robust test yapılarak ortalamalar

arasındaki farklılıkların istatistiksel açıdan  $\text{sig}=0,031$  (% 97 güven seviyesi) anlamlılık seviyesinde olduğu tespit edilmiştir. Robust test ile bağımsız örneklem t testi sonuçları da birebir örtüşmektedir. Sonuç olarak varyansların eşit dağılmadığı tespit edilmekle birlikte, hipotez varyansların eşit olmaması durumundaki ANOVA karşılaştırmaları ile sınanmıştır. Yapılan analizler sonucunda, elde edilen anlamlılık seviyeleri ve ortalamalar arasındaki belirgin farkların tespit edilmesiyle H1b hipotezi kabul edilmiştir. Sonuç itibari ile aile işletmelerinin daha fazla kısa vadeli borçlanma yaptıkları imalat işletmeleri için genellenebilir olup tespit edilen bulgular; Akman (2012), Sakıncı (2008) ve Okuyan'ın (2009) bulgularını desteklemektedir.

Aile işletmelerinin; önemli kararları daha hızlı ve kesin alabilmeleri ile işletmenin amaçlarına ulaşabilmesi için daha fazla risk almaları ve çaba sarf etmelerinin sonucu olarak, daha fazla kısa vadeli borçlanma yoluna gidebileceği varsayılmaktadır. İşletmeler kısa vadeli borçlarını; işletmenin sermaye ihtiyaçlarını karşılamak, alacak ve stok finansmanı sağlama koşulu ile üretim miktarını artırarak hedeflenen ciroyu yakalamak amacıyla kullanırlar. Aile işletmelerinin net çalışma sermayesi, aile işletmesi olmayan işletmelerin net çalışma sermayesinden % 50 oranla daha fazladır. Sektörler olarak farklı net çalışma sermayelerinin de olabileceği ihtimali yüksektir. Alt sektörler olarak incelendiğinde; gıda işletmeleri, imalat işletmelerinin ortalamasından % 120 oranla daha fazla net çalışma sermayesini kullanarak en fazla net çalışma sermayesi kullanan sektördür. Kimya işletmeleri ortalamadan % 50 daha az oranla, en düşük net çalışma sermayesi kullanan sektör olup diğerler sektörler ortalama değerlere yakın seviyede net çalışma sermayesi kullanmaktadır.

Kısa vadeli borç işletmeler için daha fazla risk içerdiği daha önce de belirtilmiştir. Bunun nedeni, işletmelerin olması muhtemel istikrarsız olarak gelişen satışlarının neticesinde, hedeflenen satış seviyesine ulaşamamasına bağlı olarak iflas riskinin olmasıdır. Kısa vadeli borçlar, net çalışma sermayeni artıracak olup bu da işletmelerin finansal kaldıraç seviyeni yükselterek, muhtemel olumsuz ekonomik koşulların gelişmesi sonucunda iflas riskini arttırmaktadır. Bu finansal riskler Denge Teorisinin borç-öz kaynak ilişkisi konusundaki risk unsuru ile bağdaşmaktadır. Ayrıca finans kuruluşlarından temin edilen kaynakların finansman maliyeti daha fazla olduğundan kısa vadeli borçlanma ağırlıklı olarak satıcılardan yapılmalıdır. Bütün bu riskler karşısında, aile işletmeleri daha fazla kısa vadeli yabancı kaynak olarak temin ediyor ise bu durum, aile işletmelerinde daha riskli kararlar alınabildiğini ve işletme amaçları doğrultusunda daha çok çaba sarf ettiklerini gösterir.

H1c: İşletmelerde sahiplik yapısı açısından, 'yabancı sahipliği veya ortaklığı' bulunması işletmenin sermaye yapısını etkiler.

**Çizelge 19: Varyans Analizi Sonuçları (H1c)**

ANOVA					
SERMAYE YAPISI					
	N	Ortalama	Std. Sapma	F	Sig.
Yabancı Sahiplik veya Ortaklık Olmayan	376	0,53	0,2456	,216	<b>0,384*</b>
Yabancı Ortaklı İşletmeler	77	0,50	0,2052		
Yabancı Sahipliği Olan İşletmeler	79	0,49	0,2352		
Toplam	532	0,52	0,2387		

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Tukey Test HSD				
SERMAYE YAPISI				
(I) Yab.Sah.veya.Ort.	(J) Yab.Sah.veya.Ort.	Fark ortalaması (I-J)	Std. Sapma	Sig.
Yabancı Ortaklık veya Sahiplik yoktur	Yabancı Ortaklık Vardır	,0307	,0727	<b>,450*</b>
	Yabancı Sahiplik Vardır	,0408	,0719	<b>,654*</b>

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Varyansların Homojenlik Testi			
SERMAYE YAPISI			
Levene İstatistiği	df1	df2	Sig.
1,974	2	529	<b>,137*</b>

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.



Yabancı sahipliği ya da ortaklığı bulunmayan işletmelerin borç oranı % 53, yabancı ortaklığı bulunan işletmelerin borç oranı % 50 ve yabancı sahipliği bulunan işletmelerin borç oranı ise % 49 olarak tespit edilmiştir. Varyans analizi sonuçlarına göre yabancı sahipliği veya ortaklığı bulunan işletmelerin, bulunmayan işletmelere göre sermaye yapısı oranında belirin bir fark söz konusudur. Ancak değişkenler arasındaki ilişki istatistiksel açıdan anlamlı olmayıp, sig. değeri  $0,384 > 0,05$  (% 60 güven seviyesinde) olarak gerçekleşmiştir. Varyansların homojenliği değeri  $\text{sig}=0,137 > 0,05$  olup varyanslar homojen olarak dağılmıştır. H1c kapsamında değişkenlerin sermaye yapısı oranlarının ortalamaları arasında farklılık bulunmasına karşın aralarındaki ilişki istatistiksel açıdan anlamlı olmadığı gerekçesiyle H1c reddedilmiştir. Bununla birlikte, yabancı sahipliği veya ortaklığı bulunan işletmelerin daha fazla borçlanmalarının sebebinin, sadece sahiplik yapısına bağlanamayacağı istatistiksel olarak sonuçlandırılmıştır. Bu analiz doğrultusundaki sonuçlar, Sakınç (2008) ve Öztürkçü'nün (2012) bulgularını desteklemektedir.

Verilerin analizi sonucunda yabancı sahipliği veya ortaklığı bulunmayan işletmelerin borç oranlarının yüksek çıkmasının birçok nedeni olabilir. Uluslararası alanda faaliyet gösteren işletmeler büyük çoğunlukla yabancı ortaklı olup finansal olarak güçlü bir yapıya sahip oldukları için daha çok kendi öz kaynaklarını değerlendiriyor olabilirler. İşletmelerin güçlü finansal yapılarının olması, uluslararası alanda faaliyet gösterebilmelerine dayanak sağlayabilir. Ancak istatistiksel olarak sermaye yapısındaki değişiklik buna bağlı değildir. İlhan'a (2007:127) göre ülkemizde faaliyet gösteren işletmelerde bulunan yabancı hissedarlar, genel olarak işletmelerde sahipliği değil de azınlık hissedar olmayı tercih etmektedirler. Bunun sebebinin ise belirsiz ekonomik ve çevre koşullarının etkin olmasından kaynaklanıyor olduğunu vurgulamaktadır. Yabancı yatırımcıların bir ülkede tam anlamıyla bir girişimci olmak yerine, ilk aşamada azınlık ortak olarak işletme ve ülke koşulları hakkında bilgi ve deneyim sahibi olup daha sonra işletme sahipliğine yönelebildikleri varsayımı da mevcuttur. Kogut ve Singh'in (1988:411), ABD işletmeleri üzerinde yaptığı araştırma sonucunda; yabancı yatırımcıların uluslararası alanda faaliyete başlamalarının ilk aşamalarında girişimci olarak değil de azınlık hissedar olarak adım attıkları sonucuna ulaşmıştır. Bu şekilde bir girişimi tercih etmelerinin en önemli nedeni; mevcut finansmanlarını, deneyim ve bilgi yoksunluğundan dolayı riske atmak istememektirler. Dolayısıyla Türkiye'deki işletmelerde yabancı ortağa, finansman ihtiyacını karşılamak ve uluslararası alanda faaliyet göstermek için başvurmuş olabilir. Yabancı ortaktan karşılanan öz kaynak finansmanı nedeniyle işletmelerin yabancı kaynak oranlarının düşük seviyede gerçekleştiği varsayılmaktadır.

H1d: İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'holding veya gruba bağlı' işletme olması sermaye yapısını etkiler.

**Çizelge 20: Varyans Analizi Sonuçları (H1d)**

<b>ANOVA (Tukey Testi)</b>					
<b>SERMAYE YAPISI</b>					
	<b>N</b>	<b>Ortalama</b>	<b>Std. Sapma</b>	<b>F</b>	<b>Sig.</b>
Holdinge veya Bir Gruba Bağlı Olmayan	294	0,56	0,2392	3,911	<b>0,048*</b>
Holdinge veya Bir Gruba Bağlı İşletmeler	238	0,46	0,2376		
Toplam	532	0,52	0,2387		

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

<b>Varyansların Homojenlik Testi</b>			
<b>SERMAYE YAPISI</b>			
<b>Levene İstatistiği</b>	<b>df1</b>	<b>df2</b>	<b>Sig.</b>
2,885	1	530	<b>,90*</b>

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Holdinge veya bir gruba bağlı işletmelerin yabancı kaynak oranı % 46 iken holdinge veya bir gruba bağlı olmayan işletmelerin yabancı kaynak oranı % 56'dır. Holdinge veya gruba bağlı olmayan işletmelerin daha çok borçlanma yoluna gittikleri yabancı kaynak oranları ile belirgin olarak ortaya çıkarılmıştır. Homojenlik tablosundaki varyansların eşitliği değeri 0,05'ten (sig=0,90>0,05) büyük olduğu için veriler homojen olarak dağılmıştır. ANOVA tablosundaki anlamlılık değeri 0,05'ten (sig=0,048<0,05) küçük olduğu için değişkenler arasındaki ilişki istatistiksel açıdan anlamlıdır.

Yapılan analiz sonucunda holdinge veya bir gruba bağı olmayan işletmelerin holdinge veya bir gruba bağı işletmelerden daha fazla borçlandıkları tespit edilmiştir. Holdinge veya bir gruba bağı işletmeler daha az yabancı kaynağa başvurarak işletmelerin borç oranlarının diğere işletmelere oranla daha düşük oluşmasını sağlamıştır. Sermaye yapısındaki bu oluşum, istatistiksel açıdan anlamlı olup ortaya çıkan sonuçların güvenilir olduğu test edilmiştir. Bu sonuçlar çerçevesinde H1d kabul edilmiş olup, elde edilen sonuçlar, Fıratoğlu (2005) ve Okuyan'ın (2009) bulgularını desteklemektedir.

İşletmelerin büyük bir çoğunluğunda, holding veya bir grup iştiraki olarak bulunmaktadır. Bu durum, günümüzün modern işletme yapıları olarak adlandırılmaktadır. İşletmeler, oluşan finansal sıkıntılar veya benzer nedenlerden dolayı holdinge veya bir gruba bağı olarak faaliyetlerini devam ettirmektedirler. Holding kuruluşları, genellikle başka işletmelerin hisse senetlerini elinde bulundurarak hem yönetimde hem de sahiplik yapısında etkili olmayı amaçlarlar. Holding kuruluşları, işletmelerin kuruluşlarında kurucu ortak sıfatıyla ya da sermaye piyasasında satın alma yoluyla da işletmelerde sahiplik edinirler. İşletmeler açısından holdingleşme yoluna gitmenin en önemli nedenleri; finansal ihtiyaçları hissedarlar yoluyla karşılamak ve holdingleşmenin vermiş olduğu güçten faydalanarak finansal kaynakları daha rahat sağlamaktır (Otlu, 1999:103).

İştirakçi olan holding veya grubun vermiş olduğu güvene rağmen, işletmeler holding grubunun gücü ile avantajlı yabancı kaynağı değil de daha çok iştirakçilerin finansmanlarından yararlanmayı tercih etmektedirler. Bu durum bünyesinde holdingi veya bir grubu barındıran işletmelerin borç oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Buradan çıkarılacak sonuç ile holdinge veya gruba bağı işletmelerin sermaye yapısı konusunda, finansman hiyerarşisi modelini kullandıkları sonucuna ulaşılabilir. Üsdiken'e (2008:16) göre, holding iştirakleri veya gruba bağı olarak faaliyetine devam eden işletmeler, ülkemizde 50-60 yıl öncesinde bu tür bir yapılanmaya başlamışlardır. İşletmelerdeki bu yapılanma hem işletmelerin finansman ihtiyacını karşılayacak hem de iştiraki olan grupların çıkarlarını artıracaktır. Dolayısıyla holdinge veya gruba bağı işletmelerin kendi öz kaynak finansmanlarına ağırlık vererek daha az yabancı kaynak kullandıkları sonucuna ulaşılabilir.

**Hipotez 2: İşletmenin sahiplik yapısı, işletmelerin kârlılığını (aktif kârlılık) etkiler.**

Sahiplik yapısının borçlanma ile olan ilişkisi daha önceki kısımda sonuçlandırılmıştır. Uygulamanın bu kısmında sahiplik yapısının kârlılık ile olan ilişkisi incelenecektir. İşletmelerin sahiplik yapısı farklı kategorik özellikler gösterdiğinden dolayı Hipotez 2, alt hipotezlere ayrılarak değerlendirilmiştir. Kârlılık derecesi analizleri kapsamında üç adet alt hipotez oluşturularak, sahiplik yapısı kapsamında işletmelerin kârlılıkları ayrı ayrı incelenerek karşılaştırma yapılacaktır.

*H2a: İşletmenin sahiplik yapısı açısından, “aile işletmesi” olması işletmenin kârlılığını etkiler.*

**Çizelge 21: Varyans Analizi Sonuçları (H2a)**

ANOVA (Tukey Testi)					
KÂRLILIK					
	N	Ortalama	Std. Sapma	F	Sig.
Aile İşletmesi Olmayan	354	0,037	0,0882	,111	<b>0,740*</b>
Aile İşletmeleri	178	0,047	0,1202		
Toplam	532	0,040	0,1042		

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Varyansların Homojenlik Testi			
KÂRLILIK			
Levene İstatistiği	df1	df2	Sig.
3,618	1	530	<b>,058*</b>

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Hipotez 2a kapsamında işletmelerin kârlılıkları (aktif kârlılık) analiz edilmiş olup; aile işletmelerinin kârlılık oranı % 4.7 aile işletmesi olmayanların ise % 3.7 olarak tespit edilmiştir. Varyansların homojenliği söz konusu olup (sig=0,058>0,05), değişkenler arasındaki ilişki istatistiksel açıdan anlamlı değildir (sig=0,740>0,05). Aile işletmelerinin kârlılık oranlarının diğer işletmelere göre yüksek oranda olmasının başka nedenleri olabilir. Ancak anlamlılık değerinin (sig=0,740) yüksek olması değişkenler arasındaki farklılıkların sahiplik yapısından kaynaklandığını onaylamamaktadır. Bu nedenle H2a hipotezi reddedilmiştir.

İşletmelerin kârlılıkları kapsamında, finansal dönemdeki esas faaliyetleri sonucu oluşan kar veya zarar esas alınmıştır. Kârlılık, işletmeler açısından birçok etkene bağlı olarak değişen mali kalemdir. Ancak sahiplik yapısının, sermaye yapısında olduğu gibi işletmelerin kârlılıklarında da etkili olabileceği varsayılarak hipotezler oluşturulmuştur. Analiz sonucunda da belirtildiği üzere aile işletmelerinin kârlılıklarının ortalaması, aile işletmesi olmayan işletmelerin kârlılık ortalamalarından yüksektir. Ortaya çıkan sonuç her ne kadar hipotezi destekler nitelikte olsa da, istatistiksel olarak hipotez için güven ifade etmemektedir. Aile işletmelerinin ortalama kârlılık oranının yüksek olmasının nedeninin sahiplik yapısı ile ilişkilendirilememiştir.

*H2b: İşletmenin sahiplik yapısı açısından, “yabancı sahipliği veya ortaklığı” bulunması işletmenin kârlılığını etkiler.*

## Çizelge 22: Varyans Analizi Sonuçları (H2b)

ANOVA					
KÂRLILIK					
	N	Ortalama	Std. Sapma	F	Sig.
Yabancı Sahiplik veya Ortaklık Olmayan	376	0,037	0,1010	,060	<b>0,129*</b>
Yabancı Ortaklı İşletmeler	77	0,050	0,0925		
Yabancı Sahipliği Olan İşletmeler	79	0,045	0,0789		
Toplam	532	0,040	0,0971		

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Tukey Test HSD				
KÂRLILIK				
(I) Yab.Sah.veya.Ort.	(J) Yab.Sah.veya.Ort.	Fark ortalaması (I-J)	Std. Sapma	Sig.
Yabancı Ortaklığı veya Sahipliği yoktur	Yabancı Ortaklık Vardır	,0197	,0121	,236*
	Yabancı Sahiplik Vardır	,0176	,0119	,305*

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Varyansların Homojenlik Testi			
KÂRLILIK			
Levene İstatistiği	df1	df2	Sig.
,402	2	529	,669*

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Yabancı sahipliği bulunan işletmelerin kârlılık oranı analizleri incelendiğinde; yabancı ortaklığı veya sahipliği bulunmayan işletmelerin kârlılığı % 3.7, yabancı ortaklığı bulunan işletmelerin kârlılığı % 5 ve yabancı sahipliği bulunan işletmelerin kârlılığı ise % 4.5 olarak tespit edilmiştir. Anlamlılık seviyesine bakıldığında, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Diğer bir ifade ile analiz sonuçları istenilen güven seviyesinde (sig=0.236,0.305) gerçekleşmeyip bu değerler hipotezin reddedilmesini sağlamaktadır. Varyansların homojenliği sig=0,669>0,05'ten, dolayısıyla varyanslar homojen olarak dağılmıştır. Her iki değişkenin (yabancı sahiplik ve ortaklık) modele dâhil edildiği H2b hipotezinde, güven seviyesi aralığı nedeniyle hipotez reddedilmiştir. Bu analiz sonucunda elde edilen bulgular, Ülgen'in (2005) bulgularını desteklemektedir.

Ülkemize yabancı sermaye, 2001 krizi ve sonrasında yüksek bir artışla giriş yapmıştır. Bunun sebebi olarak 2001 krizinin ülkede yol açtığı finansal sıkıntılar ve kriz sonrası ülke ekonomisinde yaşanan atak nedeniyle işletmeler daha cazip ve kârlı olarak görülmeye başlanmış ve dolayısıyla yabancı sermaye payı artmıştır (Türkan, 2005:4). İşletmelerde yabancı ortağın payının bulunması işletmeler açısından olumlu olarak karşılanmaktadır. Yabancı sermayeli işletmeler, diğer işletmelere göre kredibilite konusunda daha avantajlı durumdadırlar.

Uluslararası alanda faaliyet göstererek, ihracat artışı sağlamak isteyen işletmeler ise genellikle yabancı ortağı tercih etmektedirler (Tunahan, Esen ve Topal, 2015:97). Şahin ve Doğukanlı'ya (2014:40) göre, işletmelerde yabancı katılımı işletmelerin borç-öz kaynak ilişkisini özellikle de KOBİ'ler kapsamında etkilemektedir. Yabancı katılımı olan işletmelerde borç oranı düşmekle beraber buna bağlı olarak finansman giderleri azalmakta ve işletme kârlılığında etki etmektedir.

*H2c: İşletmenin sahiplik yapısı açısından "holdinge veya bir gruba bağlı" işletme olması kârlılığını etkiler.*

**Çizelge 23: Varyans Analizi Sonuçları (H2c)**

ANOVA (Tukey Testi)					
KÂRLILIK					
	N	Ortalama	Std. Sapma	F	Sig.
Holdinge veya Bir Gruba Bağlı Olmayan	294	0,044	0,1040	,090	<b>0,764*</b>
Holdinge veya Bir Gruba Bağlı İşletmeler	238	0,036	0,0879		
Toplam	532	0,040	0,0971		

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Varyansların Homojenlik Testi			
KÂRLILIK			
Levene İstatistiği	df1	df2	Sig.
,809	1	530	<b>,369*</b>

\* % 0,05 anlamlılık seviyesini gösterir.

Kârlılık bakımından holdinge veya bir gruba bağlı işletmeler incelendiğinde; holdinge veya bir gruba bağlı işletmelerin kârlılık oranları % 3.6, holdinge veya bir gruba bağlı olmayan işletmelerin kârlılık oranı % 4.4 olarak bulunmuştur. Homojenlik tablosunda değer sig=369>0,05 olduğundan varyanslar homojen olarak dağılmıştır.

Ancak varyans analizi sonuçlarına göre değişkenler arasındaki ilişki % 23 güven seviyesinde (sig=0,764) olup beklenen anlamlılık seviyesini karşılamayarak, H2c hipotezinin reddedilmesine dayanak olmuştur. Değişkenlerin ortalamaları arasında belirgin fark olmasına rağmen, istatistiksel açıdan bu farklılığın bağımsız değişkenlerden kaynaklandığı savunulamaz. Analiz sonrasında elde edilen sonuçlarının doğrultusunda H2c reddedilmiştir.

Holdinge veya bir gruba bağlı işletmelerin kârlılık oranının diğer işletmelerden düşük gerçekleşmesinin birçok sebebi olabilir. Holding veya grup işletmeleri, temettü ve kârlılık politikalarından daha çok genişleme politikalarına yönelik olarak yatırım yapıyor olabilirler. Holdinge bağlı işletmelerde, hâkim hissedar ve yöneticiler bir holding bünyesinde toplandığı için azınlık hissedarlar işletmelerde daha az etkili olabilmektedirler. Holdinge veya gruba bağlı işletmelerin satışlarının kârlılığını incelediğimizde diğer işletmelerin kârlılıklarına oranla % 65 oranda daha fazla satış kârlılığı söz konusudur. Ayrıca holdinge bağlı olan işletmelerin borç oranı diğer işletmelerden belirgin olarak daha az seviyede gerçekleşmiştir. Düşük olarak gerçekleşen borç oranlarının finansman giderleri de daha düşük olmalıdır ve bu durumda kârlılığa pozitif bir etki yapmalıdır. Holdinge bağlı işletmelerin duran varlık oranlarını incelediğimizde, diğer işletmeler ile % 3'lük fark söz konusu olup belirgin etki yapacağı düşünülmemektedir. Kârlılık açısından da negatif bir durum söz konusu olup, holdinge veya bir gruba bağlı işletmelerin kârlılık oranlarının düşük çıkması hâkim hissedarların, azınlık hissedarları sömürge politikasının işletmelerde etkin olup olmadığının araştırılması gerekmektedir (Yıldırım ve Yücel, 2012:44).



#### 4.9.4. Regresyon Analizi Sonuçları

İşletmelerin sermaye yapıları (yabancı kaynak/öz kaynak) ve sahiplik yapıları ile ilgili değişimler varyans analizinde açıklanmıştır. Uygulamanın bu kısmında işletmelerin sermaye yapılarının finansal kalemler ile olan etkileşimleri incelenecektir. En büyük ortağın pay oranı arttıkça, işletmelerin daha fazla borçlanma yani yabancı kaynak finansmanına yöneleceği varsayılmaktadır. Bunun nedeni ise işletmelerdeki en büyük ortağın payı arttıkça, işletme etkinliği ve risk alma düzeyi artacak dolayısıyla işletmelerdeki yabancı kaynak miktarı artacaktır. Kârlılık oranlarındaki artış, işletmelerin finansal olarak daha da güçlenmesine ve faaliyet alanında güven kazanmasına dayanak sağlayacaktır. Bunun sonucu olarak işletmeler mevcut kârlılıklarını artırmak ve gelecekte planladıkları yatırım faaliyetlerini gerçekleştirebilmek için daha fazla finansmana ihtiyaç duyacak olup bu durum yabancı kaynak miktarını artıracaktır. Ayrıca işletmelerdeki duran varlık oranında artış olması ya da duran varlık oranının fazla olması işletmelere kredibilite konusunda daha fazla güven sağlayacaktır. Bunun sonucu olarak, kredi ve finans kuruluşları işletmelere daha uygun ve istenilen düzeyde finansman sağlayacaktır. Bütün bu varsayımlar, işletmelerin sermaye yapılarına etki eden değişkenleri açıklayabilmek adına hipotez 3 çerçevesinde, çoklu regresyon analizi ile incelenmiş olup sonuçları aşağıdaki gibidir.

#### Hipotez 3:

*İşletmelerde, 'en büyük ortağın payı, kârlılık ve maddi duran varlık oranı', sermaye yapısını etkiler.*

#### Çizelge 24: En Büyük Ortağın Payı, Kârlılık ve Duran Varlık Oranına İlişkin Model Özeti

Model Özeti				
Model	R	R <sup>2</sup>	Ayarlanmış R <sup>2</sup>	Tahmini Standart Hata
1	,274 <sup>a</sup>	0,075	0,062	0,3069

a. Bağımlı Değişken: SERMAYE YAPISI.

b. Bağımsız Değişken: (Sabit), EN BÜYÜK ORTAK PAYI, KÂRLILIK, DURAN VARLIK.

İşletmelerin borç oranı olarak belirlenen bağımlı değişkenin % 7,5'ni, bağımsız değişkenler olarak tanımlanmış olan en büyük ortağın payı, kârlılık ve duran varlık oranı açıklamaktadır. Değişkenler arasındaki etkileşim R<sup>2</sup> değeri ile belirlenmekte olup bu değer bağımlı değişkenin, bağımsız değişkenler tarafından ne ölçüde etkilendiğini kanıtlar niteliktedir.

**Çizelge 25: En Büyük Ortağın Payı, Kârlılık ve Duran Varlık Oranına İlişkin Katsayılar ve ANOVA Testi**

KATSAYILAR								ANOVA		
Model	Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standart Katsayılar	t	Sig.	Eş Doğrusallık İstatistikleri (Çoklu Doğrusal Bağlantı)		F	Sig.	
	B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF			
1	(Sabit)	,745	,085		8,710	,000*			10,15	,001*
	EBO	-,002	,001	-,081	-1,911	,049*	0,999	1,001		
	KARL	,366	,079	,197	4,638	,001*	0,969	1,032		
	DUVTOV	-,294	,128	-,098	-2,300	,021*	0,969	1,032		

a. Bağımlı Değişken: SERMAYE YAPISI.

b. Bağımsız Değişken : (Sabit), EN BÜYÜK ORTAK PAYI, KÂRLILIK, DURAN VARLIK.

Korelasyon					
		BORÇ	Sıfır düzen (Zero-order)	Kısmi	Bölüm
Pearson Correlation	BORÇ	1,000			
	EBO	-,066	-,066	-,083	-,081
	KARL	,202	,202	,198	,196
	DUVTOV	-,113	-,113	-,100	-,097

a. Bağımlı Değişken: SERMAYE YAPISI.

b. Bağımsız Değişken: (Sabit), EN BÜYÜK ORTAK PAYI, KÂRLILIK, DURAN VARLIK.

Çoklu regresyon analizi sonuçlarına göre, işletmelerin borç oranı ile en büyük ortağın pay oranı, kârlılık ve duran varlık oranı arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki vardır. Anova tablosundaki F değeri (sig.), hipotezdeki değişkenlerin anlamlılığını bir bütün olarak test eder ve bu değere göre değişkenler arasındaki ilişki anlamlıdır (sig=0.001<0,05). Bu nedenle Hipotez 3 çerçevesinde kurulan ilişki bir bütün olarak her düzeyde anlamlıdır. Çizelge 25'te modelin tahmini sonucu oluşan bulgular kapsamında, parametre değerleri ve t değerleri gösterilmiştir. Parametrelere ait t istatistiklerine göre modele dâhil edilen değişkenlerin her birinin ayrı ayrı 0,05 anlamlılık seviyesinde olduğu görülmektedir. En büyük ortağın (EBO) payı için güven seviyesi % 95, kârlılık için % 99 ve duran varlık oranı için % 97 olarak bulunmuştur. Modelde bahsi geçen F değeri (sig=0.001<0,05) hipotez kapsamındaki tüm değişkenlerin anlamlılığını ifade ederken, t değeri değişkenlerin ayrı ayrı anlamlı ya da anlamlı olmadıklarını ifade eder.

Değişkenler arasındaki korelasyona bakıldığında, en büyük ortağın payı ve duran varlık ile borç oranı arasında negatif yönlü ilişki, kârlılık ile borç oranı arasında pozitif yönlü ilişki vardır. Kısmi korelasyon katsayıları; en büyük ortağın payı -0,083, kârlılık 0,198 ve duran varlık oranı için -0,100 olarak ortaya çıkmıştır. En büyük ortağın payındaki bir birimlik artış, borç oranını 0,083 birim azaltmaktadır. İşletmenin kârlılığındaki bir birim artış borç oranını, 0,198 birim artırmaktadır. Duran varlık oranındaki bir birimlik artış ise işletmenin borç oranını 0,100 birim azaltmaktadır. Modelin sabit terimi 745 olarak tespit edilmiştir.

Modelin çoklu doğrusal bağlantı sorunun olup olmadığı için Collinearity Statistic (Eş Doğrusallık İstatistiği) değerlerine bakılır. Çoklu regresyon analizlerinde Tolerans değerinin 0,2'den büyük ve VIF değerinin 10'dan küçük olması gereklidir. Analiz sonuçlarına bakıldığında, Tolerans değerlerin 0,2'dan büyük ve VIF değerlerinin ise 10'dan küçük olduğu görülmektedir. Araştırma kapsamında kurulan hipotezde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı tespit edilmiştir. Beta değerlerine bakıldığında, en büyük beta değerine sahip değişken görece olarak en önemli bağımsız değişken olup işaretleri dikkate alınmaz. Borç oranı için en önemli bağımsız değişken 0.198 değeri ile kârlılıktır. Bütün bilgilerin ışığında işletmelerin sermaye yapısının en büyük ortağın payı, kârlılıkları ve duran varlık oranlarından etkilendikleri sonucuna ulaşılır. Regresyon analizinin koşulları olan; çoklu doğrusal bağlantı, eş varyanslılık, oto korelasyon ve normal dağılım gereklilikleri sağlanmıştır. Analizler sonucunda ulaşılan istatistiksel değerler neticesinde Hipotez 3 kabul edilmiştir.

İşletmelerin sermaye yapısı, birçok etkenin değişikliği nedeniyle farklılık gösterebilmektedir. En büyük ortağın payındaki artış işletmede hâkim hissedarın etkisinin artmasını sağlayacaktır. Hâkim hissedarın etkisinin artması, işletme için bazı kararların ve riskli durumların kabullenilmesine olanak verecektir. Aynı zamanda işletme de tek bir kişiliğin hisse miktarındaki artış işletme için yeni finansman kaynağının da gereğesi olabilir. Yani mevcut hissedar işletmeye finansman sağlayarak, işletmenin öz kaynak miktarını ve işletmedeki hisse oranını artıracaktır. İşletmenin ihtiyacı olan finansmanın hissedar tarafından da karşılanmış olması yabancı kaynak ihtiyacını azaltacaktır. Bu duruma bağlı olarak işletmenin borç oranı düşecek olup ortaya çıkan sonuç finansman hiyerarşisini destekler niteliktedir. Ayrıca regresyon analizde en büyük ortağın payı açısından elde edilen sonuçlar; Okuyan (2009), Yücel (2006), Fıratoğlu (2005), Yücel (2005), Sakınç (2008), Karabıyık (2011) ve Öztürkçü'nün (2012) bulgularını desteklemektedir.

Hipotez kapsamında, İşletmelerin kârlılıkları (aktif kârlılık) ile borç oranları arasında pozitif ilişki tespit edilmiş olup kârlılık, borç oranını etkileyen en önemli değişken katsayısına sahiptir. İşletmelerin kârlılıkları arttıkça, işletme değerini artırmakla birlikte yeni yatırımlar ve üretim kapasitesi için finansmana olan ihtiyacı da arttıracaktır (Saldanlı, 2012:169). İşletmelerin kârlılıklarının sonucu olarak yabancı kaynak oranı da artmış olacaktır. Ayrıca işletmeler öz kaynak finansmanının maliyetinin yüksek olmasının vermiş olduğu dezavantajı, yabancı kaynak kullanarak avantaja çevirmiş olabilirler. Denge teorisine göre işletmeler optimal sermaye noktasına kadar kendi öz kaynakları ile bu noktadan sonra yabancı kaynak finansmanı ile faaliyetlerine devam etmelidirler. Bu şekilde finansman giderlerini minimum düzeyde tutabilirler. Optimal sermaye noktasından sonra yabancı kaynak kullanımı, işletmelerin hem finansman giderlerini azaltacak hem de işletmelerin aktif kârlılıklarını artıracaktır dolayısıyla işletmelerin borç oranı ve kârlılıkları yüksek oranla gerçekleşecektir. Analiz sonucunda kârlılık ile sermaye yapısı arasında elde edilen sonuçlar; Gülşen ve Ülkütaş (2012), Yılmaz (2014), Yener ve Karakuş (2012) ve Şahin'in (2011) elde etmiş olduğu bulguları desteklemektedir.

Duran varlık oranındaki azalma borç miktarında artış yaratmaktadır. İşletmeler faaliyetlerini ve üretim miktarlarını arttırabilmek için makine ve araçlara yatırım yapmış olabilirler. Yeni ve daha hızlı üretim yapabilen makineler küresel alanda rekabet edebilmek için gereklilik arz etmektedir. Teknoloji ve yönetim alanındaki yeniliklerinin ışığında, diğer işletmeler ile rekabet edebilmek için üretim yapılan teçhizatlar da yeniliklere ihtiyaç vardır. Bu nedenle işletmeler öz kaynak

finansmanını duran varlıklarla değerlendirmiş olabilirler. Hipotezin bu değişkeninden elde edilen sonuç denge teorisi ile aynı görüşte değildir. Denge teorisine göre işletmeler fiziki varlıklarını, borçlarına teminat olarak göstererek yabancı kaynak oranını arttırmırlar. Ancak analiz sonucunda, duran varlık oranının artmasına karşın yabancı kaynak miktarının azaldığı görülmektedir. Ayrıca işletme finansmanının duran varlıklara yatırılması, işletme sermayesinin atıl kalmasına ve kârlılığın düşmesine neden olacaktır. İşletmeler bu nedenle duran varlık oranını azaltarak işletme kârlılığını arttırmayı amaçlarlar (Akbulut, 2011:197; Demireli, Başcı ve Karaca, 2014:95). Hipotez 3 kapsamında, duran varlık ve sermaye yapısı arasında ortaya konulan sonuçlar; Kısakürek ve Aydın (2013), Can (2013) ve Yılmaz'ın (2014) sonuçları ile bağdaşmaktadır.

Uygulama kapsamında yapılan varyans analizleri ve regresyon analizi sonucunda, sermaye yapısı ve kârlılık ile ilgili istatistiksel açıdan anlamlı ve anlamsız sonuçlar elde edilmiştir. Çalışmanın uygulama kısmında hipotezlere ilişkin elde edilen sonuçlar genel olarak özetlenmek amacıyla aşağıdaki çizelgede sunulmuştur.

**Çizelge 26: Uygulamanın Hipotezleri ve Açıklayıcı Sonuçlar**

<b>HİPOTEZ</b>	<b>DURUM</b>	<b>SONUÇ</b>
<b>H1A:</b> İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'aile işletmesi' olması işletmenin sermaye yapısını etkiler.	<b>Kabul</b>	Aile işletmelerinin, yabancı kaynak oranı diğer işletmelere oranla anlamlı olarak yüksektir.
<b>H1B:</b> İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'aile işletmesi' olması işletmenin kısa vadeli borçlarını etkiler.	<b>Kabul</b>	Aile işletmelerinin kısa vadeli kaynak oranı diğer işletmelere oranla anlamlı olarak yüksektir.
<b>H1C:</b> İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'yabancı sahipliği veya ortaklığı' bulunması işletmenin sermaye yapısını etkiler.	<b>Ret</b>	Yabancı sahipliği ya da ortaklığı bulunan işletmelerin, yabancı kaynak oranı diğer işletmelere göre farklıdır. Ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir.
<b>H1D:</b> İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'holding veya gruba bağlı' işletme olması sermaye yapısını etkiler.	<b>Kabul</b>	Holdinge veya gruba bağlı işletmelerin, yabancı kaynak oranı diğer işletmelere göre daha düşük seviyede ve istatistiksel açıdan anlamlıdır.
<b>H2A:</b> İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'aile işletmesi' olması işletmenin kârlılığını etkiler.	<b>Ret</b>	Aile işletmelerinin, aktif kârlılıkları diğer işletmelere oranla daha yüksek seviyede olup istatistiksel olarak anlamlı değildir.
<b>H2B:</b> İşletmenin sahiplik yapısı açısından, 'yabancı sahipliği veya ortaklığı' bulunması işletmenin kârlılığını etkiler.	<b>Ret</b>	Yabancı sahipliği veya ortaklığı bulunan işletmelerin aktif kârlılıkları diğer işletmelere oranla daha yüksek seviyede olup istatistiksel olarak anlamlı değildir.
<b>H2C:</b> İşletmenin sahiplik yapısı açısından 'holdinge veya bir gruba bağlı' işletme olması kârlılığını etkiler.	<b>Ret</b>	Holdinge veya gruba bağlı işletmelerin aktif kârlılıkları düşük oranda olup istatistiksel olarak anlamlı değildir.
<b>H3:</b> İşletmelerde, 'en büyük ortağın payı, kârlılık ve maddi duran varlık oranı', sermaye yapısını etkiler.	<b>Kabul</b>	En büyük ortağın payı, kârlılık ve maddi duran varlık oranının sermaye yapısının etkilediği sonucu istatistiksel olarak anlamlıdır.

## 5. BÖLÜM

### SONUÇ VE ÖNERİLER

İşletmelerin sahiplik yapısı, finansal etkileri nedeni ile araştırılması ve ele alınması gereken bir konudur. Bu nedenle çalışmada, sahiplik kavramı temel yapı taşlarına kadar incelenerek son yıllara kadar olan değişimleri araştırılmıştır. İşletmelerin henüz yeni yapılanmaya ve bir kuruluş olarak faaliyete geçmeye başladıkları dönemlerde, işletme sahipliğinin ve sermaye yapılarının da etkileri merak edilerek araştırılmaya başlanmıştır. Bu konudaki araştırmalara öncülük eden ilk çalışma, Berle ve Means'ın 1932 yılında yayınlamış oldukları kitaptır. İşletmelerin yapıları ile ilgili çalışmalar daha önceki yıllarda yapılmaya çalışılmış ancak yayınlanamadığı ve devam ettirilemediği için başlangıç olarak sayılmamıştır. Dünya genelinde oluşan politik ve ekonomik sıkıntılar ve ülkeler arası savaşların 20. yüzyılın başlarında başlamış olması akademik ve finansal çalışmaların tenakusa uğramasına neden olmuş olabilir. Seyreden yıllarda ise sahiplik yapısının etkileri sermaye yapısı açısından daha az değerlendirilmiştir. Genellikle daha önceki çalışmalarda işletmelerin sahiplik yapısının, performans üzerindeki etkileri araştırılarak ölçülmeye çalışılmıştır. İşletmelerin sahiplik yapısının sermaye yapısı ile olan ilişkisini konu alan araştırmalar dünya çapındaki gelişmelerle birlikte son yıllarda hız kazanmıştır.

İşletmelerin sermaye yapıları (yabancı kaynak/toplam kaynak) ile ilgili kararları yönetici ve hissedarlar vermektedir. Bu kapsamda işletmelerin sermaye yapılarına etki eden belirleyicinin, sahiplik yapısı olduğu varsayılmaktadır. Genel olarak bu yapı üzerine kurulan çalışmada; sahiplik kavramının oluşumu, tarihsel gelişimi, hukuksal bağlamı ve günümüzde gelmiş olduğu durum incelenmiştir. Ayrıca, en uygun (optimal) sermaye yapısının oluşturulması kapsamında sermaye yapısı ile ilgili yaklaşımlar sergilenmiştir. Sahiplik yapısının etkilerinin daha önceki çalışmalarda genel olarak finansal performans yönüyle ele alındığı, çalışmanın literatür kısmında görülmektedir. Bu nedenle işletmelerin sahiplik yapısı değişkenlerinin etkileri, yabancı kaynak yoluyla finansman temin etme stratejileri üzerine yoğunlaşarak araştırılmıştır. Çalışmanın uygulama bölümünde, işletmelerin sahiplik yapısının, sermaye yapısı ve kârlılık (aktif kârlılık) üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Sermaye yapısı ve kârlılık, işletmelerin sektörel ve ekonomik koşullarına bağlı olarak farklılık gösterebilmektedir. Bu bağlamda yapılan analizlerde, değişkenler arasındaki ilişkinin

net bir şekilde ölçülebilmesi için uygulama kısmında yalnızca imalat işletmeleri ve finansal verileri kullanılmıştır. Bu kapsamda, Borsa İstanbul'da işlem gören 133 imalat işletmesinin 2010-2013 yılları arasındaki verilerinden yararlanılmıştır.

İşletme sahipliği kavramı temel olarak 9 değişken aracılığı ile sınıflandırılmaya çalışılmıştır. Bu değişkenleri belirtmek gerekirse; işletmedeki en büyük hissedarın payı, en büyük üç hissedarın payı, aile sahipliği bulunan işletmeler, yabancı ortağı bulunan işletmeler, yabancı sahipliği bulunan işletmeler, devlet sahipliği bulunan işletmeler, çalışan sahipliği bulunan işletmeler, holdinge veya bir gruba bağlı olan işletmeler ve bağımsız işletmeler olarak belirlenmiştir. İşletmelerin sahiplik yapıları kapsamında belirlenen bu değişkenlerin sermaye yapısı ve kârlılık üzerindeki etkileri test edilmiştir.

İşletmelerin sermaye yapıları, toplam yabancı kaynak oranının toplam kaynaklara, kârlılık oranı ise işletmelerin esas faaliyet karı veya zararının toplam aktiflere bölünmesi sonucu elde edilmiştir. Duran varlık oranı, duran varlıkların toplam aktiflere bölünmesi ile kısa vadeli kaynak oranı ise kısa vadeli kaynakların toplam kaynaklara oranlanması ile tespit edilmiştir. Bütün değişkenlerin eşliğinde, betimsel istatistik, faktör analizi, varyans analizi ve regresyon analizi yapılmıştır.

Betimsel istatistik kapsamında, en eski işletmenin 1910 yılında kurulmuş olan Aslan Çimento A.Ş., en yeni işletmenin ise 2008 yılında kurulmuş olan Eczacı Başı Yapı Gereçleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. olduğu saptanmıştır. Analiz yapılan işletmelerin tamamının yaş ortalamaları 44.40 yıldır. İşletmelerin, toplam yabancı kaynak oranı % 52, kısa vadeli yabancı kaynak oranı % 54, uzun vadeli yabancı kaynak oranı % 13, duran varlık oranı % 46 ve kârlılıkları ise % 4 olarak tespit edilmiştir. Yabancı ortaklığı bulunan işletmelerin yabancı ortak payının ortalaması % 51 olarak bulunmuştur. Yabancı sahipliği ya da ortaklığı bulunan işletme sayısı; 2010 yılında 40, 2011 yılında 38, 2012 yılında 40 ve 2013 yılında 38 olarak tespit edilmiştir. Uygulamada, bağımlı ve bağımsız değişkenlerin ışığında 8 adet hipotez belirlenmiştir. Belirlenen hipotezlerden; Hipotez 1, Hipotez 2 ve alt hipotezleri varyans analizi ile Hipotez 3 ise çoklu regresyon analizi ile sınanmıştır. Uygulama kapsamında yapılan analizlerde elde edilen sonuçlar çalışmanın amacını destekler niteliktedir.



Uygulama sonuçlarına göre imalat işletmelerinde; sahiplik bakımından aile işletmesi olanların yabancı kaynak oranı ortalaması (% 61), aile işletmesi olmayanların ortalamasına (% 47) oranla daha yüksektir. Ayrıca aile işletmelerinin kısa vadeli kaynaklarının ortalaması (% 48), diğer işletmelerin ortalamalarından (% 34) daha yüksek seviyededir. Aile işletmeleri açısından elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlıdır. Aile işletmelerinde hissedarlar ve yöneticiler genelde aynı kişiler olduğu için daha fazla risk alınabilmekte ve sermaye yapısı kararları daha kısa sürede ve kesin olarak sonuçlanabilmektedir. İşletme yapısındaki bu oluşum daha fazla yabancı kaynak kullanımı ile sonuçlanabilmektedir. Yabancı sahipliği ya da yabancı ortağı bulunan işletmelerde, yabancı kaynak oranının ortalaması (% 50) diğer işletmelere oranla (% 53) daha düşük seviyede olduğu tespit edilmiştir. Ancak bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle yabancı sahipliği ya da ortaklığı bulunan işletmelerin yabancı kaynak oranının sahiplik yapısından bağımsız olduğu düşünülmektedir. Holdinge veya bir gruba bağlı olan işletmelerin yabancı kaynak oranlarının ortalaması (% 46), diğer işletmelerin ortalamalarına (% 56) oranla daha düşük seviyede gerçekleşmiştir. Holdinge veya bir gruba bağlı işletmeler açısından ortaya çıkan sonuçlar istatistiksel olarak anlamlıdır. İşletmeler finansman ihtiyacını karşılayabilmek için holding veya bir grubun sahipliğine bağlanmış olabilir. Özetlemek gerekirse; işletmelerin sermaye yapısı değişkeninin (yabancı kaynak/toplam kaynak), sahiplik yapılarına bağımlı olarak değişiklik gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenler kategorik özellikte olduğu için sahiplik yapısının sermaye yapısına etkileri kapsamındaki hipotezler (H1a, H1b, H1c, H1d), ANOVA analizi ile sınanmıştır.

Yabancı kaynak (borç) finansmanın sağlamış olduğu avantaj ve dezavantajlar nedeniyle sermaye yapısı oranlarının işletmelerin aktif kârlılıklarına etki edebileceği varsayılmaktadır. Bu kapsamda işletme kârlılıklarının; aile işletmelerinde (% 3,7), yabancı ortaklığı (% 5) veya sahipliği bulunan işletmelerde (% 4,5) ya da holdinge veya gruba bağlı işletmelerde (% 3,6) farklı oranlarla gerçekleştiği tespit edilmiştir. Buna karşın işletmelerin kârlılıklarının, sahiplik yapısı değişkenlerinden etkilendiği varsayımı istatistiksel açıdan kabul edilmemiştir. Bu nedenle işletmelerin sahiplik yapısı ile kârlılıkları arasında bir ilişki olduğu söylenemez. İşletmeler arasındaki kârlılık oranları ortalamasının farklılıkları; işletmelerin satışlarının maliyeti, yönetimi, pazarlama, işletmenin coğrafi konumu gibi etkenlere de bağlı olarakta değişiklik gösterebilir. İşletmelerin sahiplik yapısı kategorik özellikler gösterdiğinden dolayı kârlılık ölçümleri ile ilgili hipotezler (H2a, H2b, H2c) ANOVA analizi ile test edilmiştir.

Sermaye yapısının, sahiplik değişkenlerinin dışındaki etkenlere bağlı olarak değişiklik gösterdiğinin tespit edebilmesi için; sermaye yoğunlaşması (en büyük ortağın payı), kârlılık ve maddi duran varlık oranlarının etkileri araştırılmıştır. Bu etkilerin ışığında oluşturulan hipotez (H3) çoklu regresyon analizi ile sınanmıştır. Regresyon analizi sonucunda, işletmelerin sermaye yapısı (yabancı kaynak) oranının; en büyük ortağın payı ve duran varlık oranı ile ters yönlü, kârlılık oranı ile aynı yönlü ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir. İşletmelerde, en büyük ortağın payı artıkça yabancı kaynak oranının artması beklenirken tam tersi bir sonuç söz konusu olmuştur. Yine aynı şekilde duran varlık oranının artması, işletmeler için teminat sağlayacağı gerekçesiyle yabancı kaynakları artırması beklenirken azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Aktif kârlılıklarının beklendiği gibi yabancı kaynak miktarını artırdığı tespit edilmiştir. Regresyon analizinden elde edilen sonuçlar denge teorisi ile bağdaşmamaktadır. Uygulama sonucunda; işletmelerin sermaye yapılarının; sahiplik yapıları, sahiplik yoğunlaşması, aktif kârlılık ve duran varlık oranı ile bağlantılı olarak değişiklik gösterdiği tespit edilmiştir.

İşletmelerin sahiplik yapıları: faaliyette bulunulan sektör, ülke, ekonomik ve politik koşullar, uluslararası ticari anlaşmalar ve benzeri birçok etken nedeniyle farklılık göstermektedir. Buna bağlı olarak işletmelerin finansal kalemleri ve politikaları da farklılık göstermektedir. Dolayısıyla söz konusu farklılıkların en az seviyeye indirilmesi gerekmektedir. Farklı sektörlerin uygulamaya dâhil edilmesi, değişkenler arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılmasını engelleyeceğinden, çalışma sonuçlarının en saydam şekilde elde edilmesi için işletmeler, imalat (üretim) sektörü ile sınırlandırılmıştır. Türkiye’de yaşanan ekonomik ve politik sorunlar finansal anlamda genel olarak ciddi farklılıklara neden olmakla birlikte, işletmelerin farklı yapılara dönüşmelerinde de etkili olabilmektedir. Bu nedenle araştırmaya konu işletmelerin finansal verileri, ekonomik ve politik koşulların en dengeli olduğu yıllar baz alınmıştır. Söz konusu yıllar, 2010-2013 yılları arasındaki 4 yıllık dönemdir. Küresel olarak meydana gelen 2008 yılı mali krizinin, finansal etkisini 2010 yılına kadar azalttığı varsayımı ile uygulamaya tabi veriler bu yıldan sonra değerlendirmeye alınmıştır. Ayrıca finansal verilerin düzensizliği ya da sahiplik yapısı hakkında detaylı bilgilerin olmaması nedeniyle işletmelerin bazıları analize dâhil edilmemiştir. Bu durum uygulamanın sınırlılıkları olarak varsayılmış olup uygulamanın sonuçlandırılmasını engeller nitelikte değildir.

İşletmelerin sermaye yapısının, sahiplik yapıları tarafından etkilendiği uygulamada ispat edilmiştir. Sermaye yapıları ile ilgili çalışmalarda, sahiplik yapısı kapsamında yabancı ortağın payı ve sahipliğinin etkilerini temel alan uygulamalar literatürde kısıtlıdır. Bu nedenle bu çalışmanın sahiplik yapısı ile ilgili literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Sahiplik yapısının etkileri ile ilgili daha sonra yapılacak çalışmalarda uygulama alanının genişletilmesi daha faydalı olacaktır. İşletmelerin sermaye yapısının etkilendiği değişkenleri tespit edebilmek amacıyla, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren tüm işletmelerin alt sektörlerle ayrılarak analiz edilmesi, Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerle ilgili genel sonuç alınmasını sağlayabilir. Genel olarak işletmelerin, sermaye yapıları ile ilgili daha kesin sonuçlara ulaşılabilmesi için uluslararası alanda faaliyet gösteren (diğer ülkelerdeki işletmeler) işletmelerin sahiplik yapılarının da analiz edilmesi, yapılacak çalışmaların verimliliği açısından önemli olacaktır.

## KAYNAKÇA

- Abu-Serdaneh, J., Zuriekat, M. I. and Al-Sheikh, I. A. S. (2010). Ownership Structure and Corporate Performance in the Jordanian Manufacturing Companies, *Jordan Journal of Business Administration*, 6 (3), 426-439, Web: <https://journals.ju.edu.jo/JJBA/article/viewFile/1979/1960>, adresinden 18 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Agrawal, A. and 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, Web: <http://www.bama.ua.edu/~aagrwal/jfqa96.pdf>, adresinden 13 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Akman, Engin. (2012). Sermaye Yapısını Belirleyen İşletmeye Özgü Faktörler: İMKB'de İşlem Gören Sanayi Firmaları Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması, Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Zonguldak-2012.
- Albayrak, A. S. (2010). SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri, Editör: Şeref Kalaycı, Asil Yayın Dağıtım, Ankara, 3-383.
- Albaş, H. (2007). Tapu Sicilinde Kayıtlı Taşınmazlar Bakımından Olağanüstü Zamanaşımı İle Taşınmaz Mülkiyetinin Kazanımında Mirasçılar Arasında Zamanaşımının İşlememesi Sorunu, *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 9 (2), 1-28, Web: <http://web.deu.edu.tr/hukuk/dergiler/dergimiz9-2/halbas.pdf>, adresinden 31 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Al-Gharaibeh, M., Zurigat, Z. and Al-Harashsheh, K. (2013). The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4 (9), 769-796, Web: <http://journal-archives27.webs.com/769-796.pdf> adresinden 20 Nisan 2014'te alınmıştır.
- Almeida, H. & Wolfenzon, D. (2006). A Theory Of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, *Journal of Finance*, 61 (16), 2637-2680, Web: <http://onlinelibrary.wiley.com/enhanced/doi/10.1111/j.1540-61.2006.01001.x/> adresinden 17 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Altıntaş, K. M. (2008). Türk Özel Emeklilik Fonlarının Risk Odaklı Yönetim Performansı: 2004-2006 Dönemine İlişkin Bir Analiz, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8 (1), 85-110, Web: <https://earsiv.anadolu.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/11421/338/463257.pdf?squence=1&isAllowed=y> adresinden 31 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Akbulut, R. (2011). İMKB'de İmalat Sektöründeki İşletmelerde İşletme Sermayesi Yönetiminin Kârlılık Üzerindeki Etkisini Ölçmeye Yönelik Bir Araştırma, *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 40 (2), 195-206, Web: <http://journals.istanbul.edu.tr/iuisletme/article/viewFile/1023013907/1023013121>, adresinden 17 Ekim 2014'te alınmıştır.

- Akın, O. (2006). Kamu Sermayeli Şirketlerde Performans Ölçümü ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir İnceleme, Kamu İktisadi Teşebbüsleri Genel Müdürlüğü Hazine Müsteşarlığı, Uzmanlık Tezi, 11-136.
- Akın, A. (2004). Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22, 127-148, Web: <http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi22/aakin.pdf> adresinden 24 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Akgüç, Ö. (1998). Finansal Yönetim, 7.Baskı, Avcıol Basın Yayın, İstanbul, 400-500.
- Akkanat, H. (2004). Taşınmaz Mülkiyetinin Olağan Zamanaşımı Yoluyla Kazanılması, *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, LXII (1-2), 317-332.
- Akkaya, G. C. (2008). Sermaye Yapısı Varlık Verimliliği ve Kârlılık İMKB'de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 30, 1-13, Web: <http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi30/cakkaya.pdf>, adresinden 02 Mayıs 2014'te alınmıştır.
- Anderson, R. C. and Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1327, Web: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/3094581?uid=2&uid=2134&uid=3&uid=2483589543&uid=3739192&uid=60&uid=2483589533&uid=2&uid=70&uid=3&uid=63&uid=60&sid=21104616306093>, adresinden 01 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Andersson, T., Carlsen, J. and Getz, D. (2002). Family Business Goals In The Tourism And Hospitality Sector: Case Studies And Cross-Case Analysis From Australia, Canada, and Sweden, *Family Business Review*, 15 (2), 89-106, Web: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1741248.2002.00089.x/pdf>, adresinden 11 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Aras, G. ve Müslümov, A. (2003). Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği, Kurumsal Yatırımcılar Derneği, İstanbul, s.2-85, Web: [http://www.muslumov.com/wp-content/uploads/2012/07/INST\\_INV-KYD-Book-20031.pdf](http://www.muslumov.com/wp-content/uploads/2012/07/INST_INV-KYD-Book-20031.pdf) adresinden 29 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Arosa, B., Iturralde, T. and Maseda, A. (2010). Ownership Structure and Firm Performance In Non-Listed Firms: Evidence From Spain, *Journal of Family Business Strategy*, 1 (2), 88-96, Web: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1505308](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1505308), adresinden 01 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Aslanoğlu, S. ve Zor, İ. (2005). Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları: Türkiye'de Oluşturulan Sisteme Yönelik Değerlendirme ve Geleceğe Yönelik Bir Tahmin, *İşletme Bölümü Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 26, 184-197, Web: <http://www.mufad.org/journal/attachments/article/573/19.pdf>, adresinden 16 Ağustos 2014'te alınmıştır.

- Arthur, J. (1938). Ph.D. Professor of Semitic Languages School of Oriental Studies Cairo, Oriental Institute Baroda, 265-270.
- Ateş, Ö. (2005). Aile Şirketleri: Değişim ve Süreklilik, Ankara Sanayi Odası Yayınları, 2-296, Web: <http://www.aso.org.tr/kurumsal/media/kaynak/TUR/yayinlarimiz/ailesirketleri.pdf>, adresinden 22 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Ateş, Özgür, Aile Şirketlerinde Değişim ve Süreklilik Anlayışı, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara-2003.
- Ayrıçay, Y. ve Kalkan, G. (2013). Sahiplik Yapısı ve Temsilcilik Teorisi, *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3 (2), 153-169, Web: <http://dergipark.ulakbim.gov.tr/ksuiibf/article/download/5000039309/5000038182> adresinden 09 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Aytekin, S. ve İbiş, A. (2014). Mülkiyet Yapısının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi: BİST Metal Eşya, Makina Endeksi (Xmesy) Üzerinde Bir Uygulama, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 40, 119-130, Web: [http://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG\\_40/628.pdf](http://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG_40/628.pdf), adresinden 14 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Baker, M. and Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure, *The Journal of Finance*, 57 (1), 1-32, Web: <http://www.people.hbs.edu/mbaker/cv/papers/CapitalStructure.pdf>, adresinden 18 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Baklacioğlu, S. (1976). Kamu İktisadi Teşebbüsleri: Genel Esaslar, Çeşitli Ülkelerde, Türkiye'de, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 1-120.
- Barclay, M. J. and Smith, C. W. (2005). The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited, *Journal of Applied Corporate Finance*, 17 (1), 8-17, Web: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/dig.v36.n1.1806>, adresinden 01 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2 (2), 2010 ISSN: 1309-8020, 11-19, Web: [http://www.sosbilko.net/dergi\\_EBD/arsiv/2010\\_2/02ali\\_bayrakdaroglu.pdf](http://www.sosbilko.net/dergi_EBD/arsiv/2010_2/02ali_bayrakdaroglu.pdf), adresinden 13 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Benito, A. (2003). The Capital Structure Decisions of Firms: Is There A Pecking Order? (No.0310), Banco de Espana, 7-40, Web: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadadas/DocumentosTrabajo/03/Fic/dt0310e.pdf>, adresinden 28 Nisan 2014'te alınmıştır.
- Berger, A. N. and Udell, E. B. (2002). Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry, *Journal of Banking & Finance*, 30, 1065-1102, Web: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2002/200254/200254pap.pdf>, adresinden 14 Aralık 2014'te alınmıştır.

- Besley, S. and Brigham, E. (2007). Essentials Of Managerial Finance, Cengage Learning, 31-807, Web: [http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=hd8FAAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR6&dq=%E2%80%9CEssentials+of+managerial+finance,%E2%80%9D&ots=BPu1YUFZtS&sig=CUGRiRj4s255exwhAx2-Qg5u9oA&redir\\_esc=y#v=onepage&q=%E2%80%9CEssentials%20of%20managerial%20finance%2C%E2%80%9D&f=false](http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=hd8FAAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR6&dq=%E2%80%9CEssentials+of+managerial+finance,%E2%80%9D&ots=BPu1YUFZtS&sig=CUGRiRj4s255exwhAx2-Qg5u9oA&redir_esc=y#v=onepage&q=%E2%80%9CEssentials%20of%20managerial%20finance%2C%E2%80%9D&f=false), adresinden 23 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Bhabotosh, B. (1990). Fundamentals of Financial Management, PHI Learning Pvt. Ltd, 30-580, Web: [http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=40xXAc5ImC4C&oi=fnd&pg=PR13&dq=Fundamentals+of+Financial+Management&ots=f6MsAQKiVG&sig=ihKt5jlCLENheMeuTfLtyJ8LrMY&redir\\_esc=y#v=onepage&q=M%C4%B0LLER&f=false](http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=40xXAc5ImC4C&oi=fnd&pg=PR13&dq=Fundamentals+of+Financial+Management&ots=f6MsAQKiVG&sig=ihKt5jlCLENheMeuTfLtyJ8LrMY&redir_esc=y#v=onepage&q=M%C4%B0LLER&f=false), adresinden 19 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Block, P. (1993). Stewardship: Choosing Service Over Self-Interest. Berrett-Koehler Publishers, 5-250, Web: [http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=qh2kz9x63fsC&oi=fnd&pg=PR11&dq=Stewardship:+Choosing+Service+Over+Self-Interest&ots=LJyZfud1FY&sig=EVHBSysAdF2nLiwG0eJOksIAuuo&redir\\_esc=y#v=onepage&q=Stewardship%3A%20Choosing%20Service%20Over%20Self-Interest&f=false](http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=qh2kz9x63fsC&oi=fnd&pg=PR11&dq=Stewardship:+Choosing+Service+Over+Self-Interest&ots=LJyZfud1FY&sig=EVHBSysAdF2nLiwG0eJOksIAuuo&redir_esc=y#v=onepage&q=Stewardship%3A%20Choosing%20Service%20Over%20Self-Interest&f=false), adresinden 11 Ekim 2014' te alınmıştır.
- Bontempi, M. E. (2002). The Dynamic Specification of The Modified Pecking Order Theory: İts Relevance To Italy, *Empirical Economics*, 27 (1), 1-22, Web: <http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs181-002-8356-9>, adresinden 25 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2001). Capital Structures İn Developing Countries, *The Journal of Finance*, 56 (1), 87-130, Web: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00320/pdf>, adresinden 28 Aralık 2014'te alınmıştır.
- Brealey, R., Leland, H. E. and Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial İntermediation, *The Journal of Finance*, 32 (2), 371-387, Web: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/Leland%20and%20Pyle%201975.pdf>, adresinden 25 Mart 2014'te alınmıştır.
- Brigham, E. and Houston, J. (2011). Fundamentals of Financial Management, Cengage Learning, 25-578, Web: [http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=9P9u4IDBKyQC&oi=fnd&pg=PR8&dq=Fundamentals+of+Financial+Management&ots=6aPllaPNjB&sig=OKXP0HxJYzfugCKc\\_KPq1wX\\_l8g&redir\\_esc=y#v=onepage&q&f=false](http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=9P9u4IDBKyQC&oi=fnd&pg=PR8&dq=Fundamentals+of+Financial+Management&ots=6aPllaPNjB&sig=OKXP0HxJYzfugCKc_KPq1wX_l8g&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false) adresinden 17 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Bulut, H. İ., Çankaya, F. ve Er, B. (2009). Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11 (1), 101-120, Web: <http://iibfdergisi.gazi.edu.tr/index.php/iibfdergisi/article/view/82/73>, adresinden 29 Eylül 2014'te alınmıştır.

- Bulut, N. (2006). Mülkiyet Konusundaki Temel Yaklaşımlar ve Türk Anayasasında Mülkiyet, *Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, X (3-4), 15-26, Web: [http://www.erkincan.edu.tr/birim/HukukDergi/makale/2006\\_X\\_2\\_2.pdf](http://www.erkincan.edu.tr/birim/HukukDergi/makale/2006_X_2_2.pdf), adresinden 25 Mayıs 2014'te alınmıştır.
- Busija, E. (2006). Agency in Family Business: The CEO, The Board Of Directors, and The Moderating Effects Of Ownership Structure and Ownership Form, A Dissertation Presented for the Doctor of Philosophy Degree, The University of Memphis , 67 (12), 1-116.
- Büte, M. (2010). Aile İşletmelerinin Kurumsallaşma Sürecinde Yasadığı Sorunlar, *Akademik Bakış Dergisi*, 22, 1-25, Web: <http://www.akademikbakis.org/eskisine/22/15.pdf>, adresinden 08 Nisan 2014'te alınmıştır.
- Büyüköztürk, Ş. (2002). Faktör Analizi: Temel Kavramlar ve Ölçek Geliştirmede Kullanımı, *Kuram ve Uygulamada Eğitim Yönetimi Dergisi*, 8 (32), 470-483.
- Büyükşalvarcı, A. ve Abdioğlu, H. (2010). Kriz Öncesi ve Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Çalışma Sermayesi Gereksiniminin Belirleyicileri: İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24 (2), 47-70, Web: <http://e-dergi.atauni.edu.tr/atauniiibd/article/view/1025006505/1025006083>, adresinden 27 Mayıs 2014'te alınmıştır.
- Bohren, O. and Odegaard, B. A. (2005). Governance and Performance Revisited, Forthcoming in International Corporate Governance after Sarbanes-Oxley, Greg Gregouriu and Paul Ali (ed), Wiley, 1-30, Web: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2257768](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2257768), adresinden 11 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Cadbury, S. A. (2000). Family Firms and Their Governance: Creating Tomorrow's Company From Today's, London: Egon Zender International, 2-35, Web: [http://biblioferrersalat.com/media/documentos/family\\_firms.pdf](http://biblioferrersalat.com/media/documentos/family_firms.pdf), adresinden 26 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Can, Reyhan. (2013). Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Kuramı ve Borsa İstanbul (BİST) 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Niğde-2013.
- Chau, T. T. (1991). Approaches to Succession in East Asian Business Organizations, *Family Business Review*, 4 (2), 161-179, Web: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1741-6248.1991.00161.x/pdf>, adresinden 18 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J. and Sharma, P. (1999). Defining The Family Business By Behavior, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 19-40, Web: <http://faculty.utep.edu/Portals/167/11%20Defining%20the%20family%20Business%20by%20behavior.pdf>, adresinden 12 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Civelek, M. E. (2009). İnternet Çağı Dinamikleri, Beta yayınları, 30-39, Web: [http://books.google.com.tr/books?id=wL0wFd0vFFUC&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs\\_ge\\_summary\\_r&cad=0#v=onepage&q&f=false](http://books.google.com.tr/books?id=wL0wFd0vFFUC&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false), adresinden 08 Ağustos 2014'te alınmıştır.



- Clarke, D. C. (2003). Corporate Governance In China: An Overview, *Chins Economic Review*, 14, 494-507, Web: [http://scholarship.law.gwu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1047&context=faculty\\_publications](http://scholarship.law.gwu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1047&context=faculty_publications), adresinden 21 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Coffee, J. C. (2001). The Rise Of Dispersed Ownership: The Roles Of Law And The State In The Separation Of Ownership And Control, *Yale Law Journal*, 111 (1), 1-82, Web: [http://www.yalelawjournal.org/pdf/455\\_ugyxm1iw.pdf](http://www.yalelawjournal.org/pdf/455_ugyxm1iw.pdf), adresinden 16 Mayıs 2014'te alınmıştır.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A. and Tehranian, H. (2007). The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance, *Journal of Banking & Finance*, 31 (6), 1771-1794, Web: [https://www2.bc.edu/alan-marcus/papers/JBF\\_2007.pdf](https://www2.bc.edu/alan-marcus/papers/JBF_2007.pdf), adresinden 10 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Cronqvist, H. and Nilsson, M. (2003), Agency Costs of Minority Shareholders, *The Journal of Financial Quantitative Analysis*, 38 (4), 695-719, Web: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/4126740?uid=2134&uid=2483589543&uid=2483589533&uid=2&uid=70&uid=3&uid=60&purchase-type=article&accessType=none&sid=21104607060433&showMyJstorPss=false&seq=10&showAccess=false>, adresinden 24 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Curimbaba, F. (2002). The Dynamics of Women's Roles as Family Business Managers, *Family Business Review*, 15 (3), 239-252.
- Çabas, M. (2012). Yeni Mesaj Gazetesi, "ABD'de bile bu kadar özelleştirme yok", Web: <http://www.yenimesaj.com.tr/?artikel,12003448/>, adresinden 07 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Daily, C. M., Dalton, D. R. and Rajagopalan, N. (2003). Governance Through Ownership: Centuries of Practice, Decades of Research, *Academy of Management Journal*, 46 (2), 151-158, Web: <http://amj.aom.org/content/46/2/151.short>, adresinden 27 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Dalğar, Hüseyin. (2006). Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Isparta-2006.
- De Kok, J.M.P., Uhlaner L. M. and Thurik A. R (2006). Professional HRM Practices in Family Owned-Managed Enterprises, *Journal of Small Business Management*, 44 (3), 441-460, Web: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-627X.2006.00181.x/pdf> adresinden 15 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. and Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence From The Asia Pacific Region, *Journal of Multinational Financial Management*, 14 (4), 387-405, Web: <http://dro.dur.ac.uk/2746/1/2746.pdf?DDD2+dbr0vf+dbr4jmr+dbr0vf+dbr6jw1+dbr4wd+dbr4jw1+dul0jk>, adresinden 16 Aralık 2014'te alınmıştır.

- Demireli, M. ve Yıldırım, E. (2009). Kurumsal Yönetim, Mülkiyet ve Kontrol Yapıları ve Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkileri (İMKB İmalat Sanayi Örneği), *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 46 (532), 81-90, Web: [http://ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/makaleler/532/Sayi\\_532\\_Makale\\_05.pdf](http://ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/makaleler/532/Sayi_532_Makale_05.pdf), adresinden 15 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Demireli, E., Başcı, E. S. ve Karaca, S. S. (2014). İşletme Sermayesi ve Performans Göstergeleri Arasındaki İlişkiler: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 5 (1), 79-98, Web: <http://esam.ege.edu.tr/makaleler/ocak-2014/makale-1.pdf>, adresinden 20 Şubat 2015'te alınmıştır.
- Demirhan, D. (2009). Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *Ege Academic Review*, 9 (2), 677-697, Web: [http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyalari/51/PDF2009\\_2\\_15.pdf](http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyalari/51/PDF2009_2_15.pdf) adresinden 12 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Demirkan, S. (1999). Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları ve Türkiye İçin Öneriler, *Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi*, 1-41, Web: <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=474&ct=f&action=displayfile> adresinden 30 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 375-390, Web: <http://www.rwi.uzh.ch/lehreforschung/alphabetisch/weberr/archiv/FS08/unterlagen/unterlagenLE/aufsaetze/TheStructureofOwnershipandtheTheoryoftheFirm.pdf> adresinden 15 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Demsetz, H. and Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *The Journal of Political Economy*, 1155-1177, Web: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/1833178?uid=2134&uid=2483589543&uid=2483589533&uid=2&uid=70&uid=3&uid=60&sid=21104552560461>, adresinden 27 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance, *Journal of Corporate Finance*, 7 (3), 209-233, Web: [http://people.stern.nyu.edu/bvillalo/DemsetzVillalonga\\_JCF2001.pdf](http://people.stern.nyu.edu/bvillalo/DemsetzVillalonga_JCF2001.pdf), adresinden 29 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Deniz, M. (2007). *İstanbul Barosu Dergisi*, Cilt: 81, Sayı:1, Yıl 2007, 96, Web: <http://www.istanbulbarosu.org.tr/yayinlar/BaroDergileri/ibd/20071/ibd2007118.pdf>, adresinden 24 Haziran 2014'te alınmıştır.
- Devlet Teşkilatı Bilgi Bankası, (2014). Kamu İktisadi Teşebbüsleri, DTBB, Web: <http://euygulama.dpb.gov.tr/devletteskilati/kontrollu/Kit.aspx>, adresinden 21 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Doğan, M. N. (2012). Rakamlarla Özelleştirme: Türkiye'de ve Dünyada Özelleştirme Uygulamaları ve Özelleştirme Fonu'nun Kaynak ve Kullanımları, Ankara-2012, 5-25, Web: <http://www.oib.gov.tr/baskanlik/ozellestirme-kitap29%203.pdf>, adresinden 15 Ağustos 2014'te alınmıştır.

- Doğukanlı, H. ve Acaravcı, S. (2004). Türkiye'de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayiinde Sınanması, *İktisat İşletme ve Finans*, 19 (225), 43-57, Web: <http://www.iif.com.tr/index.php/iif/article/view/iif.2004.225.3692>, adresinden 15 Aralık 2014'te alınmıştır.
- Dura, Y. C. (2006). Mülkiyet-Verimlilik İlişkisi: Mülkiyet Hakları Teorisi, *Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 13 (2), 225-236, Web: <http://www2.bayar.edu.tr/yonetimekonomi/dergi/pdf/C13S22006/YCD.pdf> adresinden 15 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Durukan, Mubeccel Banu. (1997). İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir-1997.
- Dünya ve Ekonomi, (2014). Dünyanın En Büyük Ekonomi Adayları, Web: <http://www.dunya.com/turkiye-2014-yilinda-16nci-buyuk-ekonomi-olmaya-aday-205507h.htm>, adresinden 23 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Dünya Fikri Mülkiyet Örgütü, (2014). WIPO, Web: <http://www.wipo.int/about-wipo/en/history.html> adresinden 17 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Ege, İ. ve Bayrakdaroğlu, A. (2008). Sermaye Yapısının Cari Değer ve Verimlilik Üzerine Etkisi: Türk Sigortacılık Sektöründe Bir Uygulama, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22 (2), 379-395, Web: <http://asalbayrak.files.wordpress.com/2013/10/mk15.pdf>, adresinden 24 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Ehrhardt, M. and Brigham, E. (2013). Corporate Finance: A focused approach. Cengage Learning, 27-769, Web: [http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=DPwOhGdNAFgC&oi=fnd&pg=PR5&dq=Ehrhardt,+M.+ve+E.+Brigham+\(2006\),+Corporate+Finance+-+A+Focused+Approach,+China:+Thomson+South-Western.&ots=BE0USh2tpp&sig=N8K67LYBnjZGB6Lj2kkBiPY9sgo&redir\\_esc=y#v=onepage&q=miller&f=false](http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=DPwOhGdNAFgC&oi=fnd&pg=PR5&dq=Ehrhardt,+M.+ve+E.+Brigham+(2006),+Corporate+Finance+-+A+Focused+Approach,+China:+Thomson+South-Western.&ots=BE0USh2tpp&sig=N8K67LYBnjZGB6Lj2kkBiPY9sgo&redir_esc=y#v=onepage&q=miller&f=false) adresinden 17 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review*, 14 (1), 57-74, Web: <http://classwebs.spea.indiana.edu/kenricha/Oxford/Archives/Oxford%202006/Courses/Governance/Articles/Eisenhardt%20-%20Agency%20Theory.pdf>, adresinden 22 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Elyasiani, E. and Jia, J. (2010). Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance, *Journal of Banking & Finance*, 34 (3), 606-620, Web: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426609002222>, adresinden 12 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Engels, F. (1884). Ailenin, Özel Mülkiyetin ve Devletin Kökeni, Eriş Yayınları, 8, Web: <http://w.antikapitalist.net/kutuphane/acik-kitaplik/marxengels/ailedevletozelmulkiyet.pdf>, adresinden 31 Temmuz 2014'te alınmıştır.

- Erdem, B., Ceylan, U. ve Saylan, U. (2013). Aile İşletmelerinde Nepotizm ve Örgütsel Bağlılık İlişkisi: Kütahya'da Faaliyet Gösteren Otel İşletmelerinde Bir Araştırma, *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32 (2), 171-197, Web: <http://asosindex.com/journal-article-fulltext?id=29353&part=1> adresinden 18 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Ersöz, H. Y., Özdemir, S., Yavuz, A., Akgeyik, T., ve Şenocak, H. (2011). Özelleştirmede Çalışanların Mülkiyet Sahipliği: Kardemir Örneği, *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, 46, 3-42, Web: <http://www.journals.istanbul.edu.tr/iusskd/article/view/1023007898/1023007356> adresinden 22 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Fendoğlu, H. T. (2011). Kamu Denetçiliği (Ombudsmanlık). Yetkin Yayınları, 1-20, Web:[http://www.hasantahsinfendoglu.com/sde/KAMU%20DENETCILIGI%20\(OMBDUSMANLIK\).pdf](http://www.hasantahsinfendoglu.com/sde/KAMU%20DENETCILIGI%20(OMBDUSMANLIK).pdf), adresinden 05 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Fıratoglu, B. (2005). Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler, BF/1, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 4-39, Web: <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=937&ct=f&action=displayfile> adresinden 02 Nisan 2014'te alınmıştır.
- Flanagan, P. A., Mackin, C., LaMantia, C. and Yener, D. (1990). ESOP's and Corporate Finance Implications. *Financial Management*, 19 (1), 75-81, Web: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/3666038?uid=2134&uid=2483589543&uid=2483589533&uid=2&uid=70&uid=3&uid=60&purchasetype=none&accessType=none&sid=21104715949453&showMyJstorPss=false&seq=2&showAccess=false> adresinden 22 Mayıs 2014'te alınmıştır.
- Flannery, M. J. and Rangan, K. P. (2006). Partial Adjustment Toward Target Capital Structures, *Journal of Financial Economics*, 79 (3), 469-506, Web: [http://lib.cufe.edu.cn/upload\\_files/other/4\\_20140512105606\\_12.pdf](http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/4_20140512105606_12.pdf), adresinden 04 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Frielinghaus, A., Moster, B. and Firer, C. (2005). Capital Structure And The Firm's Life Stage, *South African Journal of Business Management*, 36 (4), 9-18, Web:<http://www.griequity.com/resources/integraltech/GRIBusinessModel/capitalstructureandlifestage.pdf>, adresinden 18 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Gençtürk, M. (2003). Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkisi, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8 (2), 231-251, Web: <http://sablon.sdu.edu.tr/fakulteler/iibf/dergi/files/2003-2-14.pdf>, adresinden 14 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Graham J. R. and Harvey C. R. (1997). Yatırım Bültenlerinin Piyasa Zamanlaması Performansının Derecelendirilmesi, (Çev. Veli AKEL), *Finansal Analiz Dergisi*, 1-14, (Orijinal makalenin yayım tarihi, 1997), Web: [http://iibf.erciyes.edu.tr/akademi/mh/vakel/veli\\_akel/Grading\\_the\\_Performance\\_of\\_Market\\_Timing\\_Newsletters.pdf](http://iibf.erciyes.edu.tr/akademi/mh/vakel/veli_akel/Grading_the_Performance_of_Market_Timing_Newsletters.pdf), adresinden 02 Kasım 2014'te alınmıştır.

- Güler, S. (2010). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) Kayıtlı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Sermaye Yapıları Üzerine Bir Uygulama, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15 (3), 353-371, Web: <http://sablon.sdu.edu.tr/fakulteler/iibf/dergi/files/2010-3-18.pdf>, adresinden 19 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Gülşen, A. Z. ve Ülkütaş, Ö. (2012). Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8 (15), 49-59, Web: <http://194.27.40.129/index.php/zkesbe/article/view/58>, adresinden 23 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Güriz, A. (1992). Hukuk Başlangıcı, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları No:495, 3.Basım, Ankara, A.Ü. Basımevi.
- Gürsakar, N. (1997). Bilgisayar Uygulamalı İstatistik I, Marmara Kitabevi Yayınları, Bursa, 20-310.
- Gürsoy, G. ve Aydoğan, K. (1999). Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies, ERC/METU International Conference in Economics, 1999 Ankara, Turkey, 1-25, Web: <http://aydogan.bilkent.edu.tr/OwnershipStructure.pdf>, adresinden 21 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Haber Merkezi. (2014). Türkiye'de Son Yıllarda Yapılan Özelleştirmeler, Web: <http://medya-tr-gg.tr.gg/-OeZELLE%26%23350%3BT%26%23304%3BR%26%23304%3BLEN-ve--OeZELLE%26%23350%3BT%26%23304%3BR%26%23304%3BLECEK-KAMUKURULU%26%23350%3BLARI.htm>, adresinden 05 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Halaç, U. ve Durak, M. G. (2013). İMKB'de İşlem Gören İşletmeler için Para Politikası ve Sermaye Yapısı İlişkisi, *Ege Academic Review*, 13 (4), 497-504, Web: [http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyaları/51/PDF2013\\_4\\_8.pdf](http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyaları/51/PDF2013_4_8.pdf), adresinden 09 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Han, O. ve Ala, S. (2006), Şirket Yapıları ve Kuruluş Aşamaları, Kosgeb, Girişimciliği Geliştirme Merkezi, 1-30, Web: [http://www.muratkoseoglu.com.tr/doc/forum/sirket\\_yapilari\\_ve\\_kurulus\\_asamaları.pdf](http://www.muratkoseoglu.com.tr/doc/forum/sirket_yapilari_ve_kurulus_asamaları.pdf), adresinden 13 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Harris, M. and Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure, *The Journal Of Finance*, 46 (1), 297-355, Web: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x/pdf> adresinden 05 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Hazine Müsteşarlığı, (2010). Kamu İşletmeleri Raporu 2010, Kamu Sermayeli Kuruluş ve İşletmeler Genel Müdürlüğü, Kasım 2011, Web: [http://hakan.hozyildiz.com/file/resource/2010kamuisletmeleriraporu\\_120201160153.pdf](http://hakan.hozyildiz.com/file/resource/2010kamuisletmeleriraporu_120201160153.pdf), adresinden 31 Ağustos 2014'te alınmıştır.

- Heinkel, R. (1982). A Theory Of Capital Structure Relevance Under İmperfect Information, *The Journal of Finance*, 37 (5), 1141-1150, Web: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/2327840?uid=2&uid=4&sid=21104511256411> adresinden 06 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G. and Palia, D. (1999). Understanding The Determinants Of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance, *Journal of Financial Economics*, 53 (3), 353-384, Web: [http://people.stern.nyu.edu/eofek/PhD/papers/HHP\\_Understanding\\_JFE.pdf](http://people.stern.nyu.edu/eofek/PhD/papers/HHP_Understanding_JFE.pdf) adresinden 16 Nisan 2014'te alınmıştır.
- Hiraki, T., Inoue, H., Ito, A., Kuroki, F. and Masuda, H. (2003). Corporate Governance and Firm Value İn Japan: Evidence from 1985 to 1998, *Pacific-Basin Finance Journal*, 11 (3), 239-265, Web: <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VFF-48WJW4W-2/2/75ae88b26a99d637c2dd07b01e6d8150>, adresinden 26 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Işık, S. (2011). Amerika'da Mülkiyetin Tabana Yayılması Çerçevesinde Çalışanların Hisse Senedi Sahipliği Planı (ESOP), *Çalışma ve Toplum, Ekonomi ve Hukuk Dergisi*, 2011 (1), 265-276, Web: <http://calismatoplum.org/sayi28/isik.pdf>, adresinden 07 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Işık, S., Duman, K. ve Korkmaz, A. (2004). Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19 (1), 45-69.
- İlhan, T. (2007). Uluslararası Ortak Girişimlerde Mülkiyet Yapısı: Yönetmel Kontrol Düzeyinin ve Kültürel Farklılıkların Etkisi, *Akdeniz University Faculty of Economics & Administrative Sciences Faculty Journal / Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7 (13), 122-148.
- İnan, A. (2003). Kuran'da Mülkiyet, *İslami Araştırmalar Dergisi*, 16 (4), 484, Web: <http://www.islamiarastirmalar.com/upload/pdf/adf38d3621aa798.pdf>, adresinden 13 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- James, H. S. (1999). Owner as Manager, Extended Horizons and The Family Firm, *International Journal of the Economics of Business*, 6 (1), 41-55, Web: <http://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/13571519984304>, adresinden 17 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360, Web: <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>, adresinden 23 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Kabakçı, Y. (2008). Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama, *Ege Akademik Bakış*, 8 (1), 167-182, Web: [http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyalari/51/PDF2008\\_1\\_9.pdf](http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyalari/51/PDF2008_1_9.pdf), adresinden 23 Aralık 2014'te alınmıştır.

- Karabıyık, Hilal. (2011). Türkiye’de Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: İMKB’de Sektörel Karşılaştırma, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara-2011.
- Karabulut, G. (2003). Bankacılık Sektöründe Sermaye Kârlılık İlişkisi: Türk Bankacılık Sistemi Üzerine Bir İnceleme, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 28, 169-176, Web: <http://journals.istanbul.edu.tr/iusiyasal/article/viewFile/1023011351/10230106> 11, adresinden 21 Eylül 2014’te alınmıştır.
- Kısakürek, M. M. ve Aydın, Y. (2013). İşletmelerde Sermaye Yapısı İle Kârlılık Arasındaki İlişkinin Analizi: 1992-2011 Yılları Arası Finansal Krizler Odaklı BİST’te Bir Uygulama, *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 14 (2), 97-121, Web: <http://asosindex.com/journal-article-fulltext?id=26369&part=1>, adresinden 28 Eylül 2014’te alınmıştır.
- King, M. R. and Santor, E. (2007). Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms, Bank of Canada Working Paper 2007-40, 1-38, Web: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp07-40.pdf>, adresinden 08 Eylül 2014’te alınmıştır.
- King, M. R. and Santor, E. (2008). Family values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms, *Journal of Banking & Finance*, 32 (11), 2423-2432, Web: [http://www.researchgate.net/publication/222657703\\_Family\\_values\\_Ownership\\_structure\\_performance\\_and\\_capital\\_structure\\_of\\_Canadian\\_firms](http://www.researchgate.net/publication/222657703_Family_values_Ownership_structure_performance_and_capital_structure_of_Canadian_firms), adresinden 06 Eylül 2014’te alınmıştır.
- Kogut, B. and Singh, H. (1988). The Effect Of National Culture On The Choice Of Entry Mode, *Journal Of International Business Studies*, 19 (3), 411-432.
- Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D. (2010). Valuation: Measuring and Managing The Value Of Companies (Vol. 499), John Wiley and Sons, McKinsey & Company Inc, 15-780, Web: <http://books.google.com.tr/books?id=7-u-eC3j0eEC&printsec=frontcover&hl=tr#v=onepage&q&f=false>, adresinden 24 Eylül 2014’te alınmıştır.
- Korkmaz, Ö. ve Karaca, S. S. (2013). Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği, *Ege Akademik Bakış*, 13 (2), 169-179, Web: [http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyaları/51/PDF2013\\_2\\_3.pdf](http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyaları/51/PDF2013_2_3.pdf), adresinden 29 Eylül 2014’te alınmıştır.
- Korkut, S. (2007). Parlamenter Denetim Kapsamında Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Denetlenmesi: TBMM KİT Komisyonunun Denetim Prosedürü ve KİT’lerin Denetiminde Geleceğe Dönük Öngörüler, *Yasama Dergisi*, 6, 5-47, Web: [http://www.yasader.org.tr/web/yasama\\_dergisi/2007/sayi6/parlamenter\\_denetim\\_kapsaminda.pdf](http://www.yasader.org.tr/web/yasama_dergisi/2007/sayi6/parlamenter_denetim_kapsaminda.pdf), adresinden 01 Ağustos 2014’te alınmıştır.
- Kur’an-ı Kerim, (2014). Zuhur Suresi, 77. Ayet.

- Küçükkaplan, İ., Gözbaşı, O. ve Nazlıoğlu, Ş. (2012). Kaynak Yapısının Firma Değeri ile İlişkisinin İMKB'de 2000-2011 Yılları Arasında Panel Yumuşak Geçiş Regresyon Yöntemiyle Araştırılması, 16. Finans Sempozyumu, 343-362, Web: <http://efinans.co/wp-content/uploads/2013/11/362-381.pdf>, adresinden 23 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Laeven, L. and Levine, R. (2008), Complex Ownership Structures and Corporate Valuations, *The Review of Financial Studies*, 21 (2), 579-604, Web: <http://rfs.oxfordjournals.org/content/21/2/579.full.pdf>, adresinden 14 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Lank, A. G. (1991). Challenging Times for European Family Enterprises, *Family Business Review*, 121-125, Web: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1741-6248.1991.00121.x/pdf>, adresinden 03 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World, *The Journal of Finance*, 54 (2), 471-517, Web: <http://facultyresearch.edhec.com/mailling/drd/flds/corporateownershiparoundtheworld.pdf>, adresinden 09 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Leadbeater, C. (1997). A Piece of the Action: Employee Ownership, Equity Pay and the Rise of the Knowledge Economy (No. 28), Demos, 9-75, Web: [http://www.google.com.tr/books?id=7x5oD6fQn3cC&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs\\_ge\\_summary\\_r&cad=0#v=onepage&q&f=false](http://www.google.com.tr/books?id=7x5oD6fQn3cC&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false), adresinden 28 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Lee, C. K. (1999). From Organized Dependence to Disorganized Despotism: Changing Labour Regimes In Chinese Factories. *The China Quarterly*, 157, 44-71, Web: <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=3562948&fileId=S0305741000040200>, adresinden 19 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Lehmann, E. and Weigand, J. (2000). Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures And Corporate Performance In Germany, *European Finance Review*, 4 (2), 157-195, Web: [http://cofe.uni-konstanz.de/Papers/dp00\\_05.pdf](http://cofe.uni-konstanz.de/Papers/dp00_05.pdf), adresinden 30 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Lichtenberg, F. R. and Pushner, G. M. (1994). Ownership Structure and Corporate Performance in Japan, *Japan and the World Economy*, 6 (3), 239-261, Web: <http://www.nber.org/papers/w4092.pdf>, adresinden 03 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Liesz, T. J. (2001). Why Pecking Order Theory Should Be Included In Introductory Finance Courses, *School of Business & Professional Studies* 14, 2005, 2-8, Web: <http://www.mountainplains.org/articles/2001/pedagogy/pecking%20order%20theory.htm>, adresinden 25 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Lovisuth L., Fairchild R. and Rathinasamy R. S. (2007). Capital Structure and Market Power: Evidence From Thailand Firms, 2007 EABR (Business) & ETLC (Teaching) Conference Proceedings, 1-11, Web: <http://www.ibrarian.net/navon/page.jsp?paperid=8933841&searchTerm=capital+structure+and+product+market>, adresinden 08 Aralık 2014'te alınmıştır.



- Margaritis, D. and Psillaki, M. (2008). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance, *Journal of Banking & Finance*, 34 (3), 621-632, Web: <https://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v34y2010i3p621-632.html>, adresinden 25 Aralık 2014'te alınmıştır.
- Mattesini, F. (1993). Financial Markets, Asymmetric Information, and Macroeconomic Equilibrium. Aldershot: Dartmouth, 10-189.
- Means, G. C. (1931). The Separation of Ownership and Control in American Industry, *The Quarterly Journal of Economics*, 46 (1), 68-100, Web: <http://qje.oxfordjournals.org/content/46/1/68.full.pdf>, adresinden 30 Haziran 2014'te alınmıştır.
- Miles, J. A. and Ezzell, J. R. (1980). The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15 (3), 719-730, Web: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/2330405?uid=2134&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21104760187753> adresinden 16 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Miller, M. H. and Rock, K. (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information, *The Journal of Finance*, 40 (4), 1031-1051, Web: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/miller%20and%20rock%201985.pdf> adresinden 07 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Mitton, T. (2002). A Cross-Firm Analysis of The Impact of Corporate Governance On The East Asian Financial Crisis, *Journal of Financial Economics*, 64 (2), 215-241, Web: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=246030](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=246030), adresinden 25 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 261-297, Web: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958.pdf> adresinden 25 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1988). Management Ownership And Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315, Web: <http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/mgt-own-mkt-val.pdf>, adresinden 19 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Moyer, R. C., McGuigan J., Rao R. and Kretlow W. (2011). Contemporary Financial Management, Cengage Learning, 20-863, Web: <http://books.google.com.tr/books?id=vSQ9AAAAQBAJ&pg=PR5&dq=Contemporary+Financial+Management&hl=tr&sa=X&ei=kyUnVL15ZjuBqSTgNAM&ved=0CBoQ6AEwAA#v=onepage&q=modigliani&f=false> adresinden 18 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Mustakallio, M. A. (2002). Contractual and Relational Governance In Family Firms: Effects on Strategic Decision-Making Quality and Firm Performance, Helsinki University of Technology Institute of Strategy and International Business Doctoral Dissertations, 50-75, Web: [http://www.researchgate.net/publication/36190937\\_Contractual\\_and\\_relational\\_governance\\_in\\_family\\_firms\\_effects\\_on\\_strategic\\_decision-making\\_quality\\_and\\_firm\\_performance](http://www.researchgate.net/publication/36190937_Contractual_and_relational_governance_in_family_firms_effects_on_strategic_decision-making_quality_and_firm_performance), adresinden 16 Temmuz 2014'te alınmıştır.

- Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221, Web: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.334.7154&rep=rep1&type=pdf>, adresinden 26 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Odegaard, B. A. and Bohren, O. (2003). Governance and Performance Revisited, Finance and Economics Network Working Paper Series, 6 (55), 1-32, Web: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=423461](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=423461), adresinden 23 Aralık 2014'te alınmıştır.
- Oğuz, A. (1998). Roma Hukuku'nda Mülkiyetin Devir İşlemlerinden Biri Olan Traditio'nun Sebebe Bağlılığı (Iusta Causa Traditionis), Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 47 (1-4), 49-83, Web: <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/38/294/2691.pdf>, adresinden 11 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Okuyan, H. A. ve Taşçı, H. M. (2010). İMKB'de İşlem Gören Reel Sektör İşletmelerinde Sermaye Yapısının Belirleyicileri, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 21 (76), 55-76, Web: [http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V21\\_N76\\_A03.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V21_N76_A03.pdf), adresinden 20 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Okuyan, Hasan Aydın. (2009). İşletmelerde Sahiplik Yapısı ile Kaynak Bileşimi Arasındaki İlişki: İMKB'de Ampirik Bir Uygulama, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Kocaeli-2009.
- Omran, M. (2001). Performance Consequences of Privatizing Egyptian State-Owned Enterprises: The Effect of Post-Privatization Ownership Structure on Firm Performance, 1-32, Web: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=281866](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=281866), adresinden 01 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Organisation For Economic Co-Operation And Development, (1997). Patents and Innovation in International Context, OECD/GD(97)210, Paris, OECD, Web: <http://www.oecd.org/science/inno/2101372.pdf>, adresinden 02 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Orhunbilge, N. (2002). Uygulamalı Regresyon ve Korelasyon Analizi. İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları No:281, 3-255
- Oswald, S. L. and Jahera, J. S. (1991). The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study, *Strategic Management Journal*, 12 (4), 321-326, Web: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.4250120407/pdf>, adresinden 26 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Otlı, F. (1999). Holding Şirketlerde Mali Tabloların Konsolidasyonu, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 13 (1), 101-115.
- Özdil, A.F.S. ve Kara, M. (2010). Bir Örnek Olay İncelemesi: Üç Kuşaktır Yaşatılan Bir Aile İşletmesi "Üç Yıldız Şekerleme", İstanbul Kültür Üniversitesi 4. Aile İşletmeleri Kongresi, 3-8, Web: [http://www.iku.edu.tr/userfiles/file/Agmer/aik\\_bildiri\\_4.pdf](http://www.iku.edu.tr/userfiles/file/Agmer/aik_bildiri_4.pdf), adresinden 12 Kasım 2014'te alınmıştır.

- Özkaya, M. O. ve Şengül, C. M. (2006). Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma ve İkinci Kuşağın Kurumsallaşma Konusuna Bakış Açısı, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21 (1), 109-126, [http://iibf.deu.edu.tr/deuj/index.php/cilt1-sayi1/article/view/197/pdf\\_180](http://iibf.deu.edu.tr/deuj/index.php/cilt1-sayi1/article/view/197/pdf_180), adresinden 20 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Öztrak, İ. (1970). Fikir ve Sanat Eserleri Üzerindeki Hakların Korunması Yönünden Pozitif Hukuktaki Tarihi Gelişim, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 1-8, Web: <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/433/4840.pdf> adresinden 17 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Öztürkçü, Aysel. (2012). Sermaye Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı, Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Van-2012.
- Palgrave, R. H. I. (1908). Dictionary of Political Economy, Macmillan and Company, Vol: 3), 90-99.
- Pagano M., Panetta F. and Zingales L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, *The Journal of Finance*, 53 (1), 27-64, Web: <http://www.csef.it/pagano/jf-1998.pdf>, adresinden 22 Aralık 2014'te alınmıştır.
- Perotti, E. (2004). State Ownership: A Residual Role?, World Bank Research Paper, 3407, 2-20, Web: <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-3407>, adresinden 22 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Pesqueux, Y., Yamak, S. and Süer, Ö. (2005). Les Scandales Bancaires Au Prisme De L'éthique: Une Comparaison Franco-Turque, *Les Scandales Bancaires Au Prisme De L'éthique: Une Comparaison Franco-Turque*, HAL Archives-Ouvertes, 1-37, Web: <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00004004/document>, adresinden 27 Aralık 2014'te alınmıştır.
- PwC, (2012). Küresel Aile Şirketleri Araştırması 2012, Türkiye Sonuçları: Aile Şirketleri; 21. Yüzyıl'ın Vazgeçilmez İş Modeli, 1-19, PwC, Web: <http://taider.org.tr/wp-content/uploads/2013/11/pwc-kuresel-aile-arastirmasi-2012-turkiye-sonuclari-kasim-2012-fce8c.pdf>, adresinden 04 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Ramadorai, T. (2010). Institutional Investors, in H. Kent Baker and John Nofsinger (eds.), *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., Chapter 32, 1-28, Web: [http://intranet.sbs.ox.ac.uk/tarun\\_ramadorai/TarunPapers/Chapter%2032%20Institutional%20Investors.pdf](http://intranet.sbs.ox.ac.uk/tarun_ramadorai/TarunPapers/Chapter%2032%20Institutional%20Investors.pdf), adresinden 16 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Rasiah, D. (2012). The Separation of Ownership and Control in Malaysian Domestic Companies, Web: <http://www.ipedr.com/vol38/024-ICEBI2012-A10014.pdf>, adresinden 08 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Rathinasamy, R. S., Krishnaswamy, C.R. and Mantrıpragada, K.G. (2000), Capital Structure and Product Market Interaction: An International Perspective, *Global Business and Finance Review*, 5 (2), 51-63, Web: [http://www.bath.ac.uk/management/news\\_events/pdf/cap\\_product\\_mkts\\_inte\\_raction.pdf](http://www.bath.ac.uk/management/news_events/pdf/cap_product_mkts_inte_raction.pdf), adresinden 12 Aralık 2014'te alınmıştır.

- Reisoğlu, S. (1980). Türk Eşya Hukuku, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları NO. 440 Altıncı Bası, Cilt;1, 12-26, Web: <http://kitaplar.ankara.edu.tr/dosyalar/pdf/103.pdf>, adresinden 11 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Richards, S. (2000). Fundamentals of Financial Management, Grow Your Greenhouse!, Cornell Greenhouse Conference, 53-56, Web: [http://www.dyson.cornell.edu/outreach/extensionpdf/2000/Cornell\\_AEM\\_eb0016.pdf#page=56](http://www.dyson.cornell.edu/outreach/extensionpdf/2000/Cornell_AEM_eb0016.pdf#page=56) adresinden 23 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure:The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, 23-40, Web: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/Ross%201977.pdf>, adresinden 05 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Sağlam, N. (2005). Dünya'da ve Türkiye'de Aile Şirketlerinin Durumu, Web: <http://www.ortakpayda.com/articles.php?ID=352>, adresinden 14 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Sakınç, İlker. (2008). Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İle İlişkisi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara-2008.
- Saldanlı, A. (2012). Likidite ve Kârlılık Arasındaki İlişki-İMKB 100 İmalat Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma, *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2 (16), 167-174, Web:<http://sosyalbilimler.sdu.edu.tr/assets/uploads/sites/102/files/20122-sayi-16-9-19102012.pdf>, adresinden 15 Mart 2015'te alınmıştır.
- Sarioğlu, S. E., Kurun, E. ve Güzeldere, H. (2013). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: İMKB'de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı Analizi, *Ege Academic Review*, 13 (4), 481-496, Web: [http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyaları/51/PDF2013\\_4\\_7.pdf](http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyaları/51/PDF2013_4_7.pdf), adresinden 01 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Sayılgan, G. ve Uysal, B. (2011). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz:1996-2008, *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi*, 66 (4), 101-124, Web: <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/1645/17587.pdf>, adresinden 22 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Sayıştay, (1999). Kamu İşletmeleri Genel Raporu, Ankara, 1999, Web: <http://www.sayistay.gov.tr/rapor/kamu/Kamu%20%DD%FEletmeleri%201999%20Y%FDI%FD%20Genel%20Raporu.pdf>, adresinden 01 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Sayman, Yahya. (2012). Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara-2012.
- Schaan, J. L., Beamish, P. W., Der. Contractor, F. J. and Lorange, P. (1988). Joint Venture General Managers in LDCs, Cooperative Strategies in International Business, MA: Lexington Boks, Lexington, 279-299.

- Scherr, F. C. (1988). The Bankruptcy Cost Puzzle, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 27 (3), 147-179, Web: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/40472932?uid=2134&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21104882782197>, adresinden 23 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Scott, Jr. J. H. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure, *The Bell Journal of Economics*, 33-54, Web: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/3003189?uid=2134&uid=2483589543&uid=2483589533&uid=2&uid=70&uid=3&uid=60&purchase-type=article&accessType=none&sid=21104955647563&showMyJstorPss=false&seq=2&showAccess=false> adresinden 10 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Sharma, R. (2013). The Potential of Private Institutional Investors for the Financing of Transport Infrastructure, Discussion Paper No.2013-14, International Transport Forum at the OECD, 2-60, Web: <http://www.internationaltransportforum.org/jtrc/DiscussionPapers/DP201314.pdf>, adresinden 27 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Smith, A. (1776). The Wealth of Nations, An Electronic Classics Series Publication, J. MANIS (Editor), The Pennsylvania State University 2005, Web: <http://www2.hn.psu.edu/faculty/jmanis/adam-smith/wealth-nations.pdf>, adresinden 28 Haziran 2014'te alınmıştır.
- State Ownership Policy, (2004). Ministry of Finance, Energy and Communications, Government Offices of Sweden: State Ownership Policy 2004, Ministry Report, SOP, 2-25, Web: <http://www.government.se/content/1/c6/02/63/49/772b3ca5.pdf>, adresinden 13 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Steger, U. (2004). Mastering Global Corporate Governance, 1-29, Web: <http://www.ozetkitap.com/tr/urunler-detay/kuresel-boyutuyla-kurumsal-yonetim-analizi/>, adresinden 19 Haziran 2014'te alınmıştır.
- Sunder, S. L. and Myers, S. C. (1999). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models Of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 51 (2), 219-244, Web: [http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/PhD/papers/SM\\_Testing\\_JFE.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/PhD/papers/SM_Testing_JFE.pdf), adresinden 28 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Şahin, A. ve Doğukanlı, H. (2014). Yabancı Bankaların KOBİ Kredilerine Etkileri: Türkiye İçin Bir İnceleme, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 8 (2), 39-73.
- Şahin, O. (2011). İMKB'ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları ve Firma Performansı İlişkileri, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 6 (2), 123-141, Web: [http://iibfdergi.ogu.edu.tr/makaleler/11373629\\_6\\_6-2\\_Makale\\_0.pdf](http://iibfdergi.ogu.edu.tr/makaleler/11373629_6_6-2_Makale_0.pdf), adresinden 18 Ocak 2015'te alınmıştır.
- Şamiloğlu, F. ve Ünlü U. (2010). Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: İMKB 100 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46, 66-73, Web: <http://www.mufad.org/journal/attachments/article/150/7.pdf>, adresinden 28 Temmuz 2014'te alınmıştır.

- Şeker, K. (2010). Türkiye'de Kamu İktisadi Teşekküllerine Bir Örnek: Keçiörlü Kükürt Fabrikası, *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3, 93-102, Web: <https://edergi.mehmetakif.edu.tr/index.php/sobed/article/view/234/139>, adresinden 12 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Taggart, R. A. (1977). A Model of Corporate Financing Decisions, *The Journal of Finance*, 32 (5), 1467-1484, Web: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/2326804?uid=2&uid=4&sid=21105095875263>, adresinden 13 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Tagiuri, R. and Davis, J. A. (1992). On The Goals of Successful Family Companies, *Family Business Review*, 5 (1), 43-62, Web: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1741-6248.1992.00043.x/pdf>, adresinden 11 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- 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, Web: <http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/139/18.pdf>, adresinden 16 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Titman, S. and Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, 43 (1), 1-19, Web: [http://ecsocman.hse.ru/data/957/126/1231/titman\\_wessel\\_-\\_determinants\\_of\\_cs\\_1988.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/957/126/1231/titman_wessel_-_determinants_of_cs_1988.pdf), adresinden 19 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Thomsen, S. and Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in The Largest European Companies, *Strategic Management Journal*, 21 (6), 689-705, Web: <http://www.druid.dk/conferences/summer1998/conf-papers/thomsen.pdf>, adresinden 09 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Toraman, C. (2008). Demir-Çelik Sektöründe Yapay Sinir Ağları İle Hisse Senedi Fiyat Tahmini: Erdemir A.Ş. ve Kardemir A.Ş. Üzerine Bir Tahmin Uygulaması, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 39, 44-57, Web: <http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/289/3.pdf>, adresinden 15 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Tufan, İ. (2005). Ampirik Araştırma Yöntemleri: Teori ve Pratik, 150-270, Web: [http://itgevakif.com/pdfs/AmpirikAra%C5%9Ft%C4%B1rmaY%C3%B6ntemleri\\_itufan\\_sicher.pdf](http://itgevakif.com/pdfs/AmpirikAra%C5%9Ft%C4%B1rmaY%C3%B6ntemleri_itufan_sicher.pdf), adresinden 10 Ocak 2015'te alınmıştır.
- Tunahan, H., S., Esen. ve Topal, B. (2015). Sahiplik Yapısı ve İhracat Yoğunluğunun İşletmelerin Karları Üzerindeki Etkisi, *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 3 (1), 93-109
- Tuncel, H. T. (2011). Aile Şirketlerinde Kurumsallaş(ama)ma, Konya Ticaret Odası Etüd-Araştırma Uzmanı, 2-8, Web: [http://www.kto.org.tr/d/file/aile\\_sirketi\\_rapor.pdf](http://www.kto.org.tr/d/file/aile_sirketi_rapor.pdf), adresinden 20 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Turkish British Chamber of Commerce and Industry, (2014). Türkiye'de Şirket Türleri, TBCCI, Web: <http://www.tbcci.org/Tur/businessTypesTurkey.php> adresinden 22 Mayıs 2014'te alınmıştır.

- Türk Dil Kurumu, (2014). Sahiplik Kavramı, Ankara, TDK, Web: [http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_gts&arama=gts&guid=TDK.GT.S.53b478d992b662.46616051](http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GT.S.53b478d992b662.46616051) adresinden 05 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Türk Medeni Kanunu, (2014). Kanun No:4721, Sayı: 24607, Tertip: 5, Cilt: 41, Yürürlüğe Giriş Tarihi 22.11.2001, s.5155, Web: <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.4721.pdf>, adresinden 25 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Türkan, E. (2005). Türkiye'de Ekonomik Aktivite İçinde Yabancı Sermaye Payı, TC Merkez Bankası, 19, 4-31.
- Türk Medeni Kanunu (2014), İkinci Bölüm, Taşınmaz Mülkiyeti, Birinci Ayırım Taşınmaz Mülkiyetinin Konusu, Kazanılması ve Kaybı, Madde 704, s.8159, Web:<http://www.mevzuat.gov.tr/Metin.Aspx?MevzuatKod=1.5.4721&MevzuatIliski=0&sourceXmlSearch=>, adresinden 26 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, (2014). Kolektif Yatırım Kurumları ve Portföy Yönetimi, TKYD, Web: <http://www.tkyd.org.tr/T/tarihce.aspx>, adresinden 26 Aralık 2014'te alınmıştır.
- United Nations Statistics Division, (2014). Cinsiyet, Nüfus Artış Hızı, Yüzey Alanı ve Yoğunluğuna Göre Nüfus, UNSD, Web: <http://unstats.un.org/unsd/demographic/products/dyb/dyb2009-2010/Table03.pdf> adresinden 19 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Uzay, N. (2002). Kamu Büyüklüğü ve Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği (1970-1999), *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19, 151-172, Web: [http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi19/08\\_Uzay.pdf](http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi19/08_Uzay.pdf), adresinden 18 Temmuz 2014'te alınmıştır.
- Ülgen, G. (2005). 500 Büyük Firma İçinde Yabancı Sermaye Kaynaklı Firmaların 2003 Performansı, Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 47, 45-55, Web: <http://journals.istanbul.edu.tr/iuamk/article/viewFile/1023007778/1023007279>, adresinden 18 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Ülgen, Hayri ve Mirze, S. K. (2007). İşletmelerde Stratejik Yönetim, 4. Baskı, İstanbul, Arıkan Basım, 427-428.
- Ünlü, U., Bayrakdaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011). Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB için Ampirik Bir Uygulama, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Dergisi*, 66 (2), 201-214, Web: [http://www.politics.ankara.edu.tr/dergi/cilt-sayi-7\\_ulas.unlu](http://www.politics.ankara.edu.tr/dergi/cilt-sayi-7_ulas.unlu), adresinden 15 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Üsdiken, B. (2008). Türkiye'de İşletme Grupları: Özel Sayı'ya Giriş, *Yönetim Araştırmaları Dergisi* (Türkiye'de İşletme Grupları Özel Sayısı), 8 (1-2), 5-21.
- Van Horne, J. C. and Wachowicz, J. M. (2002). Fundamentos De Administración Financiera, Pearson Educación, 20-743, Web: [http://books.google.com.tr/books?id=ziiCVbfGK3UC&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs\\_ge\\_summary\\_r&cad=0#v=onepage&q&f=false](http://books.google.com.tr/books?id=ziiCVbfGK3UC&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false) , adresinden 04 Kasım 2014'te alınmıştır.

- Ward, J. L. (1987). Keeping The Family Business Healthy, San Francisco, CA: Jossey Bass, 144-150, Web: <http://fbr.sagepub.com/content/10/4/323.full.pdf>, adresinden 18 Ağustos 2014'te alınmıştır.
- Yamak S., Ertuna B., Levent H. ve Bolak M. (2010). Yabancı Yatırımcıların Aile İşletmeleriyle İşbirliklerinin Performansa Etkileri, 4. Aile İşletmeleri Kongresi, 275-284, Web: <http://www.iku.edu.tr/TR/userfiles/aik10.pdf>, adresinden 13 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Yelkikalan, N. ve Aydın, E. (2010). Aile İşletmelerinin Yaşamlarını Sürdürebilmesinde Sonraki Kuşakların Duygusal Sahiplik Algılamasının Rolü ve Önemi, *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 8 (2), 81-119, Web: [http://ybd.comu.edu.tr/sites/ybd.comu.edu.tr/files/A%C4%B0LE%20%C4%B0C5%9ELETMELER%C4%B0N%C4%B0N\\_Y%C3%B6netim%20Bilimleri%20Dergisi%20Vol.8%20No.2.pdf](http://ybd.comu.edu.tr/sites/ybd.comu.edu.tr/files/A%C4%B0LE%20%C4%B0C5%9ELETMELER%C4%B0N%C4%B0N_Y%C3%B6netim%20Bilimleri%20Dergisi%20Vol.8%20No.2.pdf), adresinden 17 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Yener, E. ve Karakuş, R. (2012). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14 (2), 75-88, Web: <http://iibfdergisi.gazi.edu.tr/index.php/iibfdergisi/article/view/495/483>, adresinden 09 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Yenice, Sedat. (2001). Sermaye Yapısının Firmanın Verimliliği ile Cari Değeri Üzerine Etkisi ve İMKB'de Test Edilmesi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara- 2001.
- Yenice, S. ve Dölen, T. (2013). İMKB'de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9 (19), 199-213, Web: <http://www.ijmeb.org/index.php/zkesbe/article/view/332> adresinden 18 Kasım 2014'te alınmıştır.
- Yıldırım, D. ve Eyceyurt, T. (2012). Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Gıda Sektöründe Bir Uygulama, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 16. Finans Sempozyumu, 363-378, Web: <http://efinans.co/wp-content/uploads/2013/11/382-397.pdf>, adresinden 28 Ekim 2014'te alınmıştır.
- Yılgör, A. G. (2005). İşletmelerde Borçlanma Düzeyindeki Değişimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20 (1), 15-28, Web: [http://iibf.deu.edu.tr/deuj/index.php/cilt1-sayi1/article/viewFile/176/pdf\\_160](http://iibf.deu.edu.tr/deuj/index.php/cilt1-sayi1/article/viewFile/176/pdf_160), adresinden 21 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Yılgör, A. G. ve Yücel, E. (2007). Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama. Muhasebe ve Finansman Dergisi, 35, 2-15, Web: <http://www.mufad.org/journal/attachments/article/362/10.pdf> adresinden 22 Mayıs 2014'te alınmıştır.



- Yılıgör, A. G. ve Yücel, E. (2012). İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8 (16), 41-57, Web: <http://194.27.40.129/index.php/zkesbe/article/view/318/239>, adresinden 18 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Yılmaz, Mehmet Hidayet. (2014). Üretim İşletmelerinde Dış Kaynak Kullanımının Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara- 2014.
- Yüce, M. (2001). Fikri Haklar ve Bunların Telif Kazancı İstisnası Karşısındaki Durumu, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 40, 84-99, Web: <http://www.journals.istanbul.edu.tr/iuamamk/article/viewFile/1023021851/1023020536>, adresinden 30 Eylül 2014'te alınmıştır.
- Yücel, Emel. (2006). Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana'da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Mersin-2006.
- Zheka, V. (2003). Corporate Governance, Ownership Structure And Corporate Efficiency: The Case Of Ukraine, Master Thesis, National University of "Kyiv-Mohyla Academy", 1-44, Web: <http://www.kse.org.ua/uploads/file/library/2003/Zheka.pdf>, adresinden 14 Eylül 2014'te alınmıştır.

## EKLER

### Ek 1: Uygulama Modelinde Kullanılan İşletmeler

Adana Çimento	Ditaş Doğan Yedek Parça	Kütahya Porselen
Adel Kalemcilik	Doğusan Boru	Link Bilgisayar Sistemleri
Afyon Çimento	Duran Doğan Ambalaj	Logo Yazılım Sanayi
Akçansa Çimento	Dyo Boya Fabrikaları	Lüks Kadife
Akın Tekstil	Eczacıbaşı Yapı Gereçleri	Makina Takım Endüstrisi
Aksa Akrilik Kimya	Ege Endüstri ve Ticaret	Mango Gıda
Alarko Carrier	Ege Gübre	Mardin Çimento
Alcatel Lucent	Ege Profil Ticaret	Marshall Boya ve Vernik
Alkim Kağıt	Ege Seramik	Menderes Tekstil
Anadolu Cam	Egeplast Ege Plastik	Merko Gıda
Anadolu Isuzu Otomotiv	Ekiz Yağ ve Sabun	Mert Gıda
Arçelik	Eminiş Ambalaj	Mondi Tire Kutsan Ambalaj
Arena Bilgisayar	Enka İnşaat	Mutlu Akü ve Malzemeleri
Arsan Tekstil	Ereğli Demir	Nuh Çimento
Aselsan Elektronik	Ersu Meyve	Otokar Otomotiv ve Savunma
Aslan Çimento	Federal-Mogul İzmit Piston	Parsan Makina Parçaları
Aygaz	Feniş Alüminyum	Penguen Gıda
Bagfaş Bandırma	Friigo-Pak Gıda	Pınar Entegre Et Ve un
Bak Ambalaj	Gentaş Genel Metal	Pınar Su
Banvit Bandırma	Gersan Elektrik	Pınar Süt Mamulleri
Batıçim Batı Anadolu Çimento	Goodyear Lastikleri	Pimaş Plastik İnşaat
Batisöke Söke Çimento	Göлтаş Göller Bölgesi Çimento	Plastikkart Akıllı Kart
Berkosan Yalıtım	Gübre Fabrikaları T.A.Ş	Sarkuysan Elektrolitik Bakır
Bisaş Tekstil	Hateks Hatay Tekstil	Sasa Polyester
Bolu Çimento	Haznedar Refrakter	Silverline Endüstri
Borusan Mannesmann	Hektaş Ticaret	Soda Sanayi
Bosch Fren Sistemleri	İdaş İstanbul Döşeme	Söktaş Tekstil
Brisa Bridgestone	İhlas Ev Aletleri	Sönmez Filament Sentetik
Burçelik Bursa	İzmir Demir Çelik	Sönmez Pamuklu
Burçelik Vana	İzocam	T.Demir Döküm Fabrikaları A.Ş
Bursa Çimento	Kaplamin Ambalaj	T.Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş
Componenta Dökümcülük	Kardemir Karabük Demir Çelik	T.Tuborg Bira Ve Malt

Çelik Halat ve Tel	Karel Elektronik	Tat Konserve
Çemaş Döküm	Karsan Otomotiv	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş
Çemtaş Çelik Makina	Karsu Tekstil	Trakya Cam
Çimbeton Hazırbeton	Kartonsan Karton	Tukaş Gıda
Çimentaş İzmir Çimento	Katmerciler Araç Üstü Ekipman	Türk Prysmian Kablo
Çimsa Çimento	Kent Gıda	Türk Traktör
Dardanel Önentaş	Kereviş Gıda	Uyum Gıda
Demisaş Döküm Emaye	Klimasan	Ülker Bisküvi
Denizli Cam	Konfrut Gıda	Ünye Çimento
Dentaş Ambalaj	Konya Çimento	Vakko Tekstil
Derimod Konfeksiyon	Kordsa Global Endüstriyel	Viking Kâğıt
Desa Deri	Kristal Kola ve Meşrubat	Yataş Yatak ve Yorgan
		Yünsa Yünlü Sanayi