

**T.C.  
Mersin Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İşletme Ana Bilim Dalı**

**SAHİPLİK YAPISININ SERMAYE YAPISI VE KAR PAYI DAĞITIM  
KARARLARINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL 30 ENDEKSİ'NDEKİ  
FİRMALAR ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**Tuğba NUR**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Mersin, 2016**



T.C.  
Mersin Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İşletme Ana Bilim Dalı

SAHİPLİK YAPISININ SERMAYE YAPISI VE KAR PAYI DAĞITIM  
KARARLARINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL 30 ENDEKSİ'NDEKİ  
FİRMALAR ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Tuğba NUR

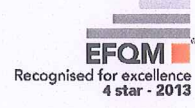
Danışman  
Doç. Dr. İlhan EGE

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Temmuz, 2016



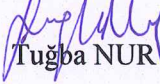
T.C.  
MERSİN ÜNİVERSİTESİ REKTÖRLÜĞÜ  
Sosyal Bilimler Enstitü Müdürlüğü



YEMİN METNİ

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı ve Kar Payı Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul 30 Endeksi’ndeki Firmalar Üzerine Bir Uygulama” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel etik kurallara ve geleneklere uygun şekilde tarafımdan yazıldığını ve yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini onurumla doğrularım.

28/07/2016

  
Tuğba NUR

Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Tuğba NUR tarafından hazırlanan Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı ve Kar Payı Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul 30 Endeksi'ndeki Firmalar Üzerine Bir Uygulama başlıklı bu çalışma, jürimiz tarafından İşletme Ana Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başarılı



Başarısız



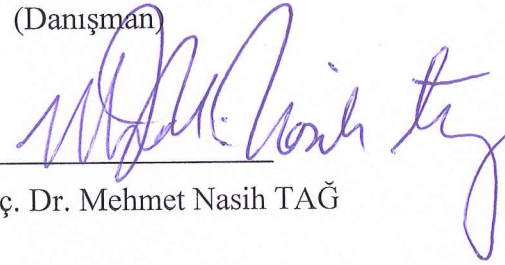
Üye



Doç. Dr. İlhan EGE  
(Danışman)



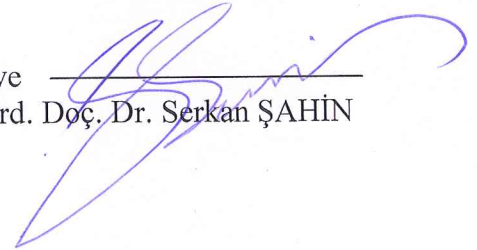
Üye



Yrd. Doç. Dr. Mehmet Nasih TAĞ



Üye

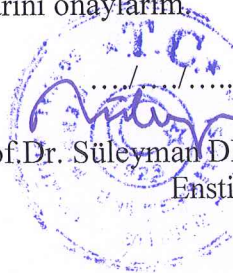


Yrd. Doç. Dr. Serkan ŞAHİN

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

Onay

Prof. Dr. Süleyman DEĞİRMEN  
Enstitü Müdürü



## ÖNSÖZ

Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi Kapsamında, “**Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı ve Kâr Payı Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul 30 Endeksi’ndeki Firmalar Üzerine Bir Uygulama**” konulu bu çalışma ile Borsa İstanbul 30 Endeksi’nde faaliyet gösteren firmaların sahiplik yapılarının sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarmak amaçlanmıştır.

Lisans, Yüksek Lisans eğitimim boyunca ve bu çalışma sürecinde desteklerini benden esirgemeyen, her türlü soru ve görüş için kapısını çaldığımda beni geri çevirmeyen, bu çalışmanın baştan sonuna kadar en ince ayrıntısına kadar benimle birlikte inceleyen, bana güvenen danışmanım Sayın Doç. Dr. İlhan Ege’ye,

Bu süreçte, çalışmamı değerli önerileri ile yönlendiren ve vaktini benimle paylaşan Sayın Yrd. Doç. Dr. Mehmet Nasih TAĞ, Yrd. Doç. Dr. Halil İbrahim AYDIN ve Yrd. Doç. Dr. Mehmet Vahit EREN’e,

Bu yoğun dönemde ihtiyaç duyduğum her an yanımda olan desteklerini benden esirgemeyen hayat arkadaşım Emre Esat TOPALOĞLU’na, ayrıca maddi ve manevi her türlü destekleri için aileme,

TEŞEKKÜR EDERİM.

Mersin, 2016

Tuğba NUR

## ÖZET

### **SAHİPLİK YAPISININ SERMAYE YAPISI VE KÂR PAYI DAĞITIM KARARLARINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL 30 ENDEKSİ'NDEKİ FİRMALAR ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Sahiplik yapısı, hissedarların niteliksel özelliklerini, yönetimle olan ilişkisini ve şirketin kontrolüne hâkim olup olmadıklarını ifade etmekte olup şahsi eşya sahipliği, taşınmaz sahipliği ve sermaye sahipliği gibi türlere ayrılmaktadır. İşletmelerin sahiplik yapılarının tek bir bileşenle ifade edilememesi sermaye sahipliği türünün kendi içerisinde ayrılması, sahiplik yapısının işletmelerin sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararları üzerinde farklı etkilere neden olmaktadır. İşletmeler için optimal sermaye yapısının oluşturulması ve kâr payı dağıtım kararlarının öneminden dolayı çalışma kapsamında, sahiplik yapısının sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarına etkisi araştırılmaya çalışılmıştır.

İşletmelerin sahiplik yapıları ve temel finansal kararlar arasındaki ilişkiyi tespit edebilmek için Borsa İstanbul 30 endeksinde işlem gören işletmelerin 2009-2015 verileri kullanılarak panel regresyon analizi yapılmıştır. Bu doğrultuda araştırmada iki model oluşturulmuştur. Birinci modelde sermaye yapısı kararlarını temsil eden bağımlı değişken, finansal kaldıraç oranı iken, ikinci modelde kâr payı dağıtım kararlarını temsil eden bağımlı değişken ise kâr payı dağıtım oranı olarak belirlenmiştir. Her iki modelde de bağımsız değişkenler olarak; birinci en büyük ortağın sermaye payı, ikinci en büyük ortağın sermaye payı, üçüncü en büyük ortağın sermaye payı, yabancı ortağın sermaye payı, kurumsal ortağın sermaye payı ve halka açıklık oranı kullanılmıştır. Ayrıca çalışmada bağımlı değişkenleri etkilediği düşünülen, finansal kaldıraç, toplam varlıklar, aktif karlılık oranı, Tobin's Q,

borç/özsermaye oranı ve özsermaye karlılığı da kontrol değişkenleri olarak analize dâhil edilmiştir.

Yapılan analiz neticesinde sahiplik yapısı değişkenleri ile sermaye yapısı kararları ve kâr payı dağıtım kararları arasında istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Elde edilen bu bulgular doğrultusunda, şirketlerin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararları arasındaki ilişkinin, sermaye yoğunlaşmasına ve sermaye sahipliği türüne bağlı olmadan gerçekleştiği söylenebilmektedir.





## **ABSTRACT**

### **THE IMPACT OF OWNERSHIP STRUCTURE ON CAPITAL STRUCTURE AND DIVIDEND PAYOUT DECISIONS: AN APPLICATION ON THE COMPANIES AT BORSA ISTANBUL 30 INDEX**

Ownership structure connotes qualitative characteristics of shareholders, their relationships with the management and whether they predominate company control or not and it is sorted as property ownership, immovable ownership and capital ownership, etc. Due to the fact that ownership structures of business managements cannot be connoted through a single component and the sort of capital ownership is divided into different sorts, ownership structure has several effects on capital structure and distribution of profit margin decisions of managements. Due to the importance of optimal capital structure formation and distribution of profit margin decisions for managements, effect of ownership structure on capital structure and distribution of profit margin decisions are tried to be investigated within the scope of this study.

Panel regression analysis were procured through the use of 2009 – 2015 data of managements that have been operating in accordance with Borsa İstanbul 30 index in order to determine the relationship between managements' ownership structures and basic financial decisions. In this direction, two models were formed. Within the scope of the first model, while the dependent variable which represents the decisions of capital structure is financial leverage ratio, in the second model, the dependent variable which represents distribution of profit margin decisions is distribution profit margin ratio. In both models, capital share of first largest partner, capital share of second largest partner, capital share of third largest partner, capital share of foreign partner, capital partner of corporate partner and

free float rates are used as dependent variables. Additionally financial leverage, total assets, ratio of return on assets, Tobin's Q, debt / equity capital ratio and equity capital profit are also included in the analysis as control variables.

In consequence of the analysis, there wasn't a statistically significant relationship between ownership structure variables and capital structure decisions and distribution of profit margin decisions. In the direction of these collected findings, it can be said that the relationship between ownership structure and distribution of profit margin decisions occur in a way that is independent from capital intensity and type of capital ownership.

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
ÖZET .....	ii
ABSTRACT .....	iv
KISALTMALAR .....	x
TABLolar LİSTESİ .....	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ.....	1
I. BÖLÜM: SAHİPLİK YAPISI VE SAHİPLİK YAPISININ TEMEL BOYUTLARI .....	4
I.1. Sahiplik Kavramı.....	4
I.2. Sahiplik ve Kontrol Ayrımı .....	4
I.3. Sahiplik Çeşitleri .....	6
I.3.1. Şahsi Eşya Sahipliği.....	7
I.3.2. Taşınmaz Sahipliği.....	7
I.3.3. Fikri Sahiplik Hakları .....	7
I.3.4. Sermaye Sahipliği .....	8
I.4. Sermaye Sahipliği Türleri.....	8
I.4.1. Aile İşletmeleri.....	9
I.4.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği .....	10
I.4.3. Kamu Sahipliği .....	11
I.4.4. Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği.....	13
I.4.5. Yönetici Sahipliği .....	15
I.5. Sermaye Sahipliğini Açıklayan Değişkenler .....	15
I.5.1. Yabancı Yatırımcının Sermaye Payları .....	16

I.5.2. Kurumsal Yatırımcının Sermaye Payları .....	16
I.6. Sermaye Yoğunluğu Kavramı ve Değişkenleri .....	16
I.6.1. Birinci, İkinci ve Üçüncü Büyük Ortak .....	18
I.6.2. Halka Açıklık Oranı .....	18
II. BÖLÜM: SERMAYE YAPISI VE TEORİLERİ .....	20
II.1. Sermaye Yapısı Kavramı .....	20
II.2. Sermaye Yapısı Kavramı ile ilişkili Olan Faktörler .....	21
II.2.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti .....	21
II.2.2. Faaliyet Riski ve Faaliyet Kaldıraç .....	21
II.2.3. Finansal Risk ve Finansal Kaldıraç .....	23
II.2.4. Toplam Risk ve Toplam Kaldıraç .....	24
II.2.5. Optimal Sermaye Yapısı .....	24
II.3. Sermaye Yapısı Kararları .....	25
II.4. Sermaye Yapısı ile İlgili Teorik Yaklaşımlar .....	26
II.4.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri .....	26
II.4.1.1. Net Gelir Teorisi .....	27
II.4.1.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi .....	30
II.4.1.3. Geleneksel Teori .....	32
II.4.1.4. Modigliani-Miller Teorisi .....	34
II.4.1.4.1. Modigliani-Miller Teorisi Varsayımları .....	35
II.4.1.4.2. Modigliani-Miller Teorisi Önergeleri .....	36
II.4.1.4.3. Modigliani-Miller Teorisi Eleştirileri .....	37
II.4.1.5. Modigliani-Miller Önergelerine Etki Eden Piyasa Aksaklıkları .....	38
II.4.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri .....	39

II.4.2.1. Dengeleme Teorisi.....	39
II.4.2.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi .....	42
II.4.2.3. İşaret Etkisi (Sinyal) Teorisi.....	43
II.4.2.4. Temsilcilik Maliyeti Teorisi .....	44
III. BÖLÜM: KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI .....	47
III.1. Kâr Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Unsurlar .....	48
III.2. Kâr Payı Dağıtım Politikaları .....	52
III.2.1. Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtımı .....	53
III.2.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtımı.....	53
III.2.3. Artıklar Oranında Kâr Payı Dağıtımı .....	54
III.2.4. Sabit Tutarda Kâr payı ve Ek Kâr payı Dağıtımı .....	55
III.3. Kâr Payı Dağıtım Şekilleri.....	55
III.3.1. Nakit Olarak Yapılan Kar Dağıtımı .....	55
III.3.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Kar Dağıtımı .....	56
III.3.3. Hisse Senedi Geri Alınması Yoluyla Kâr Payı Dağıtımı .....	57
III.4. Kâr Payı Dağıtım Politikası ile İlgili Teoriler .....	58
III.4.1. Modigliani-Miller (MM) Kâr Payı İntisizlik Teorisi .....	59
III.4.2. Eldeki Kuş Teorisi.....	60
III.4.3. Vergi Farklılığı Teorisi.....	62
III.4.4. Walter Teorisi.....	62
III.5. Kâr Payı Dağıtım Politikasında Yeni Yaklaşımlar .....	64
III.5.1. Asimetrik Bilgi ve İşaret (Sinyal) Teorisi .....	64
III.5.2. Temsil Teorisi .....	66
III.5.3. Müşteri Etkisi .....	67

IV. BÖLÜM: SAHİPLİK YAPISININ SERMAYE YAPISI VE KÂR PAYI DAĞITIM KARARLARINA ETKİSİNE YÖNELİK BORSA İSTANBUL 30 ENDEKSİ'NDE BİR ARAŞTIRMA.....	69
IV.1. Literatür Taraması .....	69
IV.2. Araştırmanın Amacı .....	82
IV.3. Araştırmanın Kapsamı .....	82
IV.4. Araştırmanın Kısıtları .....	83
IV.5. Araştırmanın Yöntemi .....	84
IV.6. Araştırmanın Önemi .....	85
IV.7. Araştırmada Kullanılan Değişkenler .....	85
IV.8. Araştırmanın Hipotezleri .....	87
IV.9. Araştırmada Kullanılan Modeller .....	90
IV.10. Araştırma Bulguları ve Değerlendirilmesi .....	90
IV.10.1. Şirketlerin Sahiplik Yapıları ile Sermaye Yapısı Kararları Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular .....	97
IV.10.2. Şirketlerin Sahiplik Yapıları ile Kâr Payı Dağıtım Kararları Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular .....	104
SONUÇ.....	112
KAYNAKÇA .....	115

**KISALTMALAR**

<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>BİST</b>	: Borsa İstanbul
<b>DD</b>	: Defter Değeri
<b>EB20</b>	: En Büyük İkinci Ortağın Sermaye Payı
<b>EB30</b>	: En Büyük Üçüncü Ortağın Sermaye Payı
<b>EBO</b>	: En Büyük Ortağın Sermaye Payı
<b>EKK</b>	: En Küçük Kareler
<b>FAKD</b>	: Faaliyet Kaldırıcı Derecesi
<b>FGLS</b>	: Uygun Genelleştirilmiş En Küçük Kareler
<b>FİKD</b>	: Finansal Kaldıraç Derecesi
<b>FK</b>	: Finansal Kaldıraç Oranı
<b>FVÖK</b>	: Faiz, Vergi Öncesi Kar
<b>HAO</b>	: Halka Açıklık Oranı
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KİT</b>	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
<b>KO</b>	: Kurumsal Ortağın Sermaye Payı
<b>KPDO</b>	: Kâr Payı Dağıtım Oranı
<b>KVB</b>	: Kısa Vadeli Borç
<b>LLC</b>	: Levin, Lin, Chu
<b>MK</b>	: Medeni Kanun
<b>MM</b>	: Modigliani-Miller
<b>PD</b>	: Piyasa Değeri
<b>ROA</b>	: Aktif Karlılık Oranı

<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TKD</b>	: Toplam Kaldıraç Derecesi
<b>TQ</b>	: Tobin's Q
<b>TTK</b>	: Türk Ticaret Kanunu
<b>TV</b>	: Toplam Varlıklar
<b>UVB</b>	: Uzun Vadeli Borç
<b>VUK</b>	: Vergi Usul Kanunu
<b>YO</b>	: Yabancı Ortağın Sermaye Payı





## TABLOLAR LİSTESİ

<b>Tablo 1:</b> Analiz Kapsamında İncelenen Bankalar ve Kodları .....	83
<b>Tablo 2:</b> Araştırmada Kullanılan Değişkenler .....	86
<b>Tablo 3:</b> Tanımlayıcı İstatistikler .....	91
<b>Tablo 4:</b> Birim Kök Testi Sonuçları .....	97
<b>Tablo 5:</b> Model 1 (FK) F Testi Sonuçları .....	98
<b>Tablo 6:</b> Model 1 (FK) Hausman Testi .....	99
<b>Tablo 7:</b> Model 1 (FK) Breusch-Pagan LM Testi .....	99
<b>Tablo 8:</b> Model 1 (FK) Levene Brown ve Forsythe Değişen Varyans Testi.....	100
<b>Tablo 9:</b> Model 1 (FK) Otokorelasyon için Bhargava Franzini ve Narendranathan'ın ve Baltagi Wu'nun En İyi Değişmez Testi.....	100
<b>Tablo 10:</b> FK Esas Alınarak Oluşturulan Model 1 İçin Tahmin Sonuçları .....	101
<b>Tablo 11:</b> Model 2 (KPDO) F Testi Sonuçları .....	105
<b>Tablo 12:</b> Model 2 (KPDO) Breusch-Pagan LM Testi.....	106
<b>Tablo 13:</b> Model 2 (KPDO) Breusch-Pagan / Cook-Weisberg Testi Sonuçları.....	106
<b>Tablo 14:</b> Model 2 (KPDO) Woolridge Otokorelasyon Testi Sonuçları.....	107
<b>Tablo 15:</b> KPDO Esas Alınarak Oluşturulan Model 2 İçin Tahmin Sonuçları .....	108

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>Şekil 1:</b> Net Gelir Teorisine Göre Sermaye Maliyeti.....	28
<b>Şekil 2:</b> Net Gelir Teorisine Göre Firma Değeri.....	29
<b>Şekil 3:</b> Net Faaliyet Geliri Teorisine Göre Sermaye Maliyeti.....	31
<b>Şekil 4:</b> Net Faaliyet Geliri Teorisine Göre Firma Değeri.....	31
<b>Şekil 5:</b> Geleneksel Teoriye Göre Sermaye Maliyeti.....	33
<b>Şekil 6:</b> Geleneksel Teoriye Göre Firma Değeri.....	34
<b>Şekil 7:</b> Dengeleme Teorisi.....	41

## GİRİŞ

Sahiplik yapısı, özsermayenin ortaklara oransal dağılımını, hissedarların niteliksel özelliklerini, yönetimle olan ilişkisini ve şirketin kontrolüne hâkim olup olmadıklarını ifade etmektedir. Sahiplik yapısı; aile işletmeleri, geniş tabanlı katılımcıların ve kurumsal yatırımcıların olduğu ortaklık yapısı, kamu sahipliği, yabancı yatırımcı sahipliği ve işçi sahipliği gibi sahiplik türlerinden oluşmaktadır.

Şirketlerin sahiplik yapısı, hissedar yapısı ve sayısı esas alınarak belirlenmektedir. Sahiplik yapısı, diğer bir ifadeyle ortak sayısı her şirket için farklı olabilmektedir. Şirketlerde ortak sayısının fazla olması, finansal piyasalarda istenilen bir durum olmakla birlikte sahipliğin tabana yayıldığı anlamına gelmektedir. Geniş anlamda ortaklık yapısı hissedarların yönetimle ilişkisi ve hissedarların yönetim kontrolünü elinde bulundurup bulundurmaması olarak algılanabilir. Bu durumda sahiplik ve kontrol tek bir kişinin elinde olabileceği gibi sahiplik ve kontrolün ayrıştığı şirketler de bulunmaktadır. Sahiplik ve kontrolün ayrı olduğu şirketlerde temsilci ile temsil edilen arasındaki ilişki farklı iken, tek bir kişinin elinde olan şirketlerde daha karmaşık ilişkiler söz konusudur. Bu durum da temsil maliyetlerini ortaya çıkarmaktadır. Yapılan çalışmalar incelendiğinde kontrole bağlı temsil problemleri, şirket sahipleri ve yöneticiler arasında olabileceği gibi, hâkim hissedar ile azınlık hissedar grubu arasında da görülebilmektedir.

Şirket yöneticilerinin ve sahiplerinin beklentileri farklı olduğu için şirket içerisinde alınan kararlarda farklılık gösterebilmektedir. Alınan bu kararlardan ilki, sermaye yapısı kararlarıdır ve şirket varlıklarının finansmanında hangi kaynakların kullanılacağına ilişkin verilen kararları ifade etmektedir. Şirket yöneticileri şirketin faaliyetlerini sürdürebilmesi için ihtiyaç duyulan varlıkların finansmanını sağlarken, alacakları finansman kararlarıyla bilançonun kaynak kısmını oluşturmaktadır. Bir diğer karar ise kâr payı dağıtım

politikası kararlarıdır. Kar dağıtım politikası şirketin finansal kararlarının içinde yer almaktadır.

Şirket tarafından belirlenen kâr payı dağıtım oranı, şirketin finansal kaynak olarak kullanacağı kazanç miktarının belirlenmesini sağlamaktadır. Ancak finansman için ayrılacak her kaynak, hissedarlara dağıtılacak daha az kar demektir. Dolayısıyla esas konu, hissedarlara dağıtılacak ya da sermayeye eklenecek kazançları en uygun şekilde belirlemektir. Konuya ilişkin ulusal ve uluslararası literatür incelendiğinde, şirketin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı kararları arasında ortak bir sonuca varılamadığı görülmektedir. Literatürde bu konunun fazla çalışılmamasının altında sahiplik yapısı bileşenlerinin yani sahiplik yoğunlaşması ve sahiplik kimliğinin, şirketin finansal kararları üzerindeki etkisinin farklı olmasından kaynaklanmaktadır.

Çalışmada, Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde faaliyet gösteren firmaların sahiplik yapılarının, sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarmak amaçlanmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, sahiplik yapısı kavramı, sahiplik türleri, sahiplik çeşitleri, kontrol ve sahiplik ayrımı ve sermaye sahipliğini temsil eden değişkenler açıklanmıştır.

İkinci bölümde sermaye yapısı kavramı ve kararlarının yanı sıra sermaye yapısı teorileri açıklanarak, sermaye yapısı ile sahiplik yapısı arasında ilişki üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde ise kâr payı dağıtım politikası, kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler, kâr payı dağıtım politikasının önemi, kâr payı dağıtım şekilleri, kâr payı dağıtım teorileri ve kâr payı dağıtım politikaları ile sahiplik yapısı arasındaki ilişki açıklanmıştır.

Çalışmanın son bölümü olan dördüncü bölümde, öncelikle konuya ilişkin literatür taramasına yer verilmiştir. Sonrasında ise Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde faaliyet gösteren firmaların sahiplik yapılarının, sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarmak amacıyla yapılan araştırmanın metodolojisine değinilmiştir. Son olarak ise analiz neticesinde elde edilen bulgular değerlendirilip yorumlanmıştır.



## **I. BÖLÜM: SAHİPLİK YAPISI VE SAHİPLİK YAPISININ TEMEL BOYUTLARI**

Çalışmanın birinci bölümünde sahiplik yapısı bütün yönleri ile ele alınmıştır. Bu kapsamda bu bölümde, sahiplik yapısı kavramı, sahiplik ve kontrol ayrımı, sahiplik çeşitleri, sermaye sahipliğinin türleri, sermaye sahipliğini açıklayan değişkenler ve sermaye yoğunluğu kavramı ve değişkenleri genel olarak açıklanmıştır.

### **I.1. Sahiplik Kavramı**

Bilim, yüzyıllarca değişmez bir sahiplik (mülkiyet) kavramı aramış fakat değişmez bir sahiplik kavramı bulamamıştır. Bunun sebebi, sahipliğin soyut bir kavram olmayıp ilk toplum hayatından bugüne kadar ahlâk ve kurumların sürekli gelişmesi sonucu hazırlanmış sosyal bir müessese oluşudur. Bununla birlikte hukuki olarak sahiplik, sadece para ile ifade edilebilen maddi varlıklar için korunabilmektedir. Kısacası, sahiplik kavramına ithaf edilen anlam; hukuki, ekonomik ve ahlak değerlerine göre değişebilmektedir (Eren, 1974:765).

Sahiplik kavramına ilişkin herkes tarafından kabul edilmiş tek bir tanım bulunmamakla birlikte genel olarak bir tanımlama yapılabilmektedir. İktisadi yaşamda, hukuk sisteminde, tarih, sosyoloji ve felsefe gibi dallarda önemli yere sahip olan sahiplik kavramı, genel olarak herhangi bir metayı serbestçe kullanabilme hakkını ya da belirli bir miktar paraya sahip olabilmeyi ifade etmektedir (Challaye, 1994:8). Sahiplik, mülkiyet üzerindeki sorumlulukların ve hakların karmasını olarak da tanımlanabilmektedir.

### **I.2. Sahiplik ve Kontrol Ayrımı**

Sahiplik hakkı, işletmelerde gerçek mülkiyet ilişkisi ve işletme sahiplerinin üretim faktörlerinin kullanımı ve kazancı üzerinde yasal hak sahibi olduğu anlamına gelirken, kontrol hakkı ise oy hakkını ve işletme sahiplerinin firma faaliyetlerini

etkileyebilme gücü ve yöneticilerin karar almada sağduyulu davranmaları olarak ifade edilebilmektedir. Dolayısıyla sahipliğin temel niteliği, bir kuruluştaki çıkarlara sahip olmak iken kontrol, bir kuruluş üzerindeki güç olarak açıklanabilmektedir (Yılığör ve Yücel, 2012:42 ve Means 1931:68). Şirketlerdeki kontrol unsuru bu şekilde açıklandıktan sonra, kontrol türlerinden bahsedebilmek mümkündür. Kontrol türleri aşağıda sıralanmıştır (Ayrıçay ve Kalkan, 2013:156,157);

- *Tam Sahiplik Yoluyla Kontrol:* Tam sahiplik yoluyla kontrolde, hem sahiplik hakkı hem de kontrol hakkı aynı kişilerde toplanmıştır. Diğer bir ifadeyle şirket sahibinin, yönetici ile aynı kişi olması, sahipliğin yasal yetkilerini elinde bulunduran kişinin oy hakkının yanı sıra üst düzey yönetimi seçme hakkına da sahip olduğu anlamına gelmektedir.
- *Çoğunluk Kontrolü:* Çoğunluk kontrolünde, dolaşımdaki hisse senetlerinin yarısından fazlasına sahip olan kişi veya kişiler tek bir kişinin elinde tuttuğu kontrole de sahip olmaktadır. Ancak diğer taraftan işletmenin olası iflası durumunda çoğunluk kontrole sahip olanlar, tek kişinin sahip olduğundan daha az güce sahip olmaktadır.
- *Yasal Araçlar Yoluyla Kontrol:* Yasal araçlar yoluyla kontrolde, “piramitleme” ve oydan yoksun hisse senetleri gibi yasal yolları kullanarak çoğunluk hisselerine sahip olmadan da bir işletmeyi kontrol etmenin şekilleri geliştirilmiştir. Diğer bir deyişle piramitleme, bir diğer işletmenin hisse senetlerinin çoğunluğunu tutan işletmenin, çoğunluk hisselerine sahip olmak olarak ifade edilebilmektedir. Kontrol etmenin bir diğer yasal aracı olan oydan yoksun hisse senetlerini kullanan işletme, hisse senetlerinin çoğunluğunu oydan yoksun hisse senetleri olarak çıkarmakta ve bunları alan

dış yatırımcılardan finansman sağlamaktadır. Ancak bu hisse senetleri oy hakkı vermediği için işletme üzerinde kontrol söz konusu olmazken, işletmenin hâkim sahibi daha az hisse senedini elinde bulundurarak kontrol gücünü devam ettirebilmektedir.

- *Azınlık Kontrolü:* Azınlık kontrolü, bir grup azınlık hissedarın, oyların çoğunluğunu kontrol edebilmek için, dağılmış olan sahiplerden vekâlet olarak işletmeyi kontrol etmesi olarak tanımlanabilmektedir.
- *Yönetim Kontrolü:* Yönetim kontrolünde ise, sahiplik çok fazla dağılmıştır ve şahısların veya grupların işletmeyi kontrol edebilecek azınlık hakları bile yoktur. Bu durumda dağılmış olan yapıdaki hisse senedi sahibi oy hakkını seçilmiş olan yönetime transfer edebilmektedir.

Sahiplik yapısı dağınık olan işletmeler de normal bir hissedar, yönetim performansını denetlemek için gücünü kullanamamakta ve kendi kaynakları üzerinde kontrolünü kaybetmekle karşı karşıya kalmaktadır. Bu durum yöneticilere sahip oldukları gücü kendi çıkarlarına uygun bir şekilde kullanabilmesini sağlarken, maliyetlerin de hissedarlara yüklenmesine sebep olmaktadır. Dolayısıyla dağınık sahiplik yapısındaki işletmelerde, sahiplik ve kontrol ayrımı temsilcilik sorununu ortaya çıkarabilmektedir (Yılğör ve Yücel, 2012:42 ve Ayriçay ve Kalkan, 2013:158).

### **I.3. Sahiplik Çeşitleri**

Sahiplik kavramı şahsi eşya sahipliği, taşınmaz sahipliği, fikri mülkiyet sahipliği gibi değişik şekillerde ifade edilebilmektedir. Çalışmanın bu bölümünde yukarıda sayılan sahiplik çeşitleri genel olarak aşağıda açıklanmıştır. Ayrıca çalışmanın sahiplik yapısı kapsamında temelini oluşturan sermaye sahipliğine, bir başka ifade ile hisse senedi sahipliğine de değinilmiştir.



### **I.3.1. Şahsi Eşya Sahipliği**

Şahsi menkul eşya kavramı, taşınabilir mal olarak da ifade edilebilmektedir. Şahsi menkul eşya, mal, para, kıymetli evrak, hisse senedi şeklinde olabilmektedir. Bu tür varlıklar üzerindeki kontrol gücünü kullanabilme hakkına ise şahsi eşya sahipliği denilmektedir. Hukuki olarak şahsi eşya; gayrimenkul, menkul ve kişisel varlıklar üzerindeki özel ve hareketli bir mülkiyet olarak kabul edilebilmektedir. Ancak hukuksal olarak arazi ve bina gibi taşınmaz mallar, mülkiyetten ayrı tutulmuştur (Palgrave, 1908:96).

### **I.3.2. Taşınmaz Sahipliği**

Taşınmaz sahipliği, taşınması fiziksel olarak mümkün olmayan varlıkları ifade etmektedir. Varlıkların fiziksel olarak taşınması mümkün olmasa da sahiplik hakkı bir şahıstan diğer şahsa taşınabilir.

Türk Medeni Kanunu'na göre taşınmaz sahipliğinin konusu;

- 1) Arazi,
- 2) Tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar,
- 3) Kat mülkiyetine kayıtlı bağımsız bölümlerden oluşmaktadır (MK, m.704).

### **I.3.3. Fikri Sahiplik Hakları**

Fikri sahiplik kavramı, düşünsel çabayı içermekte ve soyut varlıklar üzerindeki hakkı temsil etmektedir. Fikri sahiplik, bilim ve edebiyat eserlerini, sinema eserlerini, bilgisayar programlarını, veri tabanı üzerindeki hakları ve bunlara benzer telif haklarını kapsamaktadır (Sakınç, 2008:28).

Fikri sahiplik haklarını daha kapsamlı olarak ifade etmek gerekirse; ‘‘kişilerin düşünce ürünleri üzerine verilen haklardır. Bu haklar genellikle bu düşünceyi ortaya çıkaran kişiye onu belirli bir zaman süresi boyunca kullanma hakkı vermektedir.’’ Bu hakları

geleneksel olarak ikiye ayırmak mümkündür. Buna göre birinci kategoride telif hakları bulunmakta ve edebi ya da sanatsal çalışmaların yazarlarının hakları, öldükten sonra en az 50 yıl telif hakkıyla korunmaktadır. İkinci kategoride sınai haklar bulunmakta ve bu hakları korumak için sınırlı bir süre verilmektedir (Soyak, 2000:7,15).

#### **I.3.4. Sermaye Sahipliği**

Sermaye sahipliği genel olarak şirketin kaynaklarını oluşturan kalemler arasında yer alan özsermaye kalemlerinin toplamını ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle sermaye sahipliği kavramı, işletmenin hisse senetlerini elinde bulunduran kişi veya grupların hisse senetlerine ait ortaklık haklarının tamamını kapsamaktadır. Sermaye sahipliği işletmelerin aile işletmesi olup olmaması, sahibinin kurumsal yatırımcı olup olmaması, kamuya ait bir firma olup olmaması veya yönetici sahipliği olup olmaması gibi durumları da içermektedir. Sermaye sahipliği, hisse senedi sahiplerinin yönetici olup olmaması ve yönetim kademesiyle ilişkisinin olup olmamasıyla da ilgili bir kavramdır. İşletmeler aile işletmesi olabileceği gibi, halka açık bir firma ise hisselerin yoğunluğu belli bir grubun elinde de olabilmektedir. Kurumsallaşmayı tamamlamaya çalışan firmaların, hisse senedi sayısı da fazla olacağı için ortaklık yapısı da çeşitlilik göstermekte, dolayısıyla dağınık sermaye yapısına sahip olabilmektedirler. Bütün bu faktörler şirket hisselerinin hangi oranda dağıldığına, yoğunluğuna ve kimlerin elinde olduğuna göre değişim göstermektedir (Önem ve Demir, 2015:32).

#### **I.4. Sermaye Sahipliği Türleri**

Sermaye sahipliği türlerini; aile işletmeleri, kurumsal yatırımcı sahipliği, kamu sahipliği, yönetici sahipliği ve geniş tabanlı sermaye sahipliği olarak sıralamak mümkündür.

### **I.4.1. Aile İşletmeleri**

Aile işletmeleri genel olarak bir veya birden fazla aile üyesinin yüksek derecede sahipliğinin bulunduğu ve işletmenin kararları üzerinde etki ve kontrol gücüne sahip olduğu işletmeler olarak ifade edilmektedir. Aile işletmelerinin genel özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Çemberci, 2013:3-4);

- İşletme sermayesinin çoğunluğunun belli bir aileye ait olması,
- İşletme sahibi olan aile üyelerinin, yönetici ve diğer pozisyonlarda işe alınması,
- Yönetici veya çalışan kadrosunda aile dışından da kişilerin olması,
- İşletmeye birkaç nesildir bir ailenin sahip olmasıdır.

Aile şirketlerinde, aile ilişkilerinin bozulmasının önüne geçmek için aile üyelerinden veya yakın çevreden kişilerin uygun olmayan pozisyonlarda işe alınması, bu şirketlerin temel sorunu olmuştur. Küçük ölçekli aile şirketlerinde, aile dışından değil de aile üyesi olan kişilerin daha fazla tercih edilmesinin sebebi de budur (De Kok, Uhlaner ve Thurik, 2006:443).

Aile işletmeleri, ülkelerin ekonomik ve sosyal gelişimleri açısından önem arz eden işletmelerdir. Çoğu ülkede faaliyette bulunan aile işletmesi sayısının yüksek olduğu kabul edilirse, bu işletmeler istihdam yaratma açısından ülkeler için önemlidir (Amatori ve Jones, 2007:375). Ekonomik ve politik güç olarak önemli konumda olan aile şirketleri esasen hassas bir yapıya sahiptir. Dünya’da yapılan çalışmalarda, aile şirketlerinin %30’dan azının üçüncü kuşağa kadar varlığını devam ettirdiği görülmektedir. Aile şirketlerinin başarısızlıklarının altında kuşaklar arasındaki yıkıcı rekabet, kardeşler arasındaki çekişmeler, gurur, kıskançlık, aile dinamikleri ve iş dinamiklerinin çatışması gibi tipik problemler yer almaktadır. Bu sebeplerin dışında aile şirketlerinin başarısız olmasında başka

sebeplerde bulunmaktadır. Bu sebepler; yetersiz finansal planlama, yeni kuşağa geçişte yapılan hazırlıkların başarısız olması ve veraset ile varlık vergilerini ödemek için fon ayrılmaması olarak söylenebilmektedir (Alacaklıoğlu, 2009:11-13).

Yukarıda bahsedilen problemlere rağmen aile şirketlerinin, sahiplik yapısı farklı olan diğer işletmelere göre çeşitli avantajları da söz konusudur. Aile işletmelerinde şirket sermayesi tek kişi ya da bir ailenin bireyleri üzerinde yoğunlaştığı için şirket sahipleri arasındaki uyum daha yüksek olacaktır ve bunun sonucunda şirkette alınan stratejik kararlar hızlı ve uyum içerisinde alınacaktır. Aile şirketlerindeki manevi histen dolayı şirketin devam etmesi isteği daha yoğundur ve şirketin devamlılığı için her türlü fedakarlık gösterilebilmektedir (Mustakallio, 2002:63).

#### **I.4.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği**

Kurumsal yatırımcılar, sahip oldukları büyük miktardaki fonlar ve bu fonları yöneten uzmanlarla, sermaye piyasalarında kaynakların etkin dağılımını sağlayan ve piyasaların gelişimini etkileyen finansal kuruluşlardır (Erkuş, 2001:140). Başka bir ifade ile kurumsal yatırımcı, küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak, minimum risk maksimum getiri elde edecek şekilde vade amaçlarına uygun olarak yöneten finansal kurumlar olarak tanımlanabilir (Davis, 1996:5-6).

Kurumsal yatırımcılar, çalışanlardan zorunlu kesintilerle oluşan sosyal güvenlik kuruluşlarınca idare edilen fonların yanı sıra, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi tasarruf sahiplerinin isteyerek katılarak oluşturduğu fonları da yönetebilmektedirler (Doğan, 2007:29).

Kurumsal yatırımcıların şirketlere ilişkin tercihleri, diğer yatırımcılardan farklı olmaktadır. Bu farklılığın nedenleri ise vekâlet teorisi, piyasa anomalileri ve inançlı sahiplik ilkesinden kaynaklanmaktadır. Bireysel yatırımcılar yatırımlardaki karar yetkisini kurumsal

yatırımcılara bıraktıktan sonra kurumsal yatırımcıların tercihlerini sadece denetleyebilmektedirler. Geçmiş fiyat hareketlerini iyi gözlemleyebilen kurumsal yatırımcıların, piyasa anomalilerinin hareketlerini takip edebilmeleri için bireysel yatırımcılardan farklı tercihler geliştirmeleri gerekmektedir (Kandır, 2010:32).

Kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcıların üstlenmek durumunda kaldığı risklerin en aza inmesini sağlamakta ve doğrudan yatırıma göre daha az riskle daha yüksek getiri almasına yardımcı olmaktadır. Diğer bir ifadeyle kurumsal yatırımcılar risk getiri dengesini sağlayarak, küçük yatırımcılara fayda sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar bu dengeyi oluştururken yerli ve yabancı menkul kıymetler kullanmakta ve portföylerine gelen yeni bilgileri çabuk bir şekilde işleme çevirebilmek için, geniş ve likit sermaye piyasalarını ve standartlaşmış yatırım araçlarını tercih etmektedirler (Algüner, 2005:4). Kurumsal yatırımcılar, değişime aracılık, tasarruf birikimi, risk kontrolü, risk yönetimi, kaynak transferi, fiyat bilgisinin sağlanması ve asimetrik bilgi sorununun çözülmesi işlevlerini yerine getirmektedir. Kurumsal yatırımcıların yerine getirdiği bu işlevler sermaye piyasası likiditesinde ve hacminde artışa, varlık fiyatlandırma etkinliğine, fiyat volatilitesinde düşüğe ve uluslararası bütünleşme düzeyinin gelişmesine katkıda bulunmaktadır. Kısacası kurumsal yatırımcının gelişmesi, sermaye piyasasının gelişmesi anlamına gelmektedir (Aras ve Müslümov, 2008:3).

#### **I.4.3. Kamu Sahipliği**

Kamu 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 ve bunun yanında kamusal hizmet ve sosyal amaçları olan, aynı zamanda kar amacı da güden işletmeleri ifade etmektedir (Korkut, 2007:6). Kamu sahipliğinin var olduğu işletmelerde sahiplik ve kontrol ayrımı belirgin olduğu için hissedarlar ve yöneticilerden

kaynaklanan temsil maliyetleri de yüksek olmaktadır. Devlet sahipliğindeki işletmeler, kamu güvencesi altında oldukları için diğer işletmelere göre daha kolay sermaye girişi sağlayabilmektedirler. Ayrıca bu tarz işletmeler yeterli sermayeye sahip oldukları için kolay bir şekilde maddi duran varlıklara yatırım yapabilmektedirler. Bunların yanında kamu sahipliğindeki işletmelerin sürekli olarak değişen çağa ayak uydurmak zorunda olmaları, arge harcamaları ve uzmanlaşma derecesinin de yüksek olmasından dolayı varlık çeşitliliği de fazladır (Karabıyık, 2011:92).

Türkiye’de kamu sahipliğinin olduğu işletmelere Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) denilmektedir. KİT, kısaca kişisel mal üreten, sermayesinin %50’sinden fazlasına kamunun sahip olduğu ve sosyal yarar amacına hizmet eden işletmelerdir. KİT’lerin kuruluş amaçları; ekonomik etkinlik, karlılık, gelir dağılımında eşitliği sağlama ve makroekonomik politikaları gerçekleştirmek gibi amaçlar doğrultusunda sosyal sorumluluğu ortaya koymaktır (Akalin, 1981:401-402).

İşletmelerde kamu sahipliğinin yararları tartışma konusu olmuş hatta devlete ait kuruluşların özelleştirilmesi gündeme gelmiştir. Bu bağlamda kamu sahipliğinin yararları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Sakınç, 2008:35).

- *Kamu Hizmetleri:* Bazı hizmetler ülkenin geleceği ve vatandaşların güvenliği nedeni ile özel sektörler tarafından yürütülememektedir ve bu hizmetlerin başında dış savunma ve iç güvenlik hizmetleri gelmektedir. Eğitim ve sağlık hizmetleri bu hizmetler arasında yer almakta bu hizmetler özel sektör tarafından belirli bir bedel karşılığında sağlanabilse de vatandaşların maddi güvencesi açısından devlet tarafından sağlanması daha yararlı olmaktadır.

- *Zorunlu Hizmetler:* Bu hizmetler, toplumun içinde bulunduğu ahlaki ve sosyal kaygılar nedeniyle devletin üstlendiği hizmetlerdir. Çocuk Esirgeme Kurumu, Huzurevleri, Diyanet İşleri ve benzeri hizmetler zorunlu hizmetlere örnek olarak gösterilebilmektedir.
- *Sorumluluk:* Kamu işletmelerinin de tek el işletme konumunda olduğu düşünüldüğünde, bu kurumların halka karşı sorumluluk bilinciyle hareket etmeleri gerekmektedir.
- *Tüketici Çıkarları:* Kamu sahipliği, tüketicilerin tek elci piyasadan olumsuz yönde etkilenmesini ve tek elci piyasanın kendi çıkarlarını ön planda tutup hak edilmeyen kazanç elde etmesini engellemektedir.
- *Kamu Menfaati:* Kârlı bir kamu iktisadi teşebbüsü elde ettiği kârı halkın tamamıyla paylaşarak, halkın refahını artırmak için çalışmaktadır.
- *Kredi Güvencesi:* Özel sektör borçlanma araçlarına verilen faiz oranı, devlet tahvillerinin ve hazine bonolarının faiz oranına göre daha yüksektir. Çünkü para basma yetkisi devlette olduğu için devletin borcunu ödememe riski yoktur.
- *Çalışma Ahlakı:* Özel teşebbüste yönetici, toplum menfaatlerinden ziyade kendi sermayedarlarının menfaatine hizmet etmektedir. Ancak kamu işletmelerinde personel, kamu yararına çalışmaktadır.

#### **I.4.4. Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği**

Geniş tabanlı sermaye sahipliği, bir işletmenin hisselerinin farklı kişiler tarafından alınmasıyla oluşan sahiplik türüdür. Bu sahiplik türünde işletme kontrolü, işletme bünyesinde bulunan çok sayıda hissedar tarafından paylaşılmakta olup, kontrol tek bir elde yoğunlaşmamaktadır. Başka bir ifade ile geniş tabanlı sermaye sahiplik yapısına sahip

işletmelerde, işletme hisselerinin geniş olarak dağılmış olması, normal bir hissedarın kullanabildiği kontrol gücünü kullanamaması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla bu tür işletmelerde sahiplik ve kontrol ayrımı söz konusudur (Demsetz, 1983:375 ve Coffee, 2001:3-5). Sahiplik ve kontrolün ayrılmış olması, işletmelerde hissedar ve yönetici arasında çıkar çatışmalarına sebep olmakta ve temsil maliyetlerini yükseltmektedir.

Yöneticiler ile hissedarlar arasındaki bu çatışma hissedarlara farklı maliyetleri yüklemektedir. Hissedarlar, işletme çıkarları açısından olumsuz durum yaratma ihtimali olan yöneticiler için denetleme ihtiyacı içerisine gireceklerdir ve bu durum da hissedara farklı maliyetler yükleyecektir. Ortaya çıkan bu temsilcilik maliyetlerine ek olarak kendi çıkarları doğrultusunda hareket ettiği tespit edilen yöneticilerin işine son verilmesi durumunda oluşan maliyetler ve yeni yönetici bulmak için eğitime harcanan maliyetler de ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle geniş tabanlı sermaye yapısında amaç, yöneticilerin tüm hissedarlara yönelik olarak objektif şekilde yönetim işlevlerini gerçekleştirmelerinin sağlanmasıdır (Tanrıöven ve Aksoy, 2010:217).

Finansal piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde, hisse senedi sahipleri hem zamandan tasarruf etmek hem de faaliyet çeşitliliğini sağlamak için, tüm kontrolün yöneticilerde olduğu yapıdan vazgeçmemektedir. Genel ekonomi açısından geniş tabanlı sermaye sahipliğinin sağladığı en önemli avantaj, sermayenin rahatlıkla tabana yayılmasının sağlanması ve böylece toplumun refahının artırılması olarak ifade edilebilirken, yatırımcı açısından ise tabana yayılan sermaye sayesinde sermayesi geniş tabanlı olan işletmelerin diğer işletmelere göre dağıtılacak kâr payı tutarını artırmasıdır (Sayman, 2012:111). Bu avantajların yanı sıra geniş tabanlı sermaye sahipliğinin birtakım dezavantajları da söz konusudur. Bu dezavantajlar; yöneticilerin kontrol edilmesinden ve izlenmesinden doğan



maliyetler, yöneticilerle sorun yaşanması durumunda işe alma ve işten çıkarma maliyetleri ve yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesinden doğacak risklerdir.

#### **I.4.5. Yönetici Sahipliği**

Küçük ölçekli işletmelerde sahiplik ve yöneticilik tek elde toplanırken, büyük ölçekli işletmelerde fonksiyonel sorumluluk ve görevlerin fazlaşması gibi etkenler, yönetsel yetkilerin yöneticilere devredilmesini gerekli kılmıştır. Ancak yöneticilere bu yetkilerin verilmesi yöneticiler ile hissedarlar arasında çıkar çatışmalarına neden olmuştur. Bu tür çıkar çatışmalarını önlemek için yönetim kademesinin de şirketin hissedarı olduğu yapıya yönetici sahipliği adı verilmektedir (Akın, 2004:129).

Yönetici sahipliğinin en çok görüldüğü tür, geniş tabanlı sermaye sahipliğidir. Bunun nedeni ise yukarıda da bahsedildiği gibi yöneticiden doğan temsil maliyetlerini ortadan kaldırmanın hedeflenmesidir.

Temsil ve sinyal teorilerine göre yönetici sahipliği oranı arttıkça diğer bir deyişle yöneticilerin sermayeden aldığı pay yükseldikçe, işletmenin hisse senetlerinin fiyatı ve bununla birlikte işletmenin değeri de yükselmektedir. Ancak ortaklık kontrolü teorisine göre de yöneticilerin sermayeden daha fazla pay alması, işletmenin hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkilediği doğrultusundadır (Ünlü, 2011:202).

#### **I.5. Sermaye Sahipliğini Açıklayan Değişkenler**

İşletmelerde sermaye sahipliği, kaynaklar içerisindeki özsermayenin toplam tutarını göstermektedir. Sermaye sahipliğini açıklayan değişken olarak yabancı yatırımcının sermaye payı ve kurumsal yatırımcının sermaye payı çalışma kapsamında dikkate alınmıştır. Her iki değişkene ilişkin açıklamalar ilerleyen başlıklarda yer almaktadır.

### **I.5.1. Yabancı Yatırımcının Sermaye Payları**

Bir işletmede yabancı sahipliğin oluşabilmesi için diğer ülkelerden bu işletmeye doğrudan yatırım yapılmalıdır. Bu ortak girişim, birleşme veya satın alma gibi yollarla gerçekleştirilebilir. Bir işletmede yabancı yatırımcıların hisselerinin bulunması her zaman hissedar açısından olumlu sonuç vermeyebilir. Çünkü yabancı yatırımcı işletmenin performansını göz önüne alarak mevcut yöneticinin çıkarlarına uygun oy kullanabilir. Bu durum da yabancı yatırımcının çıkarlarının hissedardan ayrılmasına sebep olabilir.

### **I.5.2. Kurumsal Yatırımcının Sermaye Payları**

Kurumsal yatırımcılar bir işletmeye uzun ya da kısa vadede menkul kıymet alım satımı ya da ortak olma yoluyla yatırım yapan kuruluşlardır. Kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcıya göre daha çok piyasayı gözlemlemekte, daha fazla bilgiye sahip olmakta ve yapılan araştırmalarla yatırımlarını gerçekleştirmektedir. Kurumsal yatırımcılar ellerinde bulunan fonları yönetirken kendi müşterisi adına kararlar almaktadır. Eğer kısa vadeli bir yatırım stratejisi izlenmiş ise, müşteri yatırım nedeniyle oluşabilecek riskleri düşürmek isteyecek ve kurumsal yatırımcının bu yönde hareket etmesini talep edecektir. Diğer taraftan kurumsal yatırımcılar, yatırım yapacakları işletmenin yönetim ve kontrolünü ele geçirmek istediklerinde daha fazla paya sahip olacaktır. Bu durum da şirket içerisinde temsilcilik sorununa yol açacaktır (Sayman, 2012:93-94).

### **I.6. Sermaye Yoğunluğu Kavramı ve Değişkenleri**

Sermaye yoğunluğu; hâkim ortak olan hissedarın işletme sahipliğinin büyük bir kısmını elinde bulundurduğu, geri kalan kısmının ise diğer hissedarların elinde bulunduğu durumu ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle bir işletmenin hisselerinin büyük bir yüzdesi görece az sayıda hissedar tarafından sahiplenilmiş ise o şirket yüksek derecede yoğunlaşmış

bir mülkiyete sahiptir (Çıtak, 2007:231). Buna karşın dağınık sahiplik yapısı bulunan işletmelerde yoğunlaşma oranı düşüktür.

İşletmelerde sahiplik yoğunluğunun artması ile birlikte hissedarların işletme ve yöneticiler üzerinde kontrol sağlama gücü de artmaktadır. Yönetici, hissedarların kendisini takip ettiğinin farkında olduğu için hissedarların çıkarlarını koruyacak kararlar almaktadır. Böylece hissedar ve yönetici arasındaki çıkar çatışması da en aza inmektedir (Berezneak, 2007:92-94). Berle ve Means'a (1932) göre sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu işletmelerde küçük yatırımcılar işletme kararları ve kontrolü üzerinde söz sahibi değillerdir. Sahiplik yoğunluğun artmasıyla, bir grubun veya kişinin elinde bulunan hisse yoğunluğuna bağlı olarak işletmenin kontrolü de bu kişi veya gruba ait olmaktadır. Dolayısıyla hâkim hissedarlar kendi çıkarlarına yönelik kararlar alınmasını isteyerek, azınlık olan hissedarların varlıklarını da kendi çıkarları doğrultusunda kullanmak isteyebilirler. Hâkim hissedar, azınlık hissedar grup üzerinde baskı kurarak diğer hissedarları mülksüzleştirme ile yüz yüze getirebilir. Bu sebeple küçük yatırımcılar sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olduğu işletmelere yatırım yapmak istemeyebilmektedir (Berezneak, 2007:95).

İşletmeler, yatırım kararlarını finanse edebilmek için, yabancı kaynağa, otofinansmana ya da yeni hisse senedi çıkarma yoluna başvurabilirler. Ancak sermaye yoğunlaşması yüksek olan işletmelerde, varlıkların belirli kalemlerde yoğunlaşması nedeniyle faaliyet riski yüksek olmakta ve bunun sonucunda yabancı kaynak maliyetleri artmaktadır. Bu doğrultuda, sermaye yoğunluğu yüksek olan işletmelerin kaldıraç oranı da yüksek olmaktadır. Sermaye yoğunluğu yüksek işletmelerin genellikle küçük işletmeler olmasından dolayı sermaye yoğunluğu düşük olan işletmelere göre bu işletmeler daha fazla otofinansman yoluna başvurmaktadır (Sayman, 2012:82).

Çalışmada sermaye yoğunluğu değişkenleri olarak birinci, ikinci ve üçüncü büyük ortak ile halka açıklık oranı ele alınmıştır. Bu bağlamda sermaye yoğunluğu değişkenleri olarak bu değişkenler açıklanmıştır.

### **I.6.1. Birinci, İkinci ve Üçüncü Büyük Ortak**

Birinci büyük ortak, işletmenin hisse senedine en fazla sahip olan ortak olarak tanımlanabilir. Birinci büyük ortağın sermaye payı, sahip olunan hisse senedi sayısının toplam hisse senedi sayısı içerisindeki oranı olarak ifade edilebilmektedir. Bu ortaklıkta hisse senetlerinin büyük payına sahip olduğu için yönetimde daha fazla söz hakkına sahip olunmaktadır. Dolayısıyla bu yoğunlaşma tipinde kontrol ve sahiplik tek elde toplanmış ve yoğunlaşmış sahiplik yapısı ortaya çıkmaktadır. En büyük ortağın elinde bulundurduğu hisse senedi sayısı arttıkça yönetici ve hissedar arasındaki temsil maliyetlerini de azalacaktır.

İkinci büyük ortağın sermaye payı, sahip olunan hisse senetlerinin kümülatif toplamının, toplam hisse senedi sayısına oranı ile ifade edilmektedir. Bir işletmede ikinci büyük ortağın sahip olduğu hisse senedini sayısının artması, en büyük ortağın yönetimdeki kontrol gücünü de kısıtlamaktadır.

Üçüncü büyük ortak ise birinci ve ikinci büyük ortak da olduğu gibi, elde bulunduran hisse senetlerinin kümülatif toplamının toplam hisse senedi sayısına oranı ile ifade edilmektedir. İkinci büyük ortakta olduğu gibi, üçüncü büyük ortağın da sahip olduğu hisse senedi sayısı arttıkça, hâkim ortağın yetkileri kısıtlanmakta ve yöneticiden kaynaklanan temsil maliyetleri azalmaktadır.

### **I.6.2. Halka Açıklık Oranı**

Hisse senedine sahip olan ortak sayısı 500'den fazla olan işletmeler halka açık işletmeler olarak kabul edilmektedir. Bu işletmeler geniş tabana yayıldığı için halka açık

olan işletmelerde sahiplik ve kontrol ayrımı belirgin olarak ayrılmıştır. Diğer bir ifadeyle işletmenin sahipleri ile yöneticileri arasında farklılıklar söz konusu olmaktadır. Halka açıklık oranı ise bir işletmenin halka arz edilmiş hisse senetlerinin toplam hisse senetleri içerisindeki oranı olarak tanımlanabilmektedir.

Bir işletmenin sermaye yoğunluğu azaldığında, halka açıklık oranı yüksek olmakta, sermaye yoğunluğu yükseldiği takdirde, halka açıklık oranının ise azalacağı varsayılabilmektedir. Yani bir işletmede dağınık sermaye sahipliği durumu var ise, o işletmenin halka açıklık oranının yüksek olması beklenmektedir. Bu durumun aksine bir işletme, aile işletmesi veya kurumsal yatırımcı sahipliğine sahip ise o işletmenin halka açıklık oranının daha az olacağı beklenmektedir (Sayman, 2012:117-118). Ayrıca halka açıklık oranı yüksek olan şirketler, geniş tabana yayılmış sahiplik yapısına sahip oldukları için özsermayeleri daha fazla olmakta ve faaliyet süreleri uzamaktadır (Ağdelen, 2008:50).

## II. BÖLÜM: SERMAYE YAPISI VE TEORİLERİ

Bu bölümde, sermaye yapısı kavramı, kavram ile ilişkili faktörler, sermaye yapısı kararları ve bu kararlara ilişkin klasik ve modern sermaye yapısı teorileri açıklanmıştır.

### II.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Bir işletmenin borç ve özsermayesinin birleşimi o işletmenin sermaye yapısını oluşturmaktadır. İşletmelerde borç ve özsermaye düzeyleri zaman zaman değişkenlik gösterebilmektedir. Ancak birçok işletme, finansman bileşimlerini hedef bir sermaye yapısına göre ayarlamaya çalışmaktadır. Sermaye yapısı kararları, işletmenin optimal sermaye yapısının seçimi, borcun ortalama vadesinin belirlenmesi ve özel zamanlarda özel finansal kaynakların seçimiyle ilgili kararları içermektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006: 453).

Sermaye yapısı bir işletmenin ihtiyaç duyduğu sermayenin ne kadarının borç ne kadarının özsermayeden karşılanacağı ile ilgili kararları ifade etmektedir. Dolayısıyla sermaye kaynağının maliyeti bilindikten sonra, sermaye yapısı kararlarının amacı da bir işletmenin ihtiyaç duyduğu finansman kaynaklarının maliyetini minimum yapan sermaye bileşimini belirlemek olmaktadır (Sarıslan ve Erol, 2008:223).

Finans yöneticisinin görevlerinden biri de işletmenin gereksinimlerini hangi tür finansman kaynağından diğer bir deyişle borç ya da özsermayeden karşılayacağı ile ilgilidir. Borç, işletme dışından sağlanırken, özsermaye ise dağıtılmamış karlar, yedek akçeler vb. ile işletme tarafından yaratılacağı gibi, sermaye artışı, yeni ortak alınışı vb. ile işletme dışından da sağlanabilmektedir (Akgüç, 2010:481).

## II.2. Sermaye Yapısı Kavramı ile ilişkili Olan Faktörler

Sermaye yapısı kavramını daha iyi anlayabilmek ve açıklayabilmek için sermaye yapısı kavramının temelinde yer alan ve kavramla ilişkili olan faktörlerin açıklanması faydalı olacaktır. Sermaye yapısı kavramı ile ilişkili olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, faaliyet riski ve faaliyet kaldıraç, finansal risk ve finansal kaldıraç, toplam risk ve toplam kaldıraç ve optimal sermaye yapısı aşağıda açıklanmaktadır.

### II.2.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İşletmelerin çeşitli kaynaklardan sağladıkları fonların, işletmelere ayrı ayrı maliyeti vardır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise, çeşitli fon kaynaklarının, vergiden sonraki maliyetlerinin, bu kaynakların sermaye içerisindeki payları ile çarpımının toplamını ifade etmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$$k_a = \sum_{i=1}^n w_i \times k_i$$

formülü ile hesaplanır ve burada;

$w_i$  = i'nci fon kaynağının sermaye içindeki payını,

$k_i$  = i'nci fon kaynağının maliyetini göstermektedir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, finansman kararları ve sermaye bütçelemesi kararlarının işletme değerine olan etkisini hesaplamada ve işletmenin yönetim kurulu performansının değerlendirilmesinde tek bir ölçü olarak kullanılabilir (Moyer, McGuigan ve Rao, 2007:365).

### II.2.2. Faaliyet Riski ve Faaliyet Kaldıraç

Her işletme faaliyette bulunduğu ekonomik ortamın ya da sistemin beraberinde getirdiği koşullara ve değişimlere maruz kalmaktadır. İşletmeler hiç borç kullanmasalar dahi, işletmenin ekonomik faaliyetlerinin doğasında bulunan ve gelecekteki faaliyetlerin

karlılığında görülen belirsizlik ve değişmeye maruz kalabilmektedirler. İşletmelerin maruz kaldıkları bu belirsizlik ve değişim, faaliyet riski olarak tanımlanmaktadır. Faaliyet riski, sektörden sektöre değişiklik gösterebileceği gibi aynı sektör içerisinde bulunan işletmeden işletmeye de değişiklik gösterebilmektedir. Örneğin demir-çelik gibi sermaye yoğun sektörlerde faaliyet riski yüksek iken gıda sektöründe daha düşüktür (Sarıaslan ve Erol, 2008:225-226).

Bir firmanın giderleri kısa vadede sabit ve değişken gider olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Uzun vadede ise sadece değişken gider söz konusudur. Dolayısıyla faaliyet kaldıracı kısa dönemli analizler için geçerli olmaktadır. Sabit gideri olan her işletmenin iş hacminde meydana gelen değişmeye bağlı olarak karda meydana gelen değişme oranı, iş hacminde meydana gelen değişme oranından daha yüksektir. Bu olgu faaliyet kaldıracı olarak ifade edilmektedir.

Faaliyet Kaldıracı (FAKD) = Kardaki Göreceli Değişim/İş Hacmindeki Göreceli Değişim

$$FAKD = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F}$$

Q = Başabaş noktasındaki miktar

P = Birim ürün satış fiyatı

F = Toplam sabit maliyet

V = Birim ürün değişken maliyeti

Formülde de görüldüğü gibi sabit maliyetleri yüksek olan işletmelerin faaliyet kaldıracı yüksek olduğu için faaliyet riski de yüksektir. Dolayısıyla satışlardaki küçük bir değişiklik kar üzerinde büyük dalgalanmalara sebep olabilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2012:135).



### II.2.3. Finansal Risk ve Finansal Kaldıraç

Finansal risk, borçla finansmanın bir sonucu olarak adi hisse senedi sahiplerinin taşıdığı ilave risk olarak tanımlanabilir. Bu durumda borç kullanma firmanın faaliyet riskinin hissedarlar üzerinde toplanmasına neden olabilmektedir (Brigham ve Houston, 2014:449). Finansal kaldıraç, firmanın sermaye yapısında sabit gider olarak, faiz yükü getiren menkul kıymetlerin yani borç ve imtiyazlı hisse senetlerinin kullanılma düzeyi ve faaliyet karındaki değişimin, hisse başına kardaki değişimi etkileme derecesi olarak açıklanabilir (Ercan ve Ban, 2005:248).

Finansal kaldıraçın olumlu etkisinden sonsuza kadar yararlanmak mümkün değildir. Bu durumun sebebi ise işletme aynı koşullarda borç bulamayabilir ve riski yüksek olan işletmelere verilen borcun maliyeti yüksektir. Dolayısıyla borcun maliyeti bir süre sonra getiriye dengelemeye başlayabilmektedir. Sermaye yapısı içerisinde borcun oranının artması işletmenin sabit maliyetlerini artıracaktır. Bu da yüksek kaldıraç düzeylerinde, firmaların başarısızlığa uğrama riskini beraberinde getirmektedir (Arnold, 1998:787).

Finansal Kaldıraç Derecesi (FİKD) =  $FVÖK/FVÖK-C$

$$FİKD = \frac{Q(P - V) - F}{Q(P - V) - (F + C)}$$

Q = Başabaş noktasındaki miktar

P = Birim ürün satış fiyatı

F = Toplam sabit maliyet

V = Birim ürün değişken maliyeti

C = Borcun maliyeti (faiz)

Artan borç maliyetine rağmen işletme borcun maliyetinden daha fazla kar elde ederek faaliyetini sürdürmeye devam etse bile, yüksek oranda borçlu olan işletmeler sabit bir faiz ödeme yükümlülüğü altına girecekleri için piyasa koşullarının olumsuz yönde

değişmesi ve satışların azalması durumunda faaliyetini sürdürmemeye ya da tasfiye riski ile karşı karşıya kalabilmektedir. Dolayısıyla artan kaldıraç oranı, işletmelerin finansal riskle karşılaşma durumunu da artıracaktır (Sarıaslan ve Erol, 2008:233).

#### II.2.4. Toplam Risk ve Toplam Kaldıraç

Faaliyet ve finansal kaldıraç kavramları ile ilgili açıklamaları özetlemek gerekirse;

- Yüksek sabit maliyete sahip işletmelerde, faaliyet kaldıraç derecesi de yüksek olacağı için, bu işletmelerde faiz ve vergiden önceki kar satışlarda oluşabilecek değişimlere oldukça duyarlıdır.
- Yüksek sabit finans maliyetine sahip işletmelerde ise finansal kaldıraç oranı da yüksek olacağı için bu işletmelerde adi hisse senedi başına düşen gelir, faiz ve vergiden önceki karda meydana gelecek değişimlere oldukça duyarlı olmaktadır.

Buradan da görülebileceği üzere, faaliyet kaldıraç ve finansal kaldıraç değerleri birbirlerinden bağımsız değişimlerdir (Ceylan ve Korkmaz, 2012:135). Kavramsal olarak toplam kaldıraç derecesi, faaliyet kaldıraç derecesi ile finansal kaldıraç derecesinin çarpımına eşittir.

$$\text{Toplam Kaldıraç Derecesi (TKD)} = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V) - F - C}$$

#### II.2.5. Optimal Sermaye Yapısı

Bütün işletmeler, kendisi için piyasa değerini maksimum, sermaye maliyetini minimum yapacak optimal sermaye yapısını arar ve yatırım projelerini bu optimal yapı bozulmayacak şekilde finanse etmeye çalışır (Gitman, 1988:439).

Sermaye yapısı kararlarındaki amaç, uzun vadeli finansman kaynaklarının optimal bir bileşimini sağlayarak işletmenin piyasa değerini en yükseğe çıkarmaktır. Optimal sermaye yapısı olarak ifade edilen bu kaynakların birleşimi, işletmenin toplam sermaye maliyetini de minimum kılmaktadır. Optimal sermaye yapısının oluşumu, maliyetler açısından en az bir sermaye maliyetinin ortaya çıkışını sağlamak içindir. Bu durumda amaç kullanılan fonların bileşimini değiştirerek bir firmanın gerçek değerinin ya da sermaye maliyetinin bundan nasıl etkileneceğini saptamaktır (Özdemir, 1997:406).

Finans literatüründe, optimal sermaye yapısında yapılacak değişikliklerin, işletmenin piyasa değeri ve sermaye maliyetine etkisi tartışma konusudur. Bir grup görüş, sermaye yapısının sermaye maliyetini etkilediğini ileri sürmektedir. Bu görüşe göre toplam işletme karlılığı, faiz oranına eşitse, özsermaye karlılığı tüm borç oranları için aynıdır. Faiz oranı, toplam işletme karlılığından büyükse, özsermaye karlılığı, finansal kaldıraç olumsuz çalışması nedeniyle borç oranı arttıkça giderek düşecektir. Eğer faiz oranı, toplam işletme karlılığından küçük olursa, finansal kaldıraç olumlu çalışacağından, özsermaye karlılığı yükselecektir. Ancak toplam sermaye içerisinde borç tutarı arttıkça, kredi verenlerin riskleri de artacaktır. Bu nedenle kredi verenler risklerini karşılamak için daha yüksek faiz talep edeceklerdir.

Optimal sermaye yapısıyla ilgili bir diğer görüş ise modern görüş olarak adlandırılan ve sermaye yapısının işletmenin piyasa değerini etkilemediğini ve optimal sermaye yapısının olmayacağını savunan görüştür (Ceylan ve Korkmaz, 2012:237-238).

### **II.3. Sermaye Yapısı Kararları**

Finans yöneticisinin işletme için en uygun olan sermaye yapısı bileşimini belirlemesinde, çeşitli etmenler etkili olmaktadır. Her firmanın durumu bir diğerinden farklı olabileceğinden, finansmana ilişkin kararlarda ağırlık verilecek etmenler, ekonominin

durumu, endüstri ve firmanın özellikleri, hatta yöneticilerin risk almadaki tercihlerine göre değişiklik gösterebilmektedir (Akgüç, 2010:501).

Sermaye yapısı, firmanın kullandığı uzun süreli kaynakların bir karmasıdır. Sermaye yapısı kararlarının temel amacı, uzun süreli fon kaynaklarının uygun bir bileşimini yaparak, firmanın pazar değerini maksimum yapmaktır. Optimal sermaye yapısı olarak adlandırılan bu karma, firmanın toplam sermaye maliyetini en aza indirmektedir. Ancak optimal sermaye yapısının varlığı konusunda farklı görüşler ileri sürülmektedir. Söz konusu görüşlerin yoğunlaştığı nokta ise, kullanılan fonların bileşimi değiştirilerek bir firmanın gerçekte pazar değerini ya da sermaye maliyetini etkileyip etkilemediğidir (Berk, 2000:306).

#### **II.4. Sermaye Yapısı ile İlgili Teorik Yaklaşımlar**

Firmaların sermaye yapısı kararları doğrultusunda ortaya çıkan teorik yaklaşımlar, klasik ve modern sermaye yapısı teorileri olarak iki grupta incelenebilmektedir. Klasik sermaye yapısı teorileri; net gelir teorisi, net faaliyet geliri teorisi, geleneksel teori ve Modigliani-Miller teorisi olarak sıralanabilmektedir. Modern sermaye yapısı teorileri ise; dengeleme teorisi, finansal hiyerarşi teorisi, işaret etkisi teorisi ve temsilcilik maliyeti teorisi'dir.

##### **II.4.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri**

Klasik sermaye yapısı teorileri, sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firma değeri arasındaki ilişkileri açıklamaya çalışmaktadır. Ayrıca bu teoriler optimal sermaye yapısı varsayımlarına dayanmaktadır.

Optimal sermaye yapısı ile ilgili olarak bu varsayımları aşağıdaki gibi açıklamak mümkündür (Ceylan ve Korkmaz, 2012:237-238).

- İşletmeler tarafından, yalnızca özsermaye ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla faaliyetler yürütülmektedir.
- Elde edilen karlar üzerinden vergi ödenmemektedir. Daha sonra bu varsayımdan vazgeçilecektir.
- İşletmelerin toplam varlıkları, veri olarak kabul edilmiş ancak sermaye yapısında değişimin olabileceği varsayılmıştır.
- Elde edilen bütün karlar ortaklara dağıtılmaktadır.
- İşletme ortaklarının gelecekle ilgili beklentileri, birbiriyle aynı kabul edilmiştir. Diğer bir deyişle, bütün işletme ortakları için faiz ve vergiden önceki karların sübjektif olasılık dağılımlarının aynı olduğu varsayılmıştır.
- İşletmenin faiz ve vergi öncesindeki karlarının gelecekte de değişmeyeceği, başka bir deyişle, işletmenin büyümeyeceği öngörülmüştür.
- İşletme riskinin, zaman içerisinde sabit ve sermaye yapısı ile finansal riskten bağımsız olduğu da varsayılmaktadır.

#### **II.4.1.1. Net Gelir Teorisi**

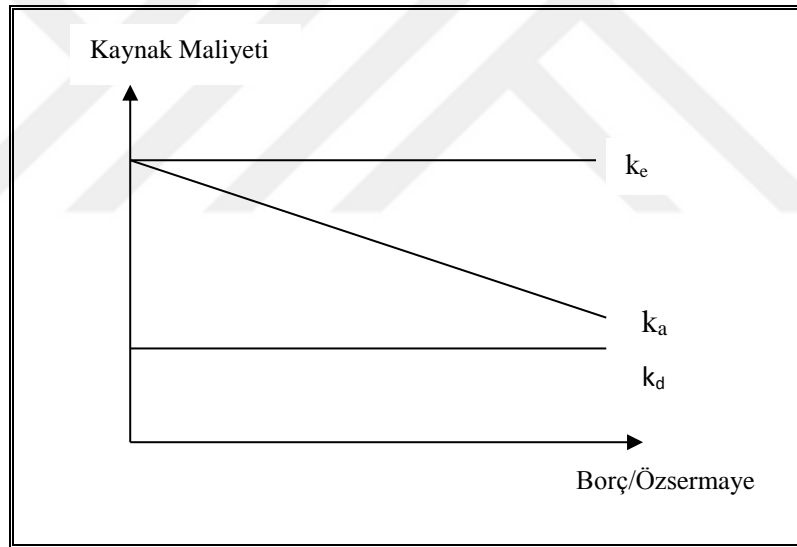
İşletme kazançlarının değerlemesinde geliştirilen ve kullanılan teorilerden biri net gelir teorisidir. Bu teoride, kaldıraç düzeylerine göre işletmelerin değerlemesi yapılmaya çalışılmaktadır. Net gelir teorisine göre bir işletme, kaldıraç düzeyini artırarak sermaye maliyetini azaltmakta ve firma değerini arttırabilmektedir. Bunun sonucunda da hisse senetlerinin piyasa değerini yükseltebilmektedir (Van Horne, 1971:202-203).

Net gelir teorisi, borç/özsermaye oranından hem firmanın toplam sermaye maliyetinin ( $k_a$ ) hem de piyasa değerinin ( $V$ ) etkileneceğini savunmaktadır. Bu teorinin en önemli varsayımı, borç/özsermaye oranı artarken borçlanma maliyeti ( $k_d$ ) ve özsermaye maliyeti ( $k_e$ )'nin değişim göstermediğidir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010:282). Ağırlıklı

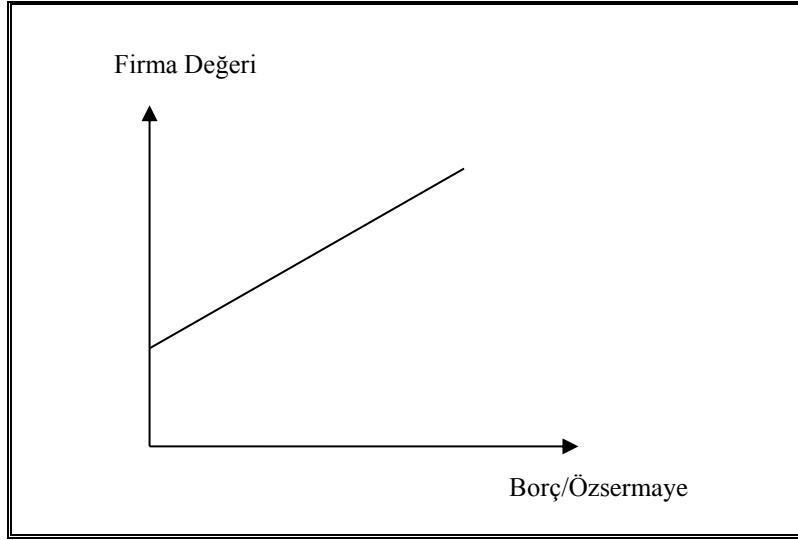
ortalama sermaye maliyeti ( $k_a$ ) ise, borç düzeyi arttıkça azalmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, sıfır borç düzeyinde özsermaye maliyetine, borç düzeyinin %100 olduğu durumda ise borcun maliyetine eşit olmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:228).

Net gelir teorisinde, işletmenin cari piyasa değerinin  $k_e$ 'ye bağlı olarak belirlendiği ve sabit bir oran olduğu varsayılmaktadır. Bu durumda, firmalar borç/özsermaye oranını yükselterek cari piyasa değerlerini de yükseltmiş olmaktadır (Gönenli, 1991:352-353).

Yaklaşımında, bir firmanın borç/özsermaye oranı ile sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiler aşağıda Şekil 1'de gösterilmiştir.



**Şekil 1: Net Gelir Teorisine Göre Sermaye Maliyeti**



**Şekil 2: Net Gelir Teorisine Göre Firma Değeri**

Şekil 1 ve 2’de de görüldüğü gibi net gelir yaklaşımının bir sonucu olarak  $k_d < k_e$  olduğu sürece, optimal sermaye yapısının, maksimum borçlanma düzeyinde meydana geldiği gösterilmektedir. Bu varsayımına göre işletme, kaldıraç oranını arttırmak yoluyla toplam maliyetini azaltabilmekte ve piyasa değerini arttırabilmektedir.

Bu yaklaşımın en büyük eksiği ise borçlanma oranı arttığında, borcun ve özsermaye maliyetinin değişmeyeceği varsayımdır. Net faaliyet gelirinin büyük bir bölümü faiz giderlerine ödendikçe borcun maliyeti artacaktır. Bunun sebebi ise borç verenlerin bu durumda firmayı daha riskli bulması ve artan riske karşı ek gelir talep edecek olmalarıdır. Bununla birlikte borç/özsermaye oranının artmasıyla ortaklar tarafından kullanılabilir gelir daha riskli hale gelmekte ve ortaklar da daha fazla gelir beklemektedir. Dolayısıyla borç oranı arttıkça borcun maliyeti ve özsermaye maliyeti de yükselmektedir (Canbaş ve Vural, 2010:27).

#### **II.4.1.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi**

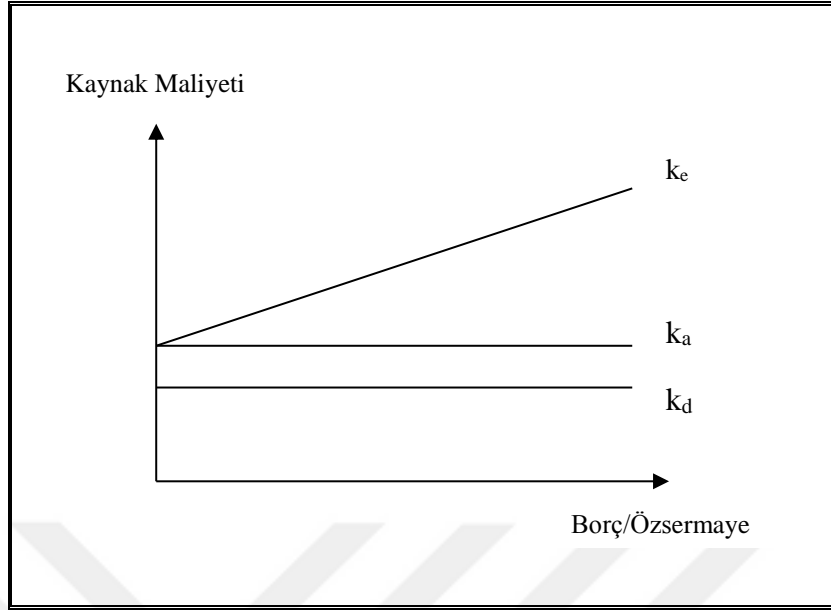
Net faaliyet geliri teorisi, net gelir teorisinin tersine sermaye yapısı ile firmanın piyasa değeri arasında bir ilişki olmadığını ve firmanın sermaye yapısındaki değişmelerin firma değerini etkilemediğini öngörmektedir (Durand, 1952:215)

Net faaliyet geliri teorisi, işletmenin toplam sermaye maliyetinin, borçların ve dolaşımdaki hisse senetleri değerinin, kullanılan kaldıraç oranından bağımsız olduğunu varsayımına dayanmaktadır. Diğer bir deyişle işletmelerin sermaye yapısı bileşimlerinin, toplam sermaye maliyeti ve dolayısıyla da işletmenin piyasa değeri üzerinde etkisi olmamaktadır. Ayrıca net faaliyet gelir yaklaşımı, karın kaldıraç derecesinin değişmesinden etkilenmeyerek sabit kaldığını kabul etmekte ve kaldıraç etkisi ile sermaye maliyetinin değiştirilemeyeceği görüşünü savunmaktadır. Net faaliyet gelir yaklaşımı, optimal sermaye yapısının olmadığını ileri sürmektedir.

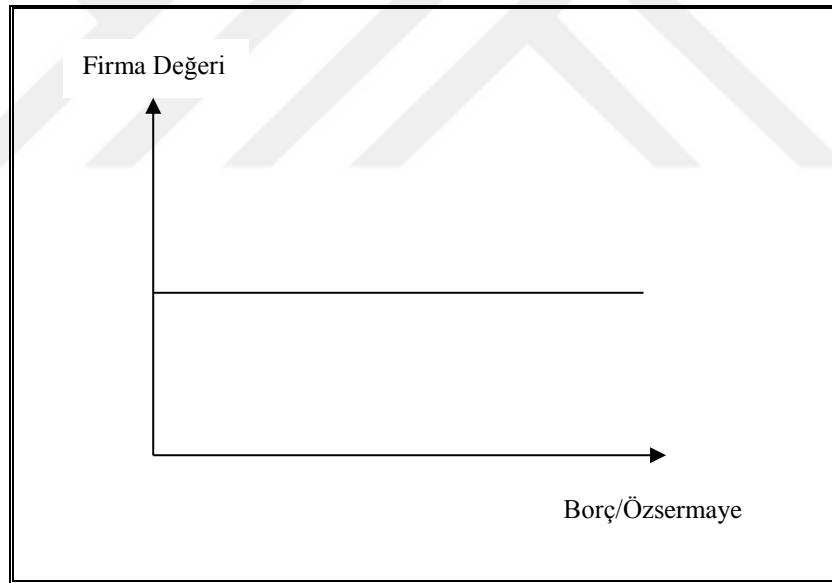
Borçlanma maliyeti düşük olsa bile daha yüksek oranda bir borçlanma düzeyinin özsermaye maliyetini yükseltmesi sonucunda, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltmak ve piyasa değerini yükseltmek mümkün olmamaktadır (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010:287).

Yaklaşımında, bir firmanın borç/özsermaye oranı ile sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiler aşağıda Şekil 3 ve 4'te gösterilmektedir.





**Şekil 3: Net Faaliyet Geliri Teorisine Göre Sermaye Maliyeti**



**Şekil 4: Net Faaliyet Geliri Teorisine Göre Firma Değeri**

Bu teoriye göre bir firmanın değeri, net faaliyet gelirlerinin sabit bir ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bugüne indirgenmesi ile hesaplanır. Bu teorinin temel varsayımı, farklı sermaye bileşenleri için ortalama sermaye maliyetinin sabit kalmasıdır. Bu nedenle de sermaye yapısının firma değeri üzerine etkisi yoktur. Yani işletmenin

finansmanında borçlanma şekli ne olursa olsun, hisse senetlerinin değeri bundan etkilenmeyecektir (Türko, 1999:498).

Bu teoriye yapılan en önemli eleştirisi ise borçlanma oranı arttığında, borcun maliyetinin değişmeyeceği varsayımına yöneliktir. Ancak gerçekte bir firmanın borç düzeyi arttıkça borç verenin riski artacak dolayısıyla artan riske karşılık borç verenlerce istenilecek prim borç maliyetini artıracaktır. Bu eleştiriler dikkate alınarak geleneksel teori geliştirilmiştir (Canbaş ve Vural, 2010:275).

### **II.4.1.3. Geleneksel Teori**

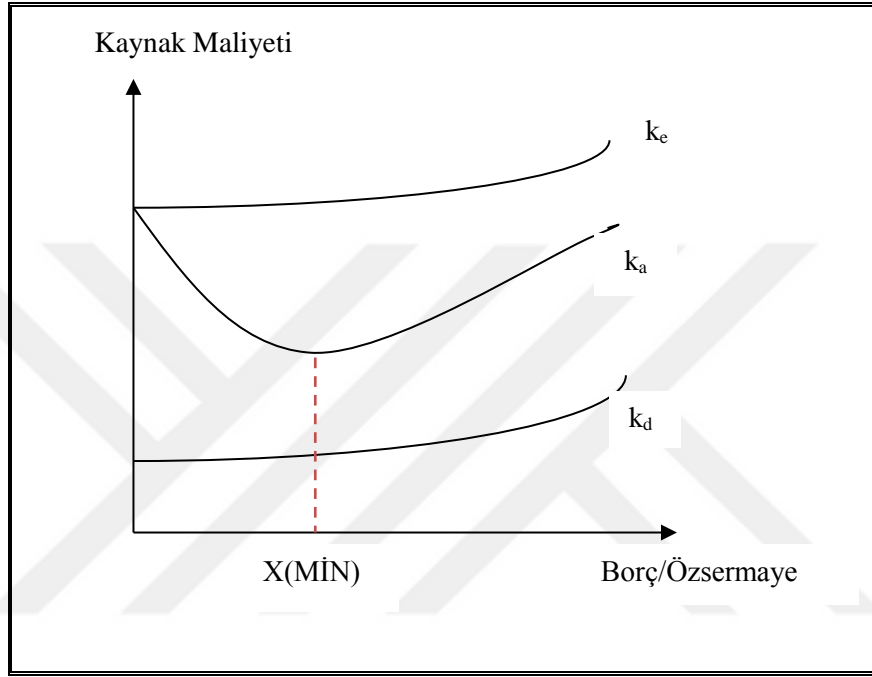
Geleneksel teori, optimal sermaye yapısının ve firmanın toplam değerinin kaldıraç etkisinden faydalanılarak artırılabilceği varsayımına dayanmaktadır. Bu teori, varsayımları açısından net gelir yaklaşımı ve net faaliyet geliri yaklaşımları arasında kalan bütün hususları kapsamaktadır (Van Horne ve Wachowicz 1997:463-464).

Borçlanma normal sayılan düzeyin üzerine çıkarak artmaya devam ettiğinde, artan finansal riskten dolayı alacaklılar ve hissedarlar istenen getiri oranını artırırılar. Hissedarların istediği getiri oranındaki artış, borcun ucuz kaynak olmasının sağladığı avantajı ortadan kaldırmaya başlar ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yükselmeye başlar. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti önce azaldığı sonra da arttığı için belirli bir borç oranında minimum olmaktadır. Geleneksel teori bu oranı, optimal sermaye yapısı olarak ifade etmektedir (Gürsoy, 2012:576).

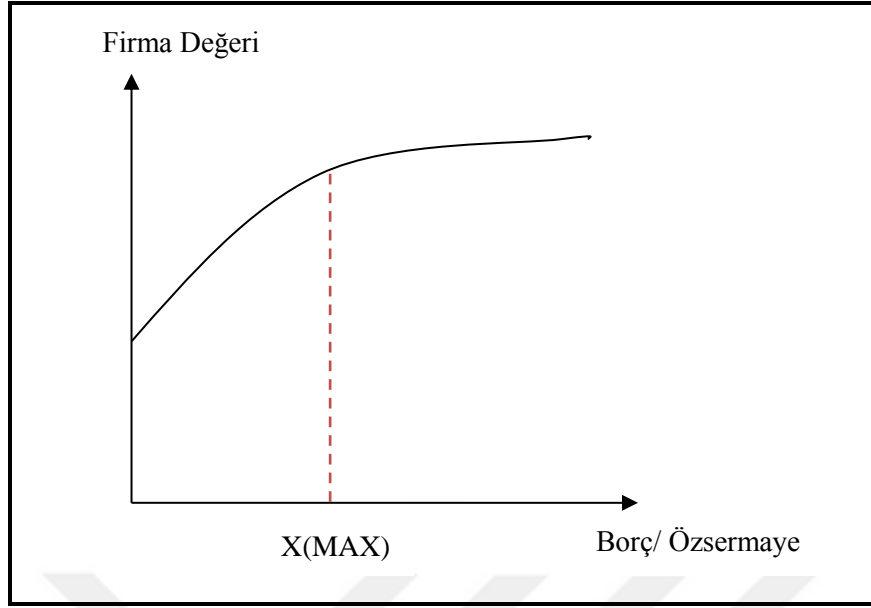
Geleneksel teoriye göre, bir firma için tek bir optimal sermaye yapısı mevcuttur. Firma kaldıraç faktöründen yararlanarak sermaye maliyetini düşürebilir ve piyasa değerini artırabilir. Firma açısından özsermaye maliyeti borç maliyetinden daha yüksektir. Firma sermayesine katılımın, borç vermeye kıyasla daha riskli olması, hissedarların normal faiz oranının üzerinde bir kâr payı ve borç faizlerinin gider olarak yazılarak vergi matrahından

düşülmesi gibi etkenler, özsermaye maliyetinin genellikle borçların maliyetinden daha yüksek olmasına yol açmaktadır (Akgüç 2010:491).

Yaklaşımında, bir firmanın borç/özsermaye oranı ile sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiler aşağıda Şekil 5'te ve Şekil 6'da gösterilmektedir.



**Şekil 5: Geleneksel Teoriye Göre Sermaye Maliyeti**



**Şekil 6: Geleneksel Teoriye Göre Firma Değeri**

Bu teoriye göre düşük maliyetli borç ile yüksek maliyetli özsermaye arasında ortalama sermaye maliyetini oluşturmak bakımından doğrusal bir ilişki söz konusudur. Bu ilişkide doğrunun eğimi, yüksek maliyetli özsermaye ile düşük maliyetli borç arasındaki farka eşittir. Sermaye maliyeti doğrusunun eğimi negatif değer taşıdığı için borcun oranı arttıkça sermaye maliyeti düşmektedir. Finansal kaldıraç faktörünün bu pozitif etkisi sınırlıdır. Sebebi ise işletmenin karşılaştığı finansal riskin borç/özsermaye oranı arttıkça büyümesidir. Sonuç olarak bu teoriye göre, sermaye maliyetini minimum yapan ve firmanın piyasa değerini maksimum yapan tek bir optimal sermaye yapısı mevcuttur (Canbaş ve Vural, 2010:276).

#### **II.4.1.4. Modigliani - Miller Teorisi**

Modigliani-Miller 1958 yılında yaptıkları çalışmada, geleneksel görüşe karşı bir teori geliştirmişlerdir. Bu teoride sermaye maliyeti, sermaye yapısı ve piyasa değeri arasındaki ilişki, net faaliyeti geliri yaklaşımındakine benzer bir şekilde açıklanmaktadır.

Geleneksel görüş sermaye yapısının, işletmenin sermaye maliyeti ve piyasa değeri üzerinde etkili olduğunu savunurken, Modigliani-Miller belirli varsayımlar altında işletmenin piyasa değerinin ve sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olduğu varsayımını ileri sürmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2012:245).

#### **II.4.1.4.1. Modigliani-Miller Teorisi Varsayımları**

Sermaye yapısının sermaye maliyeti ve firma değeri arasındaki ilişkiye yönelik olarak ortaya çıkan Modigliani-Miller teorisinin varsayımları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Ehrhardt ve Eugene, 2006:461);

- Yatırımcılar risk ve getiri konularında dikkatlidirler. Tüm finansal varlıklar bölünebilmekte ve yatırımcılar rasyonel davranmakta,
- Sermaye piyasaları etkindir, tam rekabet koşulları geçerlidir. Sermaye piyasası ile bilgilerin dolaşımı serbest olmakta,
- Gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değerler cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynı olmakta,
- Firmalar eş risk kategorilerine göre sınıflandırılabilen,
- İşletmelerin yatırım beklentileri konusunda yatırımcılarda homojen beklentiler söz konusu olmakta,
- İflas maliyetleri olmamakta,
- Vergiler söz konusu değildir.

Modigliani-Miller teorisine göre, vergi etkisi dikkate alınmaz ise sermaye yapısı, firmanın sermaye maliyetini ve piyasa değerini hiçbir şekilde etkilemez. Ayrıca şirketin sermaye maliyetini ve piyasa değerini belirleyen unsur, onun şu andaki sermaye yapısı ne

olursa olsun, içerisinde bulunduğu sektör ve bu sektörün risk sınıfı ve gelecekte yaratacağı nakit akışıdır (Canbaş ve Vural, 2010:278).

#### **II.4.1.4.2. Modigliani-Miller Teorisi Önermeleri**

Modigliani-Miller'in, önermelerinde, etkin piyasaların olduğu, vergilerin olmadığı, işletmelerin yatırım ve finansman kararlarının ilintisizliğini; finansal yapının, sermaye maliyeti ve piyasa değerinden bağımsız olduğunu ifade etmektedirler (Yılğör, 2005:16). Modigliani-Miller'in temel önermeleri şu şekildedir.

##### *Modigliani-Miller'in 1. Önermesi:*

Modigliani-Miller'in 1. önermesine göre firma değerinin, firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğu kabul edilmektedir. Burada aynı risk sınıfında bulunan firmaların, varlıklarını özsermaye ya da borç ile finanse etmeleri firma değerinde bir değişikliğe neden olmayacaktır. Aynı risk grubunda bulunan iki firmadan biri tamamen özsermaye ile diğeri kısmen özsermaye kısmen de borç ile finanse edilmişse bu iki firmanın piyasa değerleri tam rekabet piyasasında aynı olacaktır. Bunun sebebi ise arbitrajdan kaynaklanmaktadır. Modigliani-Miller'in önermeleri sermaye piyasasında arbitraj yapılmasına dayanmaktadır. Modigliani-Miller bu önermesinde Net Faaliyet Geliri Teorisi ile aynı görüşü savunmaktadır (Şahin ve Öztürk, 2013:11).

##### *Modigliani-Miller'in 2. Önermesi:*

Modigliani-Miller'in 2. önermesi ise firmanın özsermaye maliyetinin, sermaye yapısının pozitif yönde doğrusal fonksiyonu olduğunu kabul etmektedir. Burada kurumlar vergisi modele eklenerek, kurumlar vergisinin firma değeri ve kaynak maliyeti üzerindeki etkisi incelenmiştir. Modigliani-Miller, 2. önermesindeki bu durumu, vergilerin olduğu bir piyasada yabancı kaynak kullanımının, özsermayede doğabilecek olumsuz etkiyi, vergi kalkını ile önlediğini savunmaktadır. Modigliani-Miller'in 2. önermesine göre borç düzeyi

arttıkça firma değeri de artmaktadır. Ancak bu durum sonsuza kadar devam etmez ve firmaların kullandıkları borç miktarı belirli bir noktayı geçtiğinde firma değeri azalmaya başlar (Şahin ve Öztürk, 2013:11).

*Modigliani-Miller'in 3. Önermesi:*

Modigliani-Miller'in 3. Önermesinde Modigliani-Miller, yatırım projelerinin finansmanı ne şekilde yapılırsa yapılsın, bunun yatırım kararları üzerinde etkisi olmadığını yani yatırım ve finansman kararlarının birbirlerinden bağımsız olduğunu savunmaktadır. Bu görüşe göre yatırım kararları finansman kararlarından tamamen ayrılmaktadır (Yılğör, 2012:335).

#### **II.4.1.4.3. Modigliani-Miller Teorisi Eleştirileri**

Modigliani-Miller'in teorisine yöneltilen eleştiriler, genellikle bu teorinin dayandırıldığı varsayımların gerçeği yansıtmamasından dolayı ortaya çıkmaktadır. Sermaye piyasalarının etkin olmaması arbitraj işlemini sınırlamakta diğer taraftan kredi maliyetleri firma özelliklerine göre farklılık göstermektedir. Modigliani-Miller yaptıkları çalışmada, iflas maliyetlerini göz önünde bulundurmamış ve vergi tasarrufunu ise sonradan dâhil etmişlerdir. 1977 yılındaki çalışmasında Miller, şirket düzeyinde borçlanarak sağlanan vergi avantajının, bireysel düzeyde borçlanarak elde edilen vergi dezavantajı ile ortadan kalktığını ileri sürmüştür. Kişisel borçlanma ile firma borçlanmalarının farklı maliyetlerinin olması ise diğer bir eleştiri konusudur (Bradley, Jarrel ve Kim, 1984:857).

Sermaye piyasalarında arbitrajı sınırlayan veya engelleyen kurumların varlığından söz edilebilir. Sermaye piyasasına önemli ölçüde kaynak sağlayan kurumlar arbitraj işlemi yapmaya girişemeyebilir (Türko, 1999:512).

Teoride açıklanan mekanizmaların işleyebilmesi için gerçekte de gerekli koşulların bir araya gelmesi gerekir. Ancak tam rekabet piyasası var ise bu durum geçerli

olabilmektedir. Piyasada bir firmanın pay senetlerinin satılması ve düşük faiz oranından borçlanması yolu ile öteki firmanın pay senetlerinin satın alınması yani sermaye aktarımı sınırlı ölçüde olabilir. Aktarma işlemini sadece az sayıda büyük yatırımcı yapabilir. Küçük yatırımcılar ise alım satım maliyetinin yüksekliğinden dolayı aktarma işlemini cazip bulmayacaklardır. Modigliani-Miller aktarmada işlem maliyetlerini hesaba katmamışlardır (Şahin, 2000:87-88).

#### **II.4.1.5. Modigliani-Miller Önermelerine Etki Eden Piyasa Aksaklıkları**

Menkul kıymet piyasalarında alınıp satılan menkul değerlerin fiyatları, menkul kıymeti çıkararak şirkete ya da diğer ekonomik faktörlere ilişkin mevcut olan bilgileri tam olarak yansıtıyorsa ve bu fiyatlar yeni bilgiye tam olarak tepki verebiliyorsa bu piyasaların etkin olduğu söylenebilir (Şahin, 2006:36).

Modigliani-Miller önermelerinin temel varsayımı da, etkin piyasalarda faaliyet gösterildiğidir. Ancak gerçek dünyada, piyasaları etkinlikten uzaklaştıran piyasa aksaklıkları bulunmaktadır. Bu aksaklıklar; finansal sıkıntı, iflas maliyetleri ve temsil maliyetleri gibi piyasa aksaklıklarıdır (Yılgör, 2012:336).

Finansal sıkıntı bir firmanın yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanması anlamına gelir. Finansal sıkıntı çözüme ulaşmaz ise iflas maliyetleri ile karşı karşıya kalınabilir. Finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerini direkt ve dolaylı iflas maliyetleri olarak ikiye ayırmak mümkündür. Direkt iflas maliyetleri, iflas sürecindeki nakit çıkışları olup, yasal ve idari maliyetler, avukatlık ücretleri, muhasebe ve yargılama masrafları en önemlileridir. Dolaylı iflas maliyetleri ise firmanın piyasa itibarını ve müşteri güvenini kaybetmesi, müşterilerin taleplerindeki azalmalar gibi maliyetleri ifade etmektedir (Yılgör, 2012:337).



Finansal sıkıntı maliyetleri borç düzeyinin yükselmesi sonucunda firma değerini olumsuz etkileyebilmektedir. Bir başka ifade ile borç/özsermaye oranı yükseldikçe işletmenin borç aldığı kurumlara karşı olan yükümlülüklerini yerine getirememesi durumu ile karşı karşıya kalınabilmektedir. Bu durum oluştuğunda işletme varlıklarının sahipliği hissedarlardan, borç verenlere geçmektedir ve işletme varlıklarının değeri borçların değerine eşit olduğunda iflas durumu gerçekleşmektedir (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2005:611).

Temsil maliyetleri ise işletmenin hissedarlarıyla yöneticileri arasında ya da borç verenler ile hissedarlar arasında ortaya çıkan çıkar çatışmalarından dolayı meydana gelen maliyetleri ifade etmektedir (Yılıgör, 2012:338).

#### **II.4.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri**

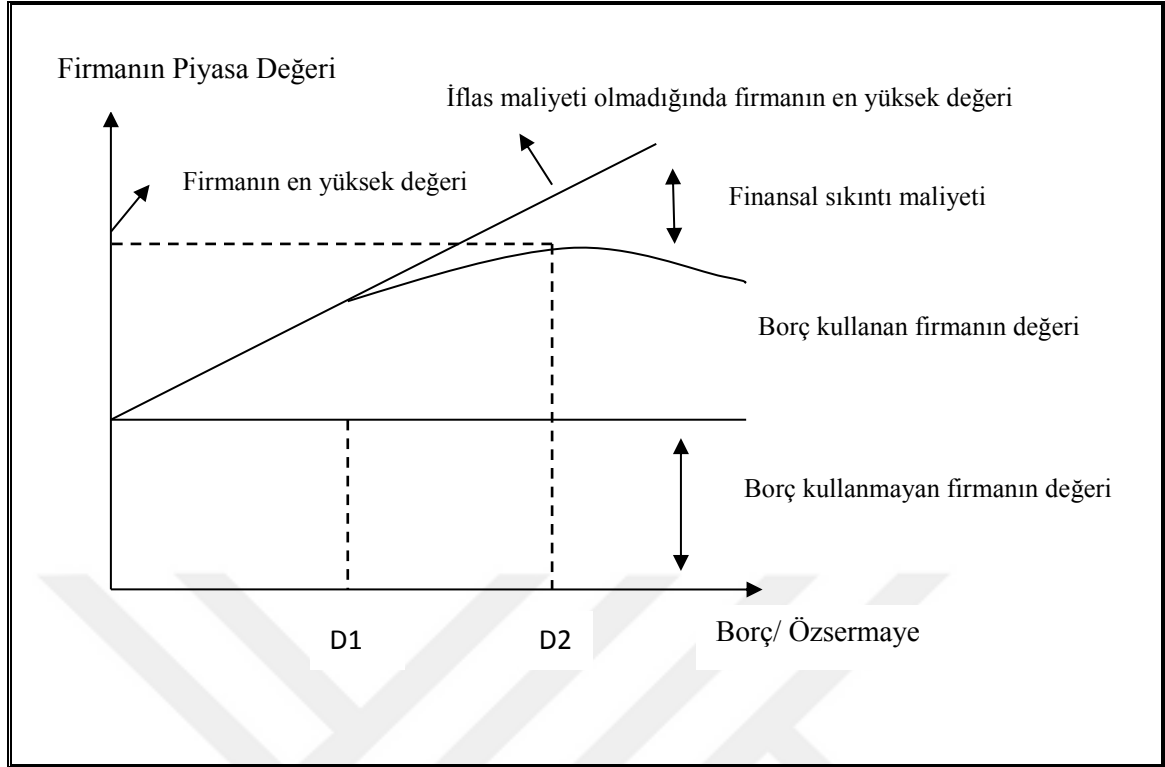
Klasik teorilerin varsayımlarına daha gerçekçi bakarak vergi faktörü, iflas maliyeti, asimetrik bilgi, temsilci maliyetleri gibi faktörleri de dikkate alan modern sermaye yapısı teorileri başlığı altında toplanan diğer teorilere aşağıda yer verilmiştir.

##### **II.4.2.1. Dengeleme Teorisi**

Gerçek hayatta firmalar, çok fazla borçlanma yoluna gittikçe, borçların anapara ve faiz ödemelerini karşılayamama riski ile karşı karşıya kalabilirler. Eğer firmalar bu ödemeleri gerçekleştiremezlerse borç verenler firmanın iflasını isteme hakkına sahiptirler. Bu durum, firmaların borçlanmalarının sonsuza kadar olamamasına neden olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2012:252). Dolayısıyla iflas maliyetleri, firmanın sermaye yapısında yüksek düzeyde borç kullanmasına engel olmaktadır. Yani faaliyet riski ve faaliyet kaldırıcı yüksek olan işletmeler, finansal kaldıraç kullanımını düşük seviyede tutmak durumundadır (Ehrhardt ve Brigham, 2006:464).

Bahsedilen maliyetler ve vergi avantajları dikkate alındığında dengeleme teorisi, işletmeler tarafından en düşük özsermaye maliyetini içeren sermaye bileşiminin seçilerek, optimal sermaye yapısının oluşturulmasını hedeflemektedir. Bu yaklaşıma göre firmanın sermaye yapısı kararları, borcun sağladığı vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyeti arasında bir dengelemeyi içermektedir (Ross, Westerfield ve Jaffe 2005:443). Diğer bir deyişle dengeleme teorisi borç kullanmanın sağlayacağı vergi avantajı ve karşılaşılan finansal sıkıntı maliyetleri arasında denge kurulmasına dayanmaktadır. Dengeleme teorisi, optimal sermaye yapısını borçla finansmanın sağlayacağı net vergi avantajı ile borçla finansmandan kaynaklanan finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri gibi maliyetleri dengeleyen sermaye yapısını ifade etmektedir (Buferna, Bangassa ve Hodgkinson, 2005:7).

Dengeleme teorisine göre sermaye yapısında hedef borç oranları, işletmeden işletmeye değişiklik gösterebilmektedir. Teori aynı zamanda güvenli, maddi duran varlıklara sahip ve vergilendirilebilir karı tasarruf sağlamaya yeterli olan işletmelerin, hedef borç oranlarının yüksek olması gerektiğini ileri sürmektedir. Diğer taraftan riskli, maddi olmayan duran varlıklara sahip karsız işletmelerin ise özsermaye ile finansmanının yapılması gerektiğini savunmaktadır (Brealey, Myers ve Marcus, 2007:425).



**Şekil 7: Dengeleme Teorisi**

Şekil 7, borcun vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengelemenin optimum sermaye yapısını nasıl belirlediğini göstermektedir. Vergi tasarrufunun bugünkü değeri, firma daha fazla borçlandıkça başlangıçta artmakta, fakat daha sonra firmanın vergilendirilebilir karı düşmeye başladıkça azalmaktadır. D1 noktasındaki borç düzeyinde finansal sıkıntı olasılığı düşüktür. Dolayısıyla borcun vergi avantajı etkilidir. Ancak D2 noktasında finansal sıkıntı olasılığı ek borçlanma ile hızla artar ve finansal sıkıntı maliyetleri firma değerini olumsuz yönde etkilemeye başlar. Eğri çizgi, işletmenin piyasa değerinin işletme borçlandıkça başlangıçta nasıl arttığını ve finansal sıkıntı maliyetlerinin önem kazandıkça nasıl azaldığını göstermektedir. Optimum sermaye yapısına, ek borçlanmadan kaynaklanan vergi tasarruflarının bugünkü değeri, finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değerindeki artışla dengelendiğinde erişilmektedir (Brealey, Myers ve Marcus, 2007:418).

### II.4.2.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi

S. C. Myers (1984), Myers ve Majluf (1984) yapmış oldukları çalışmalarında finansal hiyerarşisi teorisini tanımlamışlardır. Bu teoriye göre, yatırımlarını finanse etmek isteyen işletmeler öncelikle işletme içi fonlara yani otofinansmana, daha sonra dış fonlara yani borçlanmaya ve en son olarak da hisse senedi ihracına yönelmektedirler.

Finansal hiyerarşi teorisi, işletmelerin finansman stratejilerinde içsel ve dışsal olmak üzere iki tip kaynağın olduğu görüşüne dayanmaktadır. İçsel kaynaklar hiyerarşide ilk sırada, dışsal kaynaklar ise ikinci sırada yer almaktadır. Dolayısıyla bu teori, en karlı işletmelerin neden daha az borç kullandığını açıklamaktadır. Çünkü bu işletmelerin karlılıkları yüksektir ve dış kaynağa ihtiyaç duymamaktadırlar. Karlılık oranları daha az olan işletmelerin ise yeteri kadar iç kaynağı yoktur ve bu işletmeler borçlanma yoluna gitmektedirler. Bu bağlamda finansman hiyerarşisine göre borçlanma ilk sırada yer alan dış finansman kaynağını ifade etmektedir (Brealey, Myers ve Marcus, 2007:427).

Finansal hiyerarşi teorisinin, dengeleme teorisiyle çelişen bazı sonuçları bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibidir (Gürsoy, 2012:592);

- Hedeflenmiş bir borç oranı söz konusu değildir. Borç oranı işletmenin gereksinimlerine bağlı olarak belirlenmektedir.
- Karlı işletmeler daha az borç kullanmaktadır. Bunun nedeni ise bu işletmelerin dağıtılmamış karları daha yüksektir.
- İşletmeler nakit biriktirmeyi sevmektedirler. Ne kadar fazla nakit rezervi yaparlarsa, dış kaynağa o kadar az ihtiyaç duyacaklardır. Ancak, bir işletmenin sahip olacağı serbest nakit girişlerinin bir sınırı olması gerekir. Çünkü yüksek tutarlı serbest nakit girişleri, yöneticilerle hissedarlar arasındaki temsilcilik sorunlarını arttırmaktadır.

### II.4.2.3. İşaret Etkisi (Sinyal) Teorisi

Modigliani-Miller'e göre şirketin geleceğiyle ilgili olarak yöneticiler ve yatırımcılar eşit bilgiye sahiptirler ve bu duruma simetrik bilgi denilmektedir. Fakat gerçekte yöneticiler dışarıdaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptirler ve bu duruma da asimetrik bilgi adı verilmektedir. Asimetrik bilginin optimal sermaye yapısı üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Özel bilgilerin ekonomide dolaşmasının önemi anlaşıldıktan sonra işletmelerin sermaye yapılarını, bu bilgiye ulaşma durumuna göre açıklayan sermaye yapısı teorileri oluşturulmuştur. Bu teorilerde yöneticilerin ve işletme içerisinde kendisine özel bilgiler verilen kişilerin, işletmenin kazancı ve yatırım fırsatları hakkında bilgi sahibi oldukları kabul edilmektedir. İşletmelerin sermaye yapısı seçimlerinin işletmenin içindeki kişilerin sahip olduğu bilgilerle dışarıdaki yatırımcılara sinyal (işaret) sağlayacağı düşünülmektedir (Harris ve Raviv, 1991:308).

İşletme yöneticilerinin, finansman kararları alırken, şirketin karlılık ve risk durumu ile ilgili yatırımcılara ve paydaşlara bilgi aktarımı yapmaları gerekmektedir. Yöneticiler şirketin piyasa değerini doğrudan etkileyen gelir-gider dengesine ait bilgileri açıklamak zorundadırlar. Eğer şirket kendini yüksek oranda borç ile finanse ediyorsa bu durum şirketin finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerine katlanmak zorunda kalabileceğinin göstergesidir. Bu durumda yöneticiler yüksek oranda borç ile finanse etmenin bütün gerekçelerini yatırımcılara açıklayarak şirket üzerindeki negatif algıyı pozitif çevirebilmektedirler (Van Horne ve Wachowicz, 1997:473-474).

Yukarıdaki bilgilere ek olarak işletmelerin hisse senedi sahipleri, potansiyel yatırımcılara oranla kendi yatırımlarının kalitesi ve net bugünkü değeri hakkında daha fazla bilgiye sahiptirler. Buna göre, halka açık bir işletmenin hisse senetlerinin büyük kısmı

kurucu ortakta bulunuyorsa, potansiyel yatırımcılar bu durumu olumlu bir sinyal olarak algılayacak ve bu durum da işletmenin kredibilitelerini arttırmaktadır (Sayman, 2012:61).

#### **II.4.2.4. Temsilcilik Maliyeti Teorisi**

İşletmelerde, hissedarlar karar verme yetkisini yöneticilere devreder bunun sonucunda bireysel değer maksimizasyonunu amaç edinen hissedar ile kendi çıkarını ön planda tutan yönetici arasındaki çıkar farklılıkları, temsil problemlerinin doğuşuna zemin hazırlamaktadır. Söz konusu temsil problemleri, hissedar ve yönetici arasındaki çıkar farklılığını giderebilmek için izleyici, garanti verici ve güdüleyici düzenlemelerle giderilebilir. Bu düzenlemeler sonucunda anlaşma maliyetleri ve bu maliyetlere katlanıldığı için işletme değerinde meydana gelen azalıştan kaynaklanan kayıplar temsilcilik maliyetlerini oluşturmaktadır (Turaboğlu, 2002:17).

Temsilci maliyetleri temelde firmanın hissedarları ile firmada çalışan yöneticiler arasında meydana gelen çıkar çatışmasından dolayı oluşacak maliyetleri ifade eder. İşletme temsilcileri; işletme sahipleri (hissedarlar), işletme yöneticileri ve işletmeye kaynak sağlayanlardır. Temsilcilerin bir bölümü işletme yönetiminde; diğer bölümü ise optimal sermaye yapısının oluşturulmasında en etkili gruplardır. Bu gruplar, işletme projelerinin seçiminde ve yönlendirilmesinde işletme olanaklarını kendi yönlerine çevirme çabası içerisine girdiklerinden dolayı, temsilciler arası çıkar çatışmaları oluşmaktadır. Yöneticiler riski düşürerek hareket etmek isterken, hisse senedi sahipleri riskin artıp artmamasından bağımsız olarak daha yüksek getiri elde etmek isterler. Bu açıdan bakıldığında taraflar arasında yatırım fırsatları ve risk-getiri ilişkileri aynı değildir. Bununla birlikte tarafların şirket hakkındaki bilgiye ulaşım kolaylıkları da aynı olmamaktadır (Aydın, Başar ve Coşkun, 2010:299).

Jensen ve Meckling (1976), hissedarlar ile yöneticiler arasında uyuşmazlık olacağını belirtmişlerdir. Bu durum, yöneticilerin firmanın karlı faaliyetlerinden elde edilen karın tamamına sahip olamamaları ve firmanın bu faaliyetlerinin maliyetlerinden sorumlu olmalarından kaynaklanmaktadır. Bu sebeple yöneticiler, firmanın kaynaklarını yatırımlarda kullanmaktan çok kendi menfaatlerine uygun olarak bir takım harcamalara yönlendirebilmektedirler. Bu nedenle firma, borçlanılarak yatırım yapmaya yönelirse, yabancı kaynakla finansmanda firmanın nakit ödeme yapması gerektiği için yöneticilerin yararlarına yönelik yapılacak harcamalar için gerekli olan serbest nakit akımlarını azaltacaktır. Yöneticiler ile özsermaye sahipleri arasındaki bu uyuşmazlıkların azaltılması, borcun faydaları olarak kabul edilmektedir (Harris ve Raviv, 1991:300).

İşletmelerde çıkar çatışması, firmaya yabancı kaynak sağlayanlar ile hisse senedi sahipleri arasında da yaşanmaktadır. Bu çatışmadan doğacak olan maliyetler, yabancı kaynaklar üzerinden temsilcilik maliyetleri olarak ifade edilmektedir. Temsilcilik teorisine göre; bir işletmenin tamamına sahip bir yönetici ile sadece yöneticilik görevi için işe alınan yönetici arasındaki davranışlar farklılık göstermektedir. Yöneticisinin işletmede pay sahibi olmadığı diğer bir deyişle işletmenin hisse senedi sahipleri arasında olmadığı durumda, işletme yöneticilerinin çıkarları ve hisse senedi sahiplerinin çıkarları arasında farklılıklar oluşacaktır. Böyle bir durum nedeniyle, işletme yöneticileri ve hisse senedi sahipleri arasında temsilcilik problemi oluşacak ve işletme ortaya çıkan problemler nedeniyle temsilcilik maliyetlerine katlanmak zorunda kalacaktır (Jensen ve Meckling, 1976: 312).

İşletmelerde işletme sahipleri, işletme yöneticileri ve işletmeye borç verenler kendi çıkarlarını maksimize etmek için işletmenin kararlarını etkilemektedirler. Temsil teorisi kapsamında işletmenin kararlarını etkileyen gruplardan birisi, işletme sahipleri ile işletme yöneticileri iken diğeri ise hâkim hissedar ile azınlık hissedardır. Bu gruplara yönelik

öne sürülen yaklaşımlar mevcuttur. Bunlardan biri, teşvik yaklaşımı iken diğeri ele geçirme yaklaşımıdır. Kontrol ve sahiplik ayırımına bağlı olarak ortaya çıkan temsil problemlerinin olduğu ve az sayıda hâkim hissedarın elinde bulunan yüksek sahiplik yoğunluğunun, hissedar ile yönetici arasındaki temsil maliyetlerini düşürdüğünü öne süren yaklaşım teşvik yaklaşımı olarak adlandırılmaktadır. Bir diğerk yaklaşım olan ele geçirme yaklaşımı ise hâkim hissedarın işletmeyi kontrol ettiği ve izlediği durumda, temsil problemleri azınlık grup ve hâkim hissedar arasında çıkmaktadır. Bunun sonucunda hâkim hissedarlar azınlık hissedarların görüşlerine başvurmayıp kendi kararlarını almaktadırlar (Oruç, 2012:48).





### III. BÖLÜM: KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI

Kar dağıtım politikası, şirketin finansal kararlarının içinde yer alır. Kâr payı dağıtım oranı, firmanın finansal kaynak olarak kullanacağı kazanç miktarının belirlenmesini sağlar. Ancak finansman için ayrılacak her kaynak hissedarlara dağıtılacak daha az karı ifade etmektedir. Bu sebeple temel problem hissedarlara dağıtılacak ya da sermayeye eklenecek kazançları optimal biçimde ayarlamak gerekliliğidir. Şirketin genel kar dağıtım politikasını belirlerken dikkat edilmesi gereken diğer hususlar söz konusudur. Bu hususlar; yasal düzenlemeler, likidite, firmanın kontrolü ile ilgili durumlar, kar paylarının düzenliliği, kâr payı dağıtım şekilleri ve yönetsel endişelerdir.

Bazı görüşler ileriki bölümlerde de açıklanacağı üzere kâr payı dağıtım kararının önemsiz olduğu ve firmanın değerini değiştirmeyeceği üzerinde durmaktadır. Bu görüşlere göre kâr payı dağıtmak ve daha sonra ihtiyaç halinde sermaye artırımına gitmek ile kâr payı dağıtmamak arasında bir fark olmadığı savunulmaktadır. Ancak diğer görüşler ise vergilerin, sermaye artışında hisse senedi çıkarma giderlerinin, sınırsız sermaye sağlama imkânının olmayışının ve hisse senedi sahiplerinin kısa dönem ile uzun dönem getirilerine aynı iskonto oranını uygulamayacak olmasının etkisi ile kâr payı dağıtım politikasının firmanın değerini etkileyebileceğini savunmuşlardır.

Bu durum aynı zamanda verilecek olan kararın finansman kararı mı yoksa yatırım kararı mı olduğunu belirleyecektir. Eğer bir firmanın yatırımının finansmanı ile kâr payı dağıtım arasında bir ilişki var ise, diğer bir deyişle firma sermaye piyasalarından kolaylıkla maliyetsiz olarak borçlanamıyorsa bu karar artık bir finansman kararından çok yatırım kararı olmuştur. Çünkü şirketin dağıtacağı karlar, yapacağı yatırımların tutarını azaltmakta ve bazı yatırımlardan vazgeçme gereğini doğurmaktadır.

İşletmelerin dönem sonu elde ettikleri karların büyük bir bölümünü pay sahiplerine dağıtmasına kâr payı dağıtımı (temettü) denilmektedir. İşletmeler, kâr payı dağıtırken ortakların beklentilerini karşılamak zorundadır. Ortakların beklentileri kimi zaman kâr payının dağıtılması yönünde olurken kimi zamanda dağıtılmaması yönünde olmaktadır. İşletmeler kar paylarını nakit olarak, hisse senedi ihraç ederek veya dolaşımda olan hisse senetlerini geri toplayarak dağıtılabılır. Çok az miktarda kar dağıtımı, işletmenin hisse senetleri değerleri üzerinde olumsuz etkide bulunarak hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının düşmesine yol açmakta buna bağlı olarak da hissedarların beklentileri karşılanmamaktadır.

İşletmeler kimi zaman da karının bir kısmını otofinsanman yaparak kendi bünyelerinde daha sonra yatırım yapma amacıyla saklamaktadırlar. Her işletme kendi çıkarlarına göre kâr payı dağıtımı yaptığı için her işletmenin farklı kâr payı dağıtım politikaları bulunmaktadır. Bu nedenle işletmeler, kendi finansal yapıları ve gelecekle ilgili yatırım planlarını da dikkate alarak en azından belli ölçülerde, istikrarlı ve sürekli bir şekilde kar dağıtmayı sürdürmeye çalışmaktadırlar.

Firmalar kâr payı dağıtımı yapacaklarsa da belirli faktörleri düşünmek zorundadırlar. Firmalar nakit ihtiyaçlarını, kar durumlarını, gelecekte karlılıklarında bekledikleri artış ve azalış durumlarını, yatırım projelerinin bulunup bulunmamasını, borç durumlarını, yeni hisse senedi ihraç edip etmeyeceklerini, büyüme hedeflerini ve diğer sebepleri dikkate alarak optimal bir temettü politikası belirlemeye çalışmaktadırlar.

### **III.1. Kâr Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Unsurlar**

Kâr payı ile ilgili teorilerde belirtildiği gibi kâr payı dağıtımı ile firma değeri arasındaki ilişki ile ilgili tek bir sonuç yoktur. Kâr payı ödemeleri ile ilgili ülkelerin yasal düzenlemeleri arasındaki farklılık, firmaların yatırım politikaları arasındaki farklılık, yeni

hisse senedi ihracındaki katlanılacak farklılık, yeni hisse senedi ihracındaki katlanılacak giderler ve bu giderlerdeki farklılıklar, dağıtılmamış karlar üzerinden alınan vergiler ve farklı uygulamaları, hissedarların sermaye kazancı ya da temettü geliri elde etme tercihlerindeki farklılıklar ve piyasaların etkinlik dereceleri kâr payı politikasını etkileyen başlıca faktörler arasında yer almaktadır (Ercan ve Ban, 2005:267).

Kâr payı dağıtımına karar veren işletmelerin karar verme aşamasında firma yönetimini, gerek işletme içi gerek işletme dışı bir takım sınırlamaları ve güçlükleri dikkate alması gerekmektedir. Bu durumda bir firmanın kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Özdemir, 1997: 520-522 ve Okka, 2009: 475-476):

- *Firmanın Karlılığı ve Gelir Düzeyi:* Gelir arttıkça firmalar kâr payı dağıtım oranını artırma ihtiyacı duyarlar. Gelir azaldıkça ise kar dağıtımının azalması veya hiç dağıtılmaması firmanın gündemine gelmektedir.
- *Firmanın Likidite Durumu:* Firmanın kâr payı ödemeleri için yeteri miktarda nakde ihtiyacı vardır. Yüksek oranda gelir sağlansa dahi firma yeterli düzeyde bir nakde sahip değilse kâr payı dağıtımını gerçekleştiremeyebilir. Bazen de yeterli nakit olmasına rağmen gelecek dönemlerde ortaya çıkacak nakit ihtiyacının önemli miktarlarda olması kar dağıtımını engelleyebilmektedir.
- *Yatırım Fırsatları ve İşletmelerin Büyüme İhtiyaçları:* Firmalar elde ettikleri karlarını yüksek bir gelir sağlayacak yatırım alanlarında kullanabilirler. Bu durumda firmalar kâr payı dağıtmazlar. Bunu yerine yeni yatırımlar için ellerinde bulunan nakdi işletmede bırakırlar. Aynı zamanda firma büyüme amaçlı da yatırım yapabilir. Bu durumda da elde ettikleri gelirleri büyüme amaçlı yeni yatırımlara aktarırlar.

- *Kardaki İstikrar*: Karları düzenli olan firmalar, karları dalgalanan firmalara göre daha fazla kâr payı dağıtımına imkânına sahip olmaktadır.
- *Dış Finansman Sağlama Yeteneği ve Gücü*: Sermaye piyasalarından rahatlıkla dış finansman sağlayan firmalar, diğer firmalara göre daha yüksek oranlarda kâr payı dağıtımına sahip olmaktadır.
- *Finansal Kaldıraçtan Yararlanma İmkânı*: Borç/özsermaye oranı yüksek olan firmalar riskli durumları dolayısıyla elde ettikleri karları firmada alıkoymak isterler. Böylece almış oldukları borcun anapara ve faizlerinin ödenmesini kolaylıkla sağlamış olacak ve sermaye yapılarını güçlendirmiş olacaklardır. Bu yüzden finansal kaldıraçtan yararlanan firmalar daha fazla kâr payı alıkoymaktadır.
- *Ortakların Vergi Oranları*: Gelir vergi dilimleri yüksek olan işletme ortakları, kendilerine karın dağıtılmayarak işletmede bırakılmasından yana bir tavır sergileyeceklerdir. Aksi halde kendilerine dağıtılan karlar yüksek olan vergi oranlarına tabi olacak ve ellerine geçen miktar düşecektir.
- *Gelecekle İlgili Belirsizlik*: Firmalar hakkındaki belirsizlikler yatırımcıların o firmaya güven duymasına engel olmaktadır. Bu durumda firmalar ortakların güveninin kazanabilmek için kâr payı dağıtımını yüksek tutmaktadırlar.
- *Sınırlayıcı Şartların Varlıkları*: Firmalar tarafından bazen kredi kurumları ile yapılan anlaşmalar doğrultusunda kâr payı dağıtımına bir sınır konulmaktadır. Fakat kar dağıtımını tamamen sınırlamak SPK'ya göre mümkün değildir.

- *Benzer İşletmelerin Kâr Payı Dağıtım Politikası:* Sermaye piyasasındaki halka açık şirketler devamlı incelenmekte ve diğer firmalarla kıyaslanabilmekte, kendi hissedarları kâr payı dağıtan firmalara yatırım yapabilmektedir. Bu yüzden sermaye piyasasındaki halka açık şirketler diğer şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarına duyarsız kalamamakta ve diğer şirketlerin politikaları doğrultusunda kendileri de kâr payı dağıtım politikası uygulamak zorunda kalabilmektedir.
- *Firmanın Borç Ödeme Takvimi:* Borçların vadesi geldiğinde ya yeniden borçlanılır ya da iç kaynaklarla bu borçlar kapatılır. Bu zamanlarda kâr payı ödeme miktarı azalış göstermektedir.
- *Büyümedeki Hızlılık:* Firmaların büyümesi hızlı ise daha çok yatırım yapacaklar ve daha sağlıklı yatırımlar için daha az kâr payı ödemek zorunda kalacaklardır. Bunun yanı sıra karların büyük kısmını firmada alıkoyacaklardır.
- *Enflasyon Ortamı:* Enflasyon ortamında para değeri düşecektir bu durumda ayrılan amortismanlar eskiyen sabit aktiflerin yenilenmesi için yeterli olmayacaktır. Ayrıca işletmenlerin sermaye ihtiyacı da artacaktır. Ayrıca kredi maliyeti yükselecek, firma borç sermaye bulmakta zorlanacaktır. Bu durumlarda firmalar daha az miktarda kâr payı dağıtacaktır.
- *Şirketin Holding Kuruluşuna Bağlı Olması:* Ana şirket kendi bünyesindeki firmaların kâr payı dağıtım politikasını kendi politikasına paralel isteyebilmektedir. Bu durumda ana şirket kâr payı dağıtmayacağı için firma istese de kâr payı dağıtamamaktadır.

- *Sulandırılmaya Karşı Koruma:* Eğer firma yüksek oranda kâr payı dağıtıyorsa ve ihtiyaç duyduğu fonları da yeni hisse senedi ihraç ederek elde tutuyorsa bir süre sonra yönetim hakkı sulandırılmış olacaktır. Eski ortaklar yavaş yavaş kontrolü kaybedecektir. Şirket yeni hisse senedi ihracını kontrolü altında tutuyorsa bu kez de borç sermaye bulmaya çalışacaktır. Böyle bir yol, firmanın finansman riskini arttıracak ve ortalama ağırlıklı sermaye maliyetini de yükseltecektir. Dolayısıyla bu riskleri azaltmak için firma az miktarda kâr payı dağıtacaktır.
- *Kanunla veya Sözleşme ile Yapılan Düzenlemeler:* TTK'da, SPK'da ve VUK'da şirket karlarının nasıl dağıtılacağı düzenlemiştir. Buna bağlı olarak firmalar bu kanunların sınırı içerisinde kendi kâr payı dağıtım politikasını belirlemektedir. Kar dağıtımını şirketin bu yıl ve geçmiş yıllarda elde ettiği karlardan yapılabilir. İşletme sermayesi dağıtılamaz ve firma iflas halinde ise kâr payı yine dağıtılamayacaktır.

### **III.2. Kâr Payı Dağıtım Politikaları**

İşletmeler, optimal sermaye yapılarını belirledikten sonra, özsermayenin ne kadarının yeni sermaye artışı ile ne kadarının otofinsanmanla karşılanacağı kararını vermelidirler. İşletmelerin kâr payı dağıtım politikası, elde edilen net karın ortaklar ve dağıtılmamış karlar arasındaki dağılımını belirler ve nakit kâr payı ödemeleri işletme açısından finansman kararlarının ayrılmaz bir parçası konumundadır (Akgüç, 2010:777).

Firma için kâr payı dağıtıp dağıtmayacağı, kâr payı dağıtacaksa tutarının, oranının, ne zaman, ne şekilde ve hangi miktarlarda gerçekleşeceğinin belirlenmesi gerekmektedir. Bunun yanı sıra firma tarafından dağıtılan kâr payının verimi de önemli bir diğer faktördür. Kâr payı verimi, dönem başında satın alınan bir hisse senedinin maliyetinin

ne kadarının yıl içerisinde kâr payı olarak geri alındığını ifade etmektedir (Ünlü, Bayrakdaroğlu ve Ege, 2009:147). Diğer taraftan firmaların yıllar itibariyle oluşabilecek karlardaki dalgalanmaları göz önünde bulundurarak istikrarlı bir kâr payı ödeme politikası yürütmesi, firma imajı açısından son derece önemlidir. Firmaların uyguladığı başlıca kâr payı dağıtım politikaları aşağıdaki gibidir.

### **III.2.1. Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtımı**

Sabit tutarda kâr payı dağıtımı, yıllar itibariyle elde edilen kar değişse de, dağıtılan kâr payı miktarının sabit olması esasına dayanmaktadır. Böylelikle, yatırımcılar için gelecekteki kar payları belirli hale gelmektedir. Şirketlerin her yıl sabit tutarda bir kâr payı ödemeleri bu grubu temsil eder. Ancak bu uygulamada yer almamaktadır. Böyle bir ödemenin belirsizliğini azaltmak açısından çekici bir yönü olmakla birlikte hisse senetlerinin sabit ödemeli tahvillerden farkını ortadan kaldırmaktadır. Ayrıca bu durum şirketin performansı ne olursa olsun hisse senetlerinin piyasa değerleri üzerinde bir baskı oluşturmaktadır (Brealey vd, 1997:443).

Kurumsal yatırımcılar sabit tutarda kâr payı dağıtım politikasına sıcak bakmaktadırlar. Çünkü yatırımcılar, kâr payı için riske girmekten kaçınmaktadırlar. Ayrıca hisse senetlerinin pazar değerinin ne olacağını önceden tahmin edebilen kurumsal yatırımcı, bu yatırımdan elde edeceği getiriyi de tahmin edebildiği için bu tip hisse senetlerine yatırım yapmayı daha uygun bulmaktadır (Okka, 2009:539).

### **III.2.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtımı**

Sabit oranda kâr payı dağıtımında dönem net karının sabit bir oranı kadar kar dağıtılmaktadır. Firmanın hedef bir kâr payı oranı söz konusudur. Firma karı değiştiğinde ödenecek olan kâr payı tutarı da değişmektedir (Canbaş ve Vural, 2010:336). Şirketin

karından belli bir oranda her yıl kâr payı dağıtılması anlamına gelmektedir. Diğer bir deyişle her yıl sabit bir Dağıtılan Kâr Payı / Net Kar Oranı olacak şekilde dağıtılacak kâr payı ayarlanacaktır. Şirket karındaki dalgalanmaya paralel olarak dağıtılan kâr payı da değişecektir.

Ödenecek olan kâr payı, elde edilen kâra bağlı olduğundan, yıllık kâr miktarındaki değişme kâr payı ödemelerini etkilemektedir ve her yıl yapılacak olan kâr payı ödemesi farklılık gösterebilmektedir. Bu sebeple yatırımcılar, gelecek dönemde elde edecekleri kâr payını tahmin edemeyeceğinden bu politikaya ılımlı bakmamaktadırlar (Tükenmez, 1999:1014).

### **III.2.3. Artıklar Oranında Kâr Payı Dağıtımı**

Artıklar oranında kâr payı dağıtımı, işletme tarafından yaratılan karın optimal kullanımını amaçlamaktadır. Bu politikaya göre işletmenin yatırımları için gereksinim duyacağı kaynaklar, mevcut kardan sağlandıktan sonra kalanının kâr payı olarak dağıtılmasını öngörmektedir. Bu politika firmanın borçlanma politikası ve finansman kararları ile yakından ilgilidir (Canbaş ve Vural, 2010:337). Örneğin, işletme dağıtılmayan karlarını %14'lük bir karlılık oranından tekrar yatırıma yönlendirebiliyorsa, fakat karlar kâr payı olarak dağıtıldığında hisse senedi sahibinin elde edebileceği en iyi kar oranı %12 ise bu durumda hisse senedi sahipleri firmanın karları dağıtmamasını tercih edebileceklerdir (Brigham, 1999:275).

Artık oranda kâr payı dağıtımı ile yatırımcıların varlığı birleştirildiğinde, işletmeler artık oranda kâr payı dağıtımı altında çalışmayı bileceklerdir. İşletmeler belirli bir kâr payı müşterisi grubuna giren yatırımcıları çekerler ise, işletme oldukça istikrarlı bir kâr payı politikasını korumalıdır. Bir işletme kar paylarının dalgalanmasına izin verdiği zaman



hem kâr payı isteyen hem de kâr payından kaçınan yatırımcıları kendisine çekebilecektir (Kolb ve Rodriguez, 1996:273-274).

### **III.2.4. Sabit Tutarda Kâr Payı ve Ek Kâr Payı Dağıtımı**

İşletmeler bu tür kar dağıtım politikasında asgari tutarı saptamakta, her yıl net kar durumuna göre bu asgari tutara eklemeler yapmaktadırlar. Diğer bir deyişle bu tür kar dağıtım modellerinde şirketler, kendilerine belli bir kar dağıtım tutarı belirleyip bunun üstüne her yıl net kar durumuna göre belirli bir düzeyde eklentiler yapmaktadır. Böylelikle dağıtılan kar payları belli bir sınırın altına düşmemek üzere dalgalanmaktadır. Böylelikle hissedarlar, her yıl en azından sabit bir getiriye garantilemiş olmaktadır (Akgüç, 2010:791).

Bu politikada bazı işletmeler sabit tutarda kâr payı kısmını cazip olarak belirlemekte ve ek kâr payı kısmını ise yatırımcılar için bir ödül niteliğinde sunmaktadır. Bu durum da işletmenin hisse senedi fiyatına olumlu etki etmektedir (Okka, 2009:539).

### **III.3. Kâr Payı Dağıtım Şekilleri**

Kâr payı dağıtım şekli denildiği zaman akla ilk olarak nakit olarak yapılan dağıtım gelse de işletmeler farklı şekillerde kâr payı ödemesi yapabilirler. Bunlar; nakit olarak yapılan kâr payı dağıtımı, hisse senedi şeklinde yapılan kâr payı dağıtımı ve hisse senedi geri alınması yoluyla yapılan kâr payı dağıtımı olarak karşımıza çıkmaktadır.

#### **III.3.1. Nakit Olarak Yapılan Kar Dağıtımı**

Şirketler elde ettikleri karları genelde nakit olarak dağıtmaktadırlar. Bu ödeme, en çok görülen ödeme türüdür. Düzenli nakit kar payları, ekstra kar payları, özel kar payları, tasfiyede kar payları olmak üzere farklı biçimlerde ödenmektedir (Ross, Westerfield ve Jaffe 2005:502).

Özellikle halka açık firmaların kâr payı ödemeleri belirli bir plan dâhilinde olmaktadır. Kâr payı ödemeleri yılda bir defa, yılda iki defa ya da her üç ayda bir olmak üzere farklı zamanlarda yapılabilmektedir. ABD gibi gelişmiş ülkelerde yılda dört defa nakit kâr payı ödemesi yaygınken Türkiye’de yılda bir defa kâr payı ödemesi yaygındır. Bunlar düzenli nakit kar paylarını oluşturmaktadır. Bazı durumlarda ise firmalar düzenli nakit kar paylarının yanında ekstra nakit kar payları da verebilirler. Bunun süreklilik göstermediği ve yatırımcılarda da tekrarlanacağı beklentisi yaratmayan kar payları, ekstra kâr payı olarak adlandırılmaktadır. Özel kar payları ise ekstra kar paylarına çok benzemekle beraber sıra dışı kar payları olup işletmenin sıra dışı bir olaya istinaden bir defaya mahsus ve tekrarı olmayacak kâr payını ifade etmektedir. Son olarak tasfiye kâr payı ise işletmenin tamamen ya da kısmen satılması ya da tasfiye edilmesi durumlarında ödenen kâr payını oluşturmaktadır (Canbaş ve Vural, 2010:339; Ercan ve Ban, 2005:262-268 ve Ross, Westerfield ve Jaffe 2005:502).

### **III.3.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Kar Dağıtımı**

Firma nakit ihtiyacı duyuyorsa veya gelecekteki yatırım politikaları nakde ihtiyaç duyuyorsa, firma kâr payını hisse senedi olarak dağıtabilmektedir. Bu hisse senedi yeni ihraç edilen hisse senedir. Ortaklara pazar değerinin altında bir değer üzerinden verilir. Böylece ortağa sağlanan sermaye kazancı ile getiri oranı da yükselmiş olur. Genellikle büyüyen firmalar bu durumu tercih etmektedirler (Okka, 2009:479).

Bazen işletmeler, dağıtılmayan karlar ile isteğe bağlı yedekler (olağanüstü yedekler) karşılığında yeni hisse senedi çıkararak ve bunları bedelsiz olarak pay sahiplerine dağıtma yolunu seçerler. Bazen de işletmelerin, özsermaye artışı karşılığında bedelsiz pay senedi dağıtmaları mümkün olmaktadır. Ancak ikinci durumda özsermayeyi oluşturan pay sahipleri açısından oy dağılımında herhangi bir değişme söz konusu olmayacaktır. Kâr payı

olarak bedelsiz hisse senedi dağıtımında ortaklar ilave pay senedine sahip olma dışında başka bir şey elde etmemekte ve yine oy dağılımında herhangi bir değişme söz konusu olmamaktadır. Ancak bedelsiz hisse şeklinde kâr payı dağıtımı, finans dilinde sulanma etkisi adı verilen bir etkilenmeden dolayı pay senedi piyasa fiyatlarında, bedelsiz dağıtma oranı kadar bir düşüşe neden olmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:269-270).

Kar paylarının bu yolla ödenmesi, hisse senedinin bölünmesi (Stock Split) konusuna benzemektedir. Hisse senedi bölünmesi, firmanın hisse senetlerinin piyasadaki fiyatlarının yükselmesi durumunda hareket kabiliyetlerinin artırılması amacıyla bölünerek fiyatlarının düşürülmesi işlemidir. Örneğin bire ikilik bir bölünmede bir yatırımcı halen elinde bulunan her hisse için bir ek hisse alır. Sonunda yatırımcının elinde bir yerine iki hisse senedi olur. Dolayısıyla bire ikilik bölünme ile kâr payı, yüzde yüzlük bir kâr payı dağıtımına benzemektedir. Her iki durumda da mevcut hisse senedi sayısının ikiye katlanması ile sonuçlanır fakat elindeki toplam varlık miktarı ve toplam piyasa değeri değişmemektedir (Brealey vd, 2001:440-441).

### **III.3.3. Hisse Senedi Geri Alınması Yoluyla Kâr Payı Dağıtımı**

Firma hisse senetlerini alarak sermaye azaltımına gitmektedir. Hisse senedi sayısı azaldığı için de hisse başına kar artmakta, ortaklar kâr payı almasalar dahi senetlerin pazar değeri artacağı için sermaye kazancı artacaktır. Şirketin satın aldığı hisse senetleri büyüme birleşme işlemlerinde kullanılmaktadır (Okka, 2009: 479).

Hisse senetlerinin geri alınması firmaca (Treasury Stock) kasa stoku olarak adlandırılır ve bu firma tarafından geri alınır. Mevcut hisse senetlerinden bir kısmı geri satın alındığında ve kasa stoku oluşturulduğunda, geri kalan hisse senedi sayısı azalacak, azalma sonucunda kalan hisse senetlerinin değeri artacaktır. Bu durumda kar payları, sermaye kazancı olarak yansımış olmaktadır. ABD’de firmalar kendi hisse senetlerini bu yolla

azaltma yoluna son yıllarda rağbet etmektedirler. Hisse senedi geri satın alınması gerçekte firma gelirinin hissedarlara dağıtımıdır. Fakat bu dağıtım kâr payı olarak değil hisse senedi sayısı azaltılarak yapılmaktadır (Ercan ve Ban, 2005: 268-269).

Hisse senedinin geri alınması yoluyla yapılan kâr payı ödemesi üç şekilde yapılmaktadır. İlki, firma hisseleri kendinin aldığı açıklamadan alımı gerçekleştirir. İkincisi ise firma tüm hissedarlara belirli bir fiyat üzerinden sabit sayıda hisse senedini geri almak için gönüllü olduğunu duyurur (Tender Offer). Son olarak da firma belirli hissedarlardan hisse senetlerini alacağını duyurarak kâr payı ödemesini gerçekleştirmektedir (Targeted Repurchase) (Ross, Westerfield ve Jaffe 2005:510).

#### **III.4. Kâr Payı Dağıtım Politikası ile İlgili Teoriler**

Firma yatırım kararı aldığı anda öncelikli olarak hedef sermayesini belirlemekte ve bunu finanse etmektedir. Daha sonra yatırımlarını finanse ederken otofinansmanla mı yoksa dış kaynaklarla mı yapacağına karar vermelidir. Firma eğer dış kaynak bulmada zorlanıyorsa veya yabancı kaynak maliyeti çok yüksek olursa az miktarda kâr payı dağıtma eğiliminde olacaktır (Okka, 2009:474). Firmalar kâr payı ödemelerini azaltırlarsa hissedarlar bundan etkilenecektir. Bilindiği üzere hissedar servetini, hisse senetlerinin piyasa değerinin yanı sıra kar payları da oluşturmaktadır. Kâr payı teorisi altında finansal yönetimin amacı, hisse senetlerinin fiyatını maksimize etmektir. Böylece hissedar beklentileri ve firma değeri maksimum olacaktır (Diacogiannis, 1993:623).

Firmaların kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerinde etkisi olup olmadığını tartışan bazı yaklaşımlar vardır. Bu yaklaşımlar, MM'in Kâr payı İlintisizliği Teorisi, Eldeki Kuş Teorisi, Vergi Farklılığı Teorisi ve Walter Teorisidir.

### III.4.1. Modigliani-Miller (MM) Kâr Payı İlintisizlik Teorisi

Modigliani-Miller (1961), kâr payı ilintisizliği teorisi ile mükemmel piyasa koşullarında kâr payı politikasının firma değeri üzerinde etkili olmadığı, firmanın kâr payı ödeyip ödememesinin hisse senedinin piyasa fiyatını ya da getirisini etkilemeyeceği görüşünü ileri sürmektedir. Bu görüşe göre hisse senedi yatırımcısı kâr payı dağıtılması ve karın alıkonulması (alıkonulan karla yaratılan sermaye kazancı) arasında kayıtsızdır. Başka bir deyişle gelirin nakit kâr payı ödemesi şeklinde elde edilmesi ile hisse senedi değer artışı şeklinde elde edilmesi arasında yatırımcı açısından fark bulunmamaktadır. Çünkü yatırımcı nakit istiyorsa hisse senedini satarak nakit elde edebilir. Nakit kâr payı alan ama nakde ihtiyacı olmayan bir yatırımcı ise kâr payını hisse senedini satın almak için kullanabilir. Bu nedenle kâr payı politikasının firma değeri üzerinde etkisi yoktur. Firma değeri sadece firmanın riskine ve varlıkların kazanma gücüne göre değişmektedir (Canbaş ve Vural, 2010:320).

MM iddialarını bir takım varsayımlara dayandırmıştır. Bu varsayımlar;

- Gelir ya da kurumlar vergisi yoktur,
- İhraç ya da işlem maliyetleri yoktur,
- Finansal kaldıracın sermaye maliyeti üzerinde hiçbir etkisi yoktur,
- Yatırımcılar ve yöneticiler firmanın geleceği konusunda aynı bilgilere sahiptir,
- Karın kâr payı ve dağıtılmayan kar arasında dağılması, firmanın özsermaye maliyeti ve bir firmanın sermaye bütçelemesi politikası kâr payı politikasından bağımsızdır.

Bu varsayımlar gerçek hayat ile tam anlamıyla uyuşmamaktadır. Çünkü işletmeler gelir vergisi ödemekte, ihraç maliyetlerine katlanmakta, yöneticiler dışarıdaki

yatırımcılara göre firmanın geleceği ile ilgili daha fazla bilgiye sahip olabilmektedir (Brigham, 1999:267).

Teoriyi örnekle açıklamak gerekirse, bir firmanın yatırım programını belirlendiğini varsayalım. Firma yatırımının bir kısmını borç ile geri kalanını da dağıtılmamış karlardan finanse etmeye karar verdiğini düşünelim. Artan para da kar dağıtımında kullanılacaktır. Firmanın yatırım politikası değiştirilmeden kâr payı ödemesini arttırması bekleniyorsa; bu durumda firma borçlanmasını sabit tutarsa, ek kâr payını finanse edebilmesinin tek yolu hisse senedi ihraç etmektir. Hisseleri maliyeti kadar bir değerle ihraç edebilirse, yeni hissedarlar paralarıyla ortak olacaklardır. Fakat firmanın varlıkları ile karları değişmezken bu nasıl mümkün olmaktadır. Bunun yanıtı ise firmanın gelecek kâr payı ödemelerinden bir kısmının önce eski hissedara gidecekken şimdi yeni hissedarlara gidecek olmasıdır. Eski hissedarlar bu durumda firmanın gelecekteki kar paylarında azalmış bir paya sahip olacaklarından, bir sermaye zararına katlanırlar. Bu sermaye zararı da aldıkları ekstra kâr payının karşılığı olacaktır. Eski hissedarlar ayrıca hisselerini satarak da nakit sağlayabilirler. Dolayısıyla eski hissedarlar, gerek yönetimi daha yüksek bir kâr payı ödemeye ikna ederek, gerekse de hisselerini satarak nakit elde edebilirler. Kısacası yatırımcıların nakit elde edebilmek için kâr payı ihtiyaçları olmadığından dolayı kar paylı hisse senetleri için daha yüksek fiyat ödemeyeceklerdir. Bu da MM'nin kâr payı ilintisizliği önermesi olarak karşımıza çıkmaktadır (Brealey vd., 2001:445-446).

#### **III.4.2. Eldeki Kuş Teorisi**

John Linter (1962) ve Myron Gordon (1963), kâr payı dağıtım politikasının firma değerini etkilediğini, çünkü kâr payı dağıtımını azalmasının sermaye maliyetini arttırdığını öne sürmektedir. Yatırımcıların kar paylarındaki beklenen 1 birim değeri, sermaye kazancından beklenen 1 birimden daha fazladır. Çünkü yatırımcıların kâr payı

geliri elde etmeleri daha belirli iken, sermaye kazançları daha uzun süren bazı koşullara bağlıdır. Firma kâr payı dağıtmayıp kazancını firmaya bırakırsa kazancın yeniden yatırıma dönüşmesi, yatırımdan yeni kazançların elde edilmesi daha uzun süre alacak ve risk taşıyacaktır. Bu nedenle yatırımcılar kâr payı gelirini sermaye kazancına tercih edeceklerdir. Burada kâr payı geliri eldeki kuş olurken sermaye kazancı ise daldaki kuştur. Bu teoriye göre eldeki bir kuş daldaki iki kuşa her zaman tercih edilmelidir. Gordon ve Linter kâr payı getirisinin daha az riskli olduğunu dolayısıyla da özsermaye kazancına ağırlık verildikçe sermaye maliyetinin artacağını kabul etmektedir (Ercan ve Ban, 2005:262 ve Akgüç, 2010:780-781).

Bu modele göre optimum kâr payı dağıtım politikası şirketlerin yeni yatırımlarının karlılığı ( $r$ ) ve ortakların yeni yatırımlardan bekledikleri kar oranı ( $k$ ) arasındaki ilişkiye bağlıdır.

- Eğer  $r < k$  ise; yatırımcılar kâr payını tercih edeceklerdir. Çünkü kendi beklentileri ile şirketin yaratacağı nakit akımı birbiriyle örtüşmemektedir
- Eğer  $r > k$  ise; yatırımcılar kendi beklentilerinin üstünde nakit akımı yaratacak firmayı kâr payının dağıtılmaması konusunda destekler.
- Eğer  $r = k$  ise; yatırımcılar kâr payı ve sermaye kazancı arasında kararsızdırlar. Ancak daha sonraki özetlerinde yatırımcıların gelecekteki nakit akımlarını aynı ( $k$ ) iskonto oranı ile iskonto etmeyeceklerini, belirsizliğin de etkisi ile uzayan yıllarda belirsizlikle beraber risk artacağından daha büyük bir ( $k$ ) ile iskonto edeceğinden bahsetmiştir (Akgüç, 2010:780).

### III.4.3. Vergi Farklılığı Teorisi

Kâr payı kazançları genellikle dönem sonunda vergilendirilirken, sermaye kazançları hisse senedi satıldıktan sonra kazanç elde edildiğinde vergilendirilmektedir. Çoğu ülkede sermaye kazancı ve kâr payı farklı oranlarda vergilendirilmektedir. Sermaye birikimi teşvik edilmek istendiğinden, kâr payı kazançlarına daha yüksek vergi uygulanarak otofinansman özendirilmektedir. Böylece eldeki kuş teorisinin aksine vergi farklılığı teorisinde, düşük kâr payı dağıtım politikasının sermaye maliyetini düşüreceği ileri sürülmektedir. Ayrıca sermaye kazancının vergilendirilmesi hisse senedinin satışı yapıldığında olacaktır. Bu birikim sahipleri açısından vergi ödemesinin ileri bir tarihe ertelenmesi anlamına gelmektedir. Bu nedenle, kâr payı ve sermaye kazançları vergi oranları aynı dahi olsa, yatırımcı düşük oranda kâr payı dağıtımını tercih edecektir (Canbaş ve Vural, 2010:327).

Yatırımcıların ve aynı zamanda hissedarlığın alacağı kararlarda vergiler önemli yer tutmaktadır. Birçok ülkede vergi yasaları, yatırımcıların ve hissedarların elde ettiği kâr payı üzerinden belirli oranda vergi ödemesine tabi tutmaktadır. Bu vergi yüküne katlanmak istemeyen yatırımcılar, kar paylarının dağıtılmayıp, işletme bünyesinde alıkoyulmasını istemektedir. Sermaye kazançlarının kâr payı kazançlarına göre daha düşük bir oranda vergilendirilmesi ve sermaye kazançlarına uygulanacak verginin hisse senetlerinin satıldığı ana kadar ertelenebilmesinden dolayı yatırımcılar, düşük oranda kâr payı dağıtılmasını talep edebilmektedir (Tükenmez, 1999:1008).

### III.4.4. Walter Teorisi

James Walter tarafından 1956 yılında geliştirilen bir yaklaşımdır. Kâr payı dağıtımını ve hisse senedi arasındaki ilişkiyi açıklayan en eski teorilerden biridir. Walter'a göre, hisse senedi fiyatını etkileyen iki önemli faktör vardır. Bir tanesi kâr payı diğeri ise



alıkonulan kar payları üzerinden elde edilen getiri oranı ile özsermaye sahiplerinin beklediği getiri oranı arasındaki ilişkidir.

Bu modele göre eğer firmanın alıkonulan karlarının getiri oranı, hissedarların beklediği getiri oranından (özsermaye maliyetinden) büyükse, karların alıkonulmasının hissedarlar için daha iyi olacağını, kâr payı düşük olsa bile hisse senedinin piyasa değerinin artacağını göstermektedir. Bu durumda hissedarlar karların daha fazla oranda alıkonulmasını isteyecektir. Ters durumda, yani alıkonulan karların getiri oranı hissedarların beklediği getiri oranından düşük olduğunda, hisse senedinin piyasa değeri düşük olacaktır. Bu durumda hissedarlar paylarını alternatif yatırımlarda, firmanın yatırımlarından daha yüksek oranda getiri sağlayacak alternatif yatırımlarda değerlendireceklerdir (Canbaş ve Vural, 2010:326).

Walter formülü olarak adlandırılan ve kâr payı politikasında bu ilişkiyi ilk vurgulayan çalışmalardan biri olan aşağıdaki hesaplama ile hisse senedi pazar fiyatı, hisse başına kar, dağıtılmayan kâr payı, firmanın getirisi ve piyasa getirisi ilişkisi açıklanmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:258).

$$P = \frac{D + \left(\frac{r_i}{r_m}\right)(E - D)}{r_m}$$

P= Hisse senedinin pazar fiyatı

D= Hisse başına ödenen kâr payı

E= Hisse başına kar

$r_i$  = Firmanın yatırımlarının getirisi

$r_m$ =Piyasa getiri oranı

### III.5. Kâr Payı Dağıtım Politikasında Yeni Yaklaşımlar

Kâr payı dağıtım politikalarında yukarıda bahsettiğimiz kâr payı yaklaşımlarının yanı sıra gerçek hayatta etkilerinin ortaya çıktığı yeni yaklaşımlar da bulunmaktadır. Literatürde geniş yere sahip olan işaret teorisi (sinyal teorisi) bu yaklaşımların başında gelmektedir. İşaret teorisi asimetrik bilgi kavramı ile var olmaktadır. Bu yüzden asimetrik bilgi ve işaret teorisi bir başlık altında incelenecektir. Kâr payı dağıtımında hissedarlar ile yöneticilerin arasında fikir ayrılığının olması nedeniyle, kâr payı dağıtım politikalarındaki yeni yaklaşımlarda temsil sorunu ortaya çıkmakta bu da yeni yaklaşımlar arasında temsil teorisini de açıklama gereksinimi doğurmaktadır. Son olarak da kâr payı dağıtımında yeni bir yaklaşım olan müşteri etkisine de aşağıda yer verilmiştir.

#### III.5.1. Asimetrik Bilgi ve İşaret (Sinyal) Teorisi

Finansal piyasalarda işlem gerçekleştirilen aktörlerden bir taraf, diğerine göre daha fazla bilgiye sahip olmakta ya da birbirleri hakkında aynı düzeyde bilgiye sahip olamamaktadır (Mankiw, 2001 ve Mishkin, 1991). Bilgi avantajına sahip olan taraf bu avantajı kendi lehine, karşı tarafın ise aleyhine kullanmaktadır. Dolayısıyla bu durum piyasa dengesinin bozulmasına neden olmaktadır (Tükel, 2010:103). Asimetrik bilgi, finansal sistem içerisindeki birimlerin farklı bilgi kümelerine sahip olmaları şeklinde ifade edilebilmektedir (Ersel ve Sak, 1996:305).

Etkin olmayan piyasalarda, yatırımcı ve işletme yöneticisi arasında asimetrik bilgi dağılımı söz konusudur. Dağıtılan kar payları işletmelerin mevcut ve gelecek dönemdeki karları hakkında güvenilir bilgi kaynağı olarak kabul edilmektedir. Yöneticiler, işletmenin mevcut ve gelecekteki karlılığının gerçek durumu hakkında yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu bağlamda kar paylarının bilgi verme özelliği, kar dağıtımlarının hisse senedi fiyatlarını etkilemesine sebep olmaktadır (Pekkaya, 2006:192).

Asimetrik bilgi sorunu asimetrik bilgi maliyeti yaratabilir. Diyelim ki firma yatırımlarını otofinansmanla sağlayacaktır. Bu durumda hissedarlar daha fazla beklenti içerisine gireceklerdir. Çünkü yeni yatırımlar için kar paylarından vazgeçtikleri için yeni yatırımlardan elde edecekleri kazancın vazgeçtikleri kar paylarından daha fazla miktarda olmasını isterler. Kimi hissedarlar ise kâr payı alıkonulmasının firmanın nakit girişi olmadığından dolayı düşünebilir. Firmanın asıl düşüncesi doğru yorumlanmadığında asimetrik bilgi maliyeti daha da fazla artmaktadır. Fakat yatırımların finansmanı borç verenler tarafından sağlanıyorsa asimetrik bilgi maliyeti daha az olmaktadır. Çünkü borç verenler paralarını geri aldıkları süre boyunca firmanın aldığı kararları yanlış anlama riskleri olmayacaktır. Böylelikle borcun maliyeti daha düşük olacaktır. Borç alan firmanın hisse senedi fiyatı asimetrik bilgidan yaratacağı maliyetten daha az olması nedeni ile firmanın hisse senetlerinin değerinde artış bile görülebilmektedir (Ouiry vd., 2005: 677).

Kar payları yatırımcılar tarafından, işletmenin gelecekle ilgili görüşlerinin, işletmenin gelecekte karlılığı hakkındaki beklentilerinin bir işareti olarak algılanmaktadır. Bu nedenle kar paylarının azaltılması, yatırımcı tarafından kötü bir haber olarak algılanır ve hisse senedinin fiyatının düşmesine sebep olur. Kar paylarının yükseltileceği haberi ise yatırımcılar tarafından gelecek dönemlerde hisse senedinin değerinin artacağı şeklinde algılanır ve hisse senedinin fiyatının yükselmesi yönünde etki yapmaktadır (Canbaş ve Vural, 2010:331).

Her şeye rağmen yatırımcılar firmanın almış olduğu kararları farklı yorumlayabilmektedir. Bu nedenle alınan her bir kararın yatırımcıya gönderdiği bir sinyal vardır. Bu durumda sinyal teorisinin asimetrik bilgi ışığında ortaya çıktığı görülmektedir. Sinyal teorisinin iki varsayımı söz konusudur. Bunlardan ilki, bütün paydaşların aynı bilgiye ulaşamayacağıdır. Bir başka deyişle yöneticilerin yatırımcılardan daha çok bilgiye sahip

olduğudur. Diğer varsayım ise herkesin aynı bilgiye sahip olması bile aynı yollardan bu bilgileri aldığı anlamına gelmemektedir. Çünkü piyasalarda gözlemler hızlı bir şekilde değişim göstermektedir. Bundan dolayı bilgilerin adil olarak paylaşılması gerçekçi değildir (Ouiry vd., 2005: 645).

### **III.5.2. Temsil Teorisi**

Yönetici ve hissedarlar arasındaki asimetrik bilgi aynı zamanda temsil problemini ortaya çıkarmaktadır. Temsil teorisi, karar alma aşamasında hissedarlar ile yöneticiler arasındaki sorumluluğu açıklamaktadır. Finansal yönetici hissedarın tayin ettiği kişidir ve hem hissedarlar için hem de kredi verenler için vekil görevini üstlenmektedir.

Hissedarlar, yöneticiden kendi servetlerini maksimize etmelerini isterken kredi verenler ise kendi borçlarına karşı yöneticinin alacağı kararlara kısıtlama getirebilmektedir. Örneğin kredi verenler borçları ödenene kadar ya da kısmen ödenene kadar kâr payı dağıtımını engelleyebilir. Böylece alacağını garanti altına alabilir. Yöneticinin karar almasını engelleyerek kısıt koymak hissedarlar için maliyet oluşturabilir ve buna bağlı olarak da firma değeri azalabilir (Pike ve Neale, 1993:512). Başka bir deyişle firma kâr payını dağıtmayarak borcunu öderse bu durumda hissedarların servetinden borç verenlere transfer yapmış olacaktır. Firma borcunu ödemeyip de kâr payı dağıtırsa borç verenlerin servetinden hissedarlara transfer yapmış olacaktır. Her iki durumda da kâr payı hissedarlar ile borç verenlerin servetinin birbirlerine transferine neden olmaktadır (Ross, Westerfield ve Jaffe 2005:521).

Temsil teorisine göre bazı temsil maliyetleri de oluşacaktır. Yöneticinin kontrol edilme maliyeti (denetleme sistemi, performans değerlendirmesi gibi), yıllık raporların basılması gibi oluşan maliyetleri iflas maliyetleri bu maliyetler arasında yerini almaktadır. Kâr payı dağıtımında temsil teorisinin etkisine bakılır ise; borç verenler firma kar dağıtmayıp

borçlarını ödemesini isterler. Hissedar ise kendi çıkarlarını düşünerek daha çok yatırım ve daha çok kazanç beklerler. Yatırım olmayacaksa ya da beklentiyi karşılamayacaksa kâr payı dağıtımını beklerler. Yönetici ise riskli kısmını da düşünmektedir. Buradan da anlaşılacağı üzere üç paydaş da kendi çıkarları doğrultusunda kararlar almakta ve kendi kararlarının uygulanmasını istemektedir (Ouiry vd., 2005:648,771).

### **III.5.3. Müşteri Etkisi**

Müşteri etkisi, Modigliani - Miller tarafından 1961 yılında ortaya atılmıştır. Her firmanın farklı kâr payı dağıtım politikası bulunmaktadır. Kimisi yüksek ödeme yaparken kimisi de düşük ödeme yapmaktadır. Firmanın uyguladığı kâr payı dağıtım politikası, yatırımcıları da etkilemektedir. Örneğin, düşük gelire sahip olan yatırımcılar ihtiyaçları için yüksek kâr payı ödemesi talep edecekken yüksek gelire sahip olan yatırımcı ise vergiden kaçmak için düşük ödeme tercih edecektir. Bu durumda kendi isteklerine göre hareket eden firmaya yatırım yapacaktır. Müşteri etkisi söz konusu olduğunda eğer müşteri politikadan memnun değilse başka firmaya yatırım yapacaktır. Geçiş işlem ücreti olacağından dolayı da kazanayım derken kaybedebilecektir. Bu yüzden sadece yatırımcılar politikadan memnun değilse fiyat değişecektir (Diacogiannis, 1993:632-633).

Geçiş işlem ücretleri ise yeni firma arama maliyetleri, hisseler satıldığında komisyon maliyeti, daha ucuz komisyon maliyeti arama, yapılanma için beklerken faiz kaybı, borsaya kote edilmemiş firmanın hisse senetlerini satma zorluğu gibi ücretler olarak sayılabilir (Pike ve Neale, 2009:465).

Yüksek oranda kâr payı ödemesini tercih edenler, sermaye kazancını tercih edenler ve sermaye kazancı ile kâr payı ödemesi arasında kayıtsız kalanlar olmak üzere üç grup yatırımcı vardır. Yüksek oranda kâr payını tercih edenler, kâr payı dağıtımını yüksek olan firmaların, sermaye kazancını tercih edenler ise karı alıkoyma oranı yüksek olup tekrar

yatırımda değerdendiren firmaların hisse senetlerinde yatırım yapacaklardır. Kayıtsız kalanlar ise her iki firmanın da hisse senetlerini talep edeceklerdir (Canbaş ve Vural, 2010:331).



**IV. BÖLÜM: SAHİPLİK YAPISININ SERMAYE YAPISI VE KÂR PAYI  
DAĞITIM KARARLARINA ETKİSİNE YÖNELİK BORSA İSTANBUL 30  
ENDEKSİ'NDE BİR ARAŞTIRMA**

Çalışmanın son bölümü olan uygulama bölümünde, Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketlerin sahiplik yapılarının sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarına olan etkisi incelenmiştir. Öncelikle araştırmanın amacı, kapsamı, veri seti, kısıtları, yöntemi ve önemi açıklanmıştır. Sonrasında araştırmada kullanılan değişkenler, oluşturulan hipotezler ve modellere yer verilmiştir. Son olarak ise yapılan analiz neticesinde elde edilen bulgular ve bu bulgulara ilişkin değerlendirmeler yapılmıştır.

**IV.1. Literatür Taraması**

Sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalar;

Kim ve Sorenson (1986), ABD'deki endüstri işletmelerini kapsayan çalışmalarında, yönetici sahipliği türünün çok görüldüğü işletmelerin diğer işletmelere göre daha yüksek borçlanma oranlarına sahip olduğunu söylemişlerdir. Ortaya çıkan bu sonucu iki sebebe bağlamışlar ve bu nedenlerden ilkinin işletmenin kontrol edilmesi olarak göstermişler ve yönetici sahipliğinin bulunduğu işletmelerde yapısının sulanmasının önüne geçebilmek amacıyla, yeni ortak edinilmesine sıcak bakılmayacağı, bunun da borçla finansmanı artıracığını öne sürmüşlerdir. İkinci neden olarak ise yöneticiler kendileri de zarar görmemek için işletmenin yaptığı sözleşmelere tam olarak uyacağı ve durumda işletmenin daha kolay borçlanma ihtimaline sahip olacağını belirtmişlerdir.

Barton ve Sundaram (1989), tarafından yapılan çalışmada sermaye yapısının paydaşlar teorisi kapsamında nasıl etkilendiği incelenmiştir. Araştırmada karlılık, işletmenin büyüklüğü, satışların büyümesi, stoklar ile maddi duran varlıkların toplamının toplam

varlıklara bölünmesi ile hesaplanan varlıkların yapısı, faaliyet karının değişkenliği ile hesaplanan işletmenin riski vergi etkisi ve paydaşların etkisi bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Paydaşların etkisi ise araştırma geliştirme giderlerinin toplam satışlara olan oranı ile ölçülmektedir. Araştırma sonuçlarına göre, şirketlerin paydaşlarının özelliği ile finansman kararları arasında bir ilişki olduğu saptanmıştır ve sermaye yapısı paydaşların aldığı kararlardan doğrudan etkilenmektedir.

Agrawal ve Nagarajan (1990), ABD'deki işletmeler üzerinde yaptıkları çalışmada, aile şirketlerinde aile ilişkilerinin yoğun olmasından dolayı aileden kişiler üst yönetimde yer almaktadır. Bu durum ise yönetici sahiplik yapısının işletmelerde daha fazla görülmesine sebep olmaktadır. Bu çalışmaya göre oy haklarının kontrolü ile yöneticiler arasındaki ailesel ilişki, kaldıraç oranını azaltıcı etki yapmaktadır.

Bathala, Moon ve Rao (1994), çalışmaların da kurumsal sahipliğin, borç kullanımı ve yönetici sahiplik üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışma kapsamında iki model kurulmuştur. Birinci modelde bağımlı değişken olarak kaldıraç oranı alınmış olup bağımsız değişkenler olarak ise kazanç volatilitesi, varlık büyümesi, kurumsal sahiplik ve yönetsel sahiplik büyümesi, maddi olmayan varlıklara yönelik masraflar ve vergi kalkanı alınmıştır. İkinci modelde ise bağımlı değişken olarak yönetsel sahiplik büyümesi alınmış olup bağımsız değişkenler olarak hisse senedi getiri volatilitesi, varlık büyümesi, maddi olmayan varlıklara yönelik masraflar, işletme büyüklüğü, kurumsal sahiplik ve borçlanma oranı modele dahi edilmiştir. Bunun sonucunda, kurumsal sahiplik ile borç kullanımı ve yönetsel sahiplik arasında negatif yönde bir ilişki olduğu tespit edilmiş ve kurumsal yatırımcıların yöneticilerin izlenmesinde etkileri olduğunu bunun da temsil maliyetlerini düşürdüğünü belirtmişlerdir.



Pushner (1995), tarafından yapılan çalışmada Japonya'da kurumsal yatırımcı mülkiyetinin firmaların sermaye yapısı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmaya göre, kurumsal yatırımcıların sahip olduğu şirketlerin diğer şirketlere göre sermaye yapılarını daha az yabancı kaynak kullanarak finanse etmeyi tercih etmekte olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Zhang (1998), çalışmasında sahiplik yapısı ile kaldıraç arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu ve bunun sebebinin de ortakların riskten kaçınması olduğunu ifade etmiştir. Sahiplik yapısında ki yoğunlaşma ortaklardan kaynaklanan riski artırmakta ve bu riskten kaçınılmaya çalışılması işletmenin yapmış olduğu yatırımları verimsizleştirmektedir. Bu nedenle borçlanarak hâkim ortağın maruz kaldığı risk düşürülmeye çalışılmalı ve borç yatırımların etkinliğinin sağlanmasında araç olmalıdır.

Mehran, Taggart ve Yermack (1999), tarafından yapılan çalışmada yönetici sahipliğinin işletmenin finansal kararları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bağımlı değişken olarak toplam yabancı kaynakların, sermayenin piyasa değeri ve toplam yabancı kaynaklara oranı kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak ise faaliyet karının toplam varlıklara oranı, temettülerin özsermayeye oranı, faaliyet karının toplam varlıklara oranının standart sapması, yabancı kaynakların tahmini piyasa değerinin toplam yükümlülüklerin tahmini piyasa değerine oranı, satışların doğal logaritması, piyasa değerinin defter değerine oranı ve vergi oranı kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucuna göre yönetici sahipliği ile finansal kararlar arasında pozitif ilişki saptanmış olup hisse senedi içerisinde yöneticilerin payının artmasıyla işletmenin daha fazla borçla finanse yoluna gideceği sonucuna ulaşılmıştır. Bunun altında yatan temel sebebinde yöneticilerin işletme üzerindeki kontrol gücünü korumak istemesi olduğu belirtilmiştir.

Wiwattanakantang (1999), Tayland borsasında işlem gören işletmeler üzerinde yaptığı araştırmada, işletme sahiplerinin genellikle yöneticiler olduğunu veya kontrolün

hâkim ortakların elinde olduğunu veya yönetimin ailelerde olduğunu ileri sürmüş ve tek bir aile tarafından yönetilen işletmelerin yüksek oranda borç kullandıklarını belirlemiştir. Yönetici sahipliği ile kaldıraç arasında pozitif ilişki olmadığı belirtilmekte ve hem yönetici sahipliğinin bulunduğu hem de bulunmadığı aile işletmelerinde borç kullanma oranı yüksektir. Bu tür işletmelerdeki borç oranlarının yüksek olması ortakların işletme üzerindeki kontrolü devam ettirme isteklerine bağlanabilir.

Brailsford, Oliver ve Pua (2002), 1989-1995 dönemi için Avustralya borsasında işlem gören işletmelerin sermaye yapısı ile sermaye sahipliği arasında ilişkiyi incelemiştir. İşletmenin sermaye yapısını borcun defter değeri/özsermayenin piyasa değeri oranı ile ifade edip, yönetsel sahipliği tüm üst düzey yönetici ve yönetici hisselerinin yüzdesi ile hâkim sahipliği en büyük hissedarın hisse yüzdesi ile ifade etmişlerdir. Kontrol değişkenleri olarak büyüklük, sektör, volatilité, büyüme, karlılık, varlıklar ve kâr payı ödemeleri kullanılmıştır. Yapılan araştırmanın sonucunda yönetici sahipliğinin az olduğu işletmelerdeki hâkim hissedarlar daha fazla borçlanma ile işletme üzerindeki kontrolü kaybetmemektedir. Yönetici sahipliğinin yüksek olduğu işletmelerde ise sahipler riskten kaçınan tercihlerde bulunarak kaldıraç oranı ile negatif ilişki seyretilmektedir.

Kumar (2004), Hindistan'daki halka açık şirketlerde 1994 – 2000 yılları arasında yapmış olduğu çalışmada, sahiplik yapısı ile borçlanma arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırma sonucunda sahiplik yoğunluğunun düşük olduğu işletmelerde yüksek oranda borç kullanıldığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca yabancı ortağın olduğu işletmelerde borç kullanım oranının düşük olduğu da tespit edilmiştir. Buna karşın yönetici sahipliğinin bulunduğu işletmelerde bu tür sahiplik yapısı ile borç arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir.

Driffield, Mahambre ve Pal (2007), krizlerden en çok etkilenen 4 Uzakdoğu ülkesini (Endonezya, Güney Kore, Malezya ve Tayland) kapsayan çalışmalarında sahiplik yapısının,

sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Bu etkileri incelerken en büyük beş hissedarın toplam sermaye içindeki payını mülkiyet yoğunlaşması olarak ele almışlardır. Mülkiyet haklarının büyük ortak ya da ortakların elinde yoğunlaşması, borçlanmaya dayalı bir sermaye yapısının göstergesidir. Çalışmanın değişkenlerine bakıldığında ise kontrol değişkenleri olarak; şirket büyüklüğü, büyüme olanakları, varlık çeşitlendirmesi ve şirket yaşı alınmıştır. Araştırma sonucunda ortaklık yapısındaki yoğunlaşmanın artması ile borçluluk oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Marchica (2008)'nin yaptığı çalışmada, İngiltere'de faaliyet gösteren yedi yüz finansal olmayan işletmenin 11 yıla ait verileriyle sahiplik yapısı ve borçlanma tercihleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Kullanılan bağımlı değişken, yıllık borçlanma oranı olup sahiplik yapısı değişkenleri ise kurumsal sahiplik oranı, en büyük yönetimsel olmayan sahiplik oranı, kurumsal olmayan sahiplik oranı, en büyük kurumsal sahiplik oranı, sahiplerin sayısı, yönetici sahipliği oranıdır. Araştırmanın neticesine göre yönetici sahipliğinin bulunduğu işletmelerde kısa vadeli borçlanmanın yüksek olduğu belirlenmiştir. Bunun yanı sıra işletmede büyük bir dış ortağın olması ile kısa vadeli borçlanma arasına negatif ilişki tespit edilmiştir.

King ve Santor (2008), aile işletmelerinin sermaye yapısı ve işletme performansı üzerindeki etkisini Kanada'da faaliyet gösteren firmalar üzerine uygulama yaparak araştırmıştır. Çalışmada bağımsız değişken olarak, toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı kullanılmıştır. Bununla birlikte kontrol değişkenleri olarak; büyüme, işletme yaşı, aktif büyüklüğü, karlılık gibi oranlar kullanılmıştır. Çalışmada aile işletmelerinin diğer işletmelere göre daha fazla yabancı kaynakla finansmanı tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Toraman ve Okuyan (2009) İMKB’de işlem gören ve finansal olmayan 194 işletme üzerine 2005-2007 dönemini kapsayan çalışmada, işletmelerin ortaklık yapısındaki yoğunlaşmanın işletmelerin finansal kararlarına olan etkisi incelenmiştir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler; toplam borç/pasif toplamı, UVB/Pasif Toplamı, KVB/Pasif Toplamı olup bağımsız değişkenler; en büyük ortağın sahiplik oranı, en büyük üç ortağın sahiplik oranı, en büyük beş ortağın sahiplik oranıdır. Kontrol değişkeni olarak ise duran varlık/toplam varlık, varlık büyüklüğü, (FVÖK+Amortisman)/toplam varlık, net çalışma sermayesi/dönen varlıklar kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda ortaklık yapısındaki yoğunlaşmanın finansal kararların belirleyicisi olduğu ortaya çıkmış ve ortaklık yapısında yoğunlaşma ile borçlanma arasında pozitif ilişki olduğu saptanmıştır.

Li, Yue ve Zhao (2009) tarafından Çin’de faaliyet gösteren işletmeler üzerinde yapılan çalışmada, bağımlı değişken olarak sermaye yapısı bağımsız değişken olarak ise kamu sahipliği, yabancı sahipliği ve kurumsal yatırımcı sahipliği kullanılmış ve sermaye yapısının bu değişkenlerden etkilenip etkilenmediği araştırılmıştır. Ayrıca kontrol değişkeni olarak işletme büyüklüğü, varlık özgünlüğü, varlıkların vadesi ve endüstri modele dâhil edilmiştir. Yapılan çalışmanın sonucunda sahiplik yapısının sermaye yapısını her durumda etkilediği sonucuna ulaşılmış olup kamu sahipliği olan işletmelerin daha fazla borç kullandığı ve yabancı sahipliğinde olan işletmelerin ise daha az borç kullandığı tespit edilmiştir.

Margaritis ve Psillaki (2010) tarafından yapılan çalışmada, sermaye yapısının sahiplik yapısı ve işletme performansı ile ilişkisi araştırılmıştır. Çalışmada bağımsız değişken olarak, toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı kullanılmış ve karlılık, maddi ve maddi olmayan duran varlıklar, büyüme, birinci- ikinci- üçüncü büyük ortağın sermaye içindeki payı ve aile işletmesi ile kurumsal yatırımcı değişkenleri modelde bağımsız

değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışma neticesinde, işletmede sermaye yoğunluğu arttıkça işletmelerin daha fazla borçla finansmanı tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca sahiplik türüyle sermaye yapısı arasında ilişki bulunamamıştır.

Cespedes, Gonzalez ve Molina (2010), Latin Amerika işletmeleri üzerinde 1996-2005 dönemi için yaptıkları çalışmada, sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sermaye yapısı değişkeni olarak toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranını, sahiplik yapısı değişkeni olarak da sermaye yoğunluğu endeksi (Herfindahl Endeks) kullanmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre sahiplik yoğunluğu yüksek olan işletmelerde kaldıraç ile yoğunluk arasında pozitif bir ilişkinin olduğu ve işletmenin kontrolünü kaybetme riskinden kaçınıldığı gözlemlenmiştir.

Sayman (2012) tarafından yapılan çalışmada, işletmelerin sahiplik yapılarının sermaye yapıları ve işletme değeri üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Bunun için, hisse senetleri İMKB’de işlem gören imalat işletmelerinin 1998–2009 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda işletmelerin sahiplik yapılarının sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu ve bu kapsamda işletmelerin değerlerine etki yaptığı bulgulanmıştır.

Oruç (2012) sahiplik yapısının işletmenin temel kararları üzerine etkisinin araştırıldığı çalışmada, 2002-2010 yılları arasında İMKB’de işlem gören 162 işletme üzerine analiz yapılmıştır. Çalışmada sermaye yapısı kararlarını temsil eden bağımlı değişken olarak toplam borç/toplam varlık oranı, kısa vadeli borç/toplam varlık oranı ve uzun vadeli borç/toplam varlık oranı kullanılmış olup bağımsız değişken olarak, en büyük hâkim ortağın payı, en büyük diğer ortağın payı, dağımik sahiplik yapısı, yönetimde görev alan hissedarların elde tuttıkları pay, devlet sahipliği, holding sahipliği, kurum sahipliği, yabancı sahiplik,

vakıf sahipliği ve aile sahipliği kullanılmıştır. Çalışma sonucunda hâkim sahipliğin ve yönetici sahipliğinin sermaye yapısı kararları ile arasında pozitif ilişki bulunmuştur.

Büyükmert (2015), sahiplik yapısı ile işletme kararları arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmada, Borsa İstanbul'da (BİST) faaliyet gösteren 133 işletmenin sahiplik yapıları ve 2010 ile 2013 yılları arasındaki finansal verileri kullanılmıştır. Çalışmada sahiplik yapısı değişkenleri olarak, 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 kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, işletmelerin sermaye yapısının, sahiplik yapıları tarafından etkilendiği uygulama kapsamında tespit edilmiştir.

Sahiplik yapısı ile kâr payı dağıtım politikası arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalar;

Kumar (2003) çalışmada, sahiplik yapısı, kurumsal yönetim ve işletmelerin kâr dağıtım politikaları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, Hindistan'da faaliyet gösteren 2575 işletmeye ait veriler, 1994-2000 döneminde ampirik olarak incelenmiştir. Sahiplik yapısı bağımsız değişkeni olarak, yönetici sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, kurumsal sahiplik ve yabancı sahiplik alınırken, bağımlı değişken olarak temettü ödeme oranları, kontrol değişkeni olarak da kâr büyümeleri, borç/özsermaye ve satışlar/toplam aktifleri analize dâhil edilmiştir. Çalışma neticesinde sahiplik yapısının kâr payı dağıtım politikaları üzerinde etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmış olup yabancı sahiplik ile kâr payı dağıtımını arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır.

Wei, Zhang ve Xiao (2003), 1995 ve 2001 yıllarında Çin, Şangay ve Şenzen Borsalarında faaliyet gösteren işletmelerin verilerini kullanarak sahiplik yapısı ve kâr payı

dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelenmişlerdir. Bu çalışmalarında sahiplik yapısı bağımsız değişkeni olarak devlet sahipliği ve halka açıklık oranı, bağımlı değişken olarak ise nakit temettü oranı ve hisse senedi olarak dağıtılan temettü oranı kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri olarak da, sahiplik yoğunluğu oranı, şirket büyüklüğü, borçlanmalar, şirket nakitleri, yatırım fırsatları, zaman, performans, bir önceki yılın temettü ödeme politikaları, yabancı sahiplik analize dâhil edilmiştir. Çalışmanın sonucuna göre kâr payı dağıtım politikası ile sahiplik yapısı arasında doğrusal bir ilişki bulunmuş olup, devlet sahipliğinde yüksek nakit kâr payı dağıtım oranlarının olduğu, halka açıklık oranı yüksek işletmelerde ise yüksek hisse kâr payı dağıtım oranlarının olduğu tespit edilmiştir.

Stouraitis ve Wu (2004) çalışmalarında, serbest nakit akımları hipotezine bağlı olarak Japon firmaların serbest nakit akışı ile sahiplik yapısının kâr dağıtım politikaları üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, 2000 firmanın 1992-2000 dönemindeki verileri kullanılmıştır. Çalışmada sahiplik yapısı bağımsız değişkenini olarak, kurumsal sahiplik ve yönetimsel sahiplik, bağımlı değişken olarak, temettü verimini, kontrol değişkenleri olarak da kaldıraç oranları, yatırımlar, kârlılık, dış finansman maliyeti, risk, şirket büyüklüğü ve piyasa değeri/defter değeri oranı analize dâhil edilmiştir. Çalışmanın sonucunda ise yönetici ve kurumsal sahipliğin kâr payı dağıtım kararları üzerine düşük büyüme hızı olan işletmeler için olumlu etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Chen, Cheung ve Stouraitis (2005) Hong Kong'da yaptıkları çalışmada, 1995-1998 yıllarını kapsayan dönemde aile sahipliği yoğunlaşması, firma performansı ve temettü politikası arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda aile sahipliği yoğunlaşması ile kâr payı politikası arasında zayıf bir ilişki bulunmuştur. Sadece küçük piyasa değerine sahip işletmeler örneğinde, kâr payı verimi ile aile sahipliği yoğunlaşması arasında pozitif ilişkiye rastlanmıştır. Ayrıca kâr payı veriminin bağımlı değişken olduğu diğer

örneklemelerde aile sahipliği yoğunlaşması ile kâr payı dağıtım politikası arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Harada ve Nguyen (2006), 1995-2002 yıllarını kapsayan dönemde Japon işletmelerinde sahiplik yoğunlaşması ile temettü politikası arasındaki ilişkiyi, işletmedeki hâkim hissedarın işletmelerin kaynaklarını kendi çıkarları doğrultusunda kullanmak isteyecekleri için daha az kâr payı ödemesi yapacaklardır hipotezi çerçevesinde incelemiştir. Çalışma sonucunda, söz konusu hipotezle de uyumlu olarak, kâr payı politikasının sahiplik yoğunlaşması ile negatif yönde ilişkili olduğu, sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olduğu firmaların daha az kâr payı ödedikleri tespit edilmiştir.

Mancinelli ve Özkan (2006), İtalya Borsasında 1996-2001 dönemlerinde faaliyet gösteren 139 firmayı sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası üzerine incelemiştir. Çalışmalarında bağımlı değişken olarak temettü/kazanç oranı ile temettü/ piyasa kapitalizasyonu oranı, bağımsız değişken olarak ise sahiplik yapısı, büyük hissedarların oy hakları kullanılmıştır. Büyük hissedarların oy hakları % 2 ile % 5 arasında olanlar ile % 5'ten büyük olanlar olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Yapılan analiz sonucunda hâkim hissedarların oy haklarının işletmelerin kâr payı dağıtım kararları üzerinde olumsuz etki yaptığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ahmed ve Javid (2009), Pakistan Karachi Borsasında 2001-2006 işlem gören işletmelerin sahiplik yoğunlaşması ile kâr payı dağıtım politikası arasındaki ilişki incelenmiştir. Sadece kâr payı dağıtan firmalar ile kâr payı dağıtan ve dağıtmayan firmalardan oluşan iki farklı veri setinin kullanıldığı analizde, hisse senetlerinin %5'inden daha fazlasını elinde bulunduran hissedarların sayısı ile kâr payı verimi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.



Kouki ve Guizani (2009), Tunus Borsasında 1995-2001 yılları arasında işlem gören 29 işletmenin sahiplik yapısı ve kâr payı dağıtımını üzerine çalışma gerçekleştirmişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda işletmelerin çoğunda yoğun sahiplik yapısı olduğu ve işletmelerin kâr payı dağıtımını daha çok yaptıkları tespit edilmiştir. Çalışmada bağımsız değişken olarak, kurumsal sahiplik ve devlet sahipliği ile en büyük beş hissedarın sahiplik değerleri kullanılırken, bağımlı değişken olarak kâr dağıtım oranları kullanılmıştır. Serbest nakit akışı, firmanın büyüklüğü, geleceğe dair büyüme fırsatları ve Tobin Q değerleri de kontrol değişkeni olarak çalışmaya dâhil edilmiştir. Sonuç olarak kurumsal sahiplik ile hisse başına kâr dağıtımını arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilirken, devlet sahipliği ile kâr dağıtımını arasında ise pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Ramli (2010), Malezya'daki işletmeler üzerine 2002-2006 yılları arasında sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmasında, kâr dağıtım oranları bağımlı değişken olarak kullanırken, bağımsız değişken olarak da en büyük birinci hissedar ile ikinci hissedarın sahiplik oranı kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre işletmelerin sahiplik yapısının Malezya'da yoğunlaştığı ve bu bağlamda Malezya şirketlerindeki hâkim ortakların, kâr dağıtımlarına etki ettiği ve en büyük hissedarın sahiplik oranının artmasının, kâr dağıtımlarını arttırdığı belirlenmiştir. İkinci en büyük hissedarın da işletmedeki payının belirtilen seviyede olması durumunda ise işletmelerin kâr dağıtımları üzerinde olumlu bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Mehrani, Moradi ve Eskandar (2011) çalışmalarında, sahiplik yapısı ile kâr payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırma İran Tahran Borsasında işlem gören işletmeler üzerinde yapılmış olup, 2000-2007 yılları arası veriler analize dâhil edilmiştir. Çalışmada bağımsız değişken olarak kurumsal sahiplik ile kurumsal sahiplik

yoğunluğu ve yönetsel sahiplik, bağımlı değişken olarak da kâr dağıtım oranları kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak ise kaldıraç, nakit akışı, şirketin büyüklüğü, piyasa değeri/defter değeri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda kurumsal sahiplik ile kâr payı ödeme arasında negatif ilişki, kurumsal sahiplik yoğunluğu ve kâr payı ödemeleri arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Shah, Ullah ve Hasnain (2011), Pakistan Karachi Borsasında işlem gören işletmelerin sahiplik yapısının kâr dağıtım politikası üzerine etkisini araştırmak için 2002 ve 2006 dönemine ait panel verilerini incelemişlerdir. Çalışmada bağımsız değişken olarak sahiplik yapısı, bağımlı değişken olarak ise kâr dağıtım oranları alınırken, kontrol değişkeni olarak ise firmaların büyüklüğü, özsermaye kârlılığı ve kaldıraç oranları alınmıştır. Çalışma neticesinde yönetici sahipliğin ve nakit kâr dağıtım seviyesinin yüksek olduğu belirlenmiştir. Bu bağlamda sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Güngör (2012), Borsa İstanbul'a kayıtlı reel ve bankacılık sektöründe faaliyet gösteren 271 şirket için 2004-2011 yılları arasında sahiplik yapısı ve kâr payı ilişkisini panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Çalışmada bağımsız değişken olarak yabancı sahiplik ve yönetsel sahiplik kullanılmış olup, bağımlı değişken olarak ise halka açıklık oranı, birinci, ikinci ve üçüncü büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı kullanılmıştır. Ayrıca kontrol değişkeni olarak da hisse başına kar, yönetim kurulu üye sayısı ve aktif karlılık analize dâhil edilmiştir. Çalışmada en büyük ortağın, hisselerin yaklaşık % 45,37'sine sahip olduğu ve reel ve bankacılık sektörlerinde yer alan şirketlerin çoğunlukla yoğunlaşmış sahiplik yapısında oldukları tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada, sahiplik yoğunluğunun artmasının nakit kâr payı dağıtım oranını arttırdığı buna karşın halka açıklık oranının artmasının ise nakit kâr payı dağıtım oranını azalttığı ortaya çıkarılmıştır.

Ullah, Fida ve Khan (2012), Pakistan Karachi Menkul Kıymetler Borsası'nda yer alan 70 firmadan oluşan örneklem üzerinden, sahiplik yapısının kâr payı dağıtım kararları üzerine etkisini araştırmıştır. Çalışmada, kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve yönetsel sahiplik bağımsız değişken olarak, kâr dağıtım oranı ise bağımlı değişken olarak kullanılmış olup kontrol değişkeni olarak da firmanın büyüklüğü, Tobin Q, kaldıraç ve serbest nakit akışları kullanılmıştır. Çalışman sonucunda kâr dağıtım politikaları ile yönetsel sahiplik arasında negatif bir ilişki olduğu, yabancı sahiplik ve kurumsal sahiplikle kâr dağıtım politikaları arasında ise pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Ürdün Borsası'ndaki işletmelerin sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi inceleyen Warrad, Abed, Khriasat ve Al-Sheikh (2012) çalışmada, 2005-2007 yılları arasında faaliyet gösteren halka açık firmaları analize dâhil etmişlerdir. Bağımlı değişken olarak Tobin Q ve aktif kârlılık oranını ve bağımsız değişken olarak da, özel, devlet, aile ve yabancı sahiplik değerlerini kullanmışlardır. Sonuç olarak, Tobin Q ile özel sahiplik, devlet sahipliği, yabancı sahiplik ve kâr dağıtım politikası arasında herhangi bir ilişki bulunmamıştır. Ancak ROA ile yabancı sahiplik ve kâr dağıtım politikası arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu saptamışlardır.

Mirzaei (2012), 2004 ve 2009 yılları arasında Tahran Menkul Kıymetler borsasında işlem gören halka açık 88 işletmenin verileri ile sahiplik yapısı ile kâr payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada bağımsız değişken olarak sahiplik yapısı; sahiplik yoğunluğu ve hissedar kompozisyonu olarak alınmış olup bağımlı değişken olarak kar dağıtım oranları alınmıştır. Ayrıca kontrol değişkeni olarak bir önceki yılın kâr dağıtım politikaları ve kâr büyümeleri analize dâhil edilmiştir. Elde edilen bulgular anonim şirket sahipliği ile kâr dağıtım oranları arasında pozitif bir ilişki olduğunu, kurumsal sahiplik ile kâr dağıtım oranları arasında ise negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir.

Ersoy ve Çetenak (2015) çalışmalarında, sahiplik yoğunlaşması ile kâr payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemişler ve Borsa İstanbul'da işlem gören 116 sanayi şirketinin 2004-2009 dönemi verileri esas alınmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak temettü verimi kullanılırken, bağımsız değişken olarak sahiplik yoğunlaşması alınmıştır. Ayrıca aktif karlılığı, kaldıraç oranı, PD/DD oranı ve yatırım harcamaları da kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Çalışma neticesinde sahiplik yoğunlaşmasının kâr payı verimini pozitif yönde etkilediği, aynı zamanda firmaların karlılık oranı, borçlanma düzeyi, yatırım harcamaları ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranının kâr payı dağıtım kararları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

#### **IV.2. Araştırmanın Amacı**

Araştırmada, Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketlerin sahiplik yapılarının, sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarmak amaçlanmıştır. Ulusal ve uluslararası literatürde konuya ilişkin olarak yapılan çeşitli çalışmalar söz konusudur. Bu çalışmalarda elde edilen bulgular ile çalışmamızda elde edilen bulgular kıyaslanarak, literatürde hangi görüşü destekler nitelikte olduğu ortaya koyulmaya çalışılacaktır. Bunun yanı sıra çalışma, hissedarlara, şirket yöneticilerine, yatırımcılara ve şirketle ilişkili bütün paydaşlara yol gösterici konumda olmayı amaçlamaktadır.

#### **IV.3. Araştırmanın Kapsamı**

Araştırma, Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde 2009-2015 yılları arasında sürekli olarak faaliyet gösteren şirketleri kapsamaktadır. Analize dâhil edilen şirketler ve bu şirketlere ait BIST kodları aşağıda Tablo 1'de gösterilmektedir.

**Tablo 1: Analiz Kapsamında İncelenen Şirketler ve BIST Kodları**

<b><u>BIST KODU</u></b>	<b><u>Şirket Adı</u></b>
1. AKBNK	Akbank T.A.Ş.
2. ARCLK	Arçelik A.Ş.
3. DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.
4. EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
5. GARAN	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.
6. HALKB	Türkiye Halk Bankası A.Ş.
7. ISATR	Türkiye İş Bankası A.Ş.
8. KCHOL	Koç Holding A.Ş.
9. KRDM	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
10. PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
11. SAHOL	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.
12. SISE	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
13. TCELL	Türkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.
14. THYAO	Türk Hava Yolları A.O.
15. TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
16. TUPRS	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafineleri A.Ş.
17. VAKBN	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.
18. YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

Araştırmada kullanılacak şirketlere ilişkin veriler, Borsa İstanbul ve Kamuyu Aydınlatma Platformu web sitelerinden, şirketlerin finansal tablolarından ve faaliyet raporlarından elde edilmiştir. Ayrıca analizlerde Excel 2007 ve Stata 11 istatistik programlarından yararlanılmıştır.

#### **IV.4. Araştırmanın Kısıtları**

2009-2015 dönemi itibariyle Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketler değişkenlik göstermektedir. Bu bağlamda endekste devamlı olarak faaliyet gösteren 18 şirket analize dâhil edilmiştir. Ayrıca araştırma, 2009-2015 dönemi itibariyle 7 yıllık bir süreci içermektedir ve analiz kapsamı 2009 yılı öncesi veri setini kapsamamaktadır. Bunun nedeni, 2008 yılında ortaya çıkan küresel finansal krizin olası etkilerinden veri setini arındırmaktır. Bunun yanı sıra analize 2016 yılına dair veriler dâhil edilememiştir. Bu durum ise, şirketlere ait mali tabloların ve faaliyet raporlarının 2017 yılı içerisinde açıklanacak olmasıdır.

#### IV.5. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada, sahiplik yapısının sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarına olan etkisini belirleyebilmek için panel regresyon analiz yöntemi kullanılmıştır. Panel veri analizi, ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesinde kullanılmakta ve zaman serisi ile yatay kesit verilerini birleştirmektedir.

Panel regresyon analizi kapsamında öncelikle analize dâhil edilen verilerin doğrusal hareket etmesi diğer bir ifadeyle bağımlı değişken ile diğer parametreler arasındaki esnekliğin aynı olabilmesi için veriler, logaritmik forma dönüştürülmüştür. Sonrasında ise değişkenler arasında durağan olmayan zaman serileri, Levin, Lin ve Chu (LLC) (2002) testine tabi tutularak durağan hale getirilmiştir. Ardından panel veri analizi doğrultusunda kullanılan tahmin modelleri, havuzlanmış en küçük kareler (EKK) modeli ve rassal etkiler modeli kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Çalışmada tahmin modellerinin belirlenebilmesi için bu yöntemlerden hangisinin kullanılacağı, literatürde sıklıkla kullanılan F testi, Breusch-Pagan LM testi ve Hausman testi yardımıyla tespit edilmiştir. Son olarak da tahmin edilen modelde otokorelasyon, değişen varyans ve birimler arası bağımlılık sorunlarının varlığına ilişkin temel varsayım testleri gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada, oluşturulan regresyon modelleri kapsamında otokorelasyon ve değişen varyans hipotezlerini test etmek için literatürde sıklıkla kullanılan testler tercih edilmiştir. Bu bağlamda değişen varyans problemi için, Levene Brown ve Forsythe Değişen Varyans Testi ve Breusch-Pagan/Cook-Weisberg testi kullanılmıştır. Otokorelasyon için ise Bhargava Franzini ve Narendranathan'ın ve Baltagi Wu'nun En İyi Değişmez testi ve Wooldridge otokorelasyon testi gerçekleştirilmiştir.

#### **IV.6. Araştırmanın Önemi**

Araştırma, Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketlerin sahiplik yapılarının, hem sermaye yapısı hem de kâr payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarmayı hedeflemesi açısından önem arz etmektedir. Ayrıca çalışma, hem Türkiye'nin en büyük 30 firmasının faaliyet gösterdiği endeksi ele alması hem de sermaye yapısı ve kâr payı kararları gibi firmalar için son derece önemli iki bağımlı değişkene sahip olması ve literatüre bu anlamda olan katkısı açısından önemli bir konumdadır.

#### **IV.7. Araştırmada Kullanılan Değişkenler**

Araştırmada şirketlerin sahiplik yapılarının sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarmak amacıyla, sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarını temsil eden birer değişken olmak üzere toplam iki bağımlı değişken kullanılmıştır. Sermaye yapısı kararını temsil eden bağımlı değişken, toplam borç / toplam aktif şeklinde hesaplanan finansal kaldıraç oranıdır. Kâr payı dağıtım kararını temsil eden bağımlı değişken ise kâr payı dağıtım oranıdır.

Araştırmada kullanılacak olan bağımsız değişkenler ise; en büyük ortağın sermaye payı, en büyük ikinci ortağın sermaye payı, en büyük üçüncü ortağın sermaye payı, yabancı yatırımcıların sermaye payları, kurumsal yatırımcıların sermaye payları ve halka açıklık oranlarıdır.

Araştırmada bağımlı ve bağımsız değişkenlerin yanı sıra, bağımlı değişkenleri etkilediği düşünülen kontrol değişkenleri de analize dâhil edilmiştir. Bu kontrol değişkenleri, sermaye yapısı için toplam varlıkların doğal logaritması ve aktif karlılık oranı (ROA)'dır. Diğer bağımlı değişken olan kâr payı dağıtım oranını etkilediği düşünülen ve analize dâhil edilen kontrol değişkenleri ise aktif karlılık (ROA) ve finansal kaldıraç oranıdır. Araştırmada kullanılan değişkenler aşağıdaki Tablo 2'de gösterilmektedir.

**Tablo 2: Araştırmada Kullanılan Değişkenler**

<b>Değişkenler</b>	<b>Hesaplama Şekli</b>	<b>Sembol</b>	<b>Literatür</b>
<b><u>Bağımlı Değişkenler</u></b>			
Finansal Kaldıraç Oranı	Toplam Borç / Toplam Aktif	FK	Pushner (1995), Drifffield, vd. (2007), King ve Santor (2008), Margaritis ve Psillaki (2010), Li, vd. (2009), Cespedes, vd. (2010), Bathala, Moon ve Rao (1994), Toraman ve Okuyan (2009), Oruç (2012), Büyükmert (2015)
Nakit Temettü Oranı	Yıl İçerisinde Paydaşlara Ödenen Toplam Nakit Temettü / Yıllık Net Kar	KPDO	Mirzaei (2012), Kumar (2003), Wei, Zhang ve Xiao (2003), Shah, Ullah ve Hasnain (2010), Ullah, Fida ve Khan (2012), Mehrani, Moradi, Eskandar (2011), Ramli (2010), Wei, Zhang ve Xiao (2003), Güngör (2012), Kouki ve Guizani (2009)
<b><u>Bağımsız Değişkenler</u></b>			
En Büyük Ortağın Sermaye Payı	En Büyük Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	EBO	Margaritis ve Psillaki (2010), Okuyan (2009), Ramli (2010), Güngör (2012), Drifffield, vd. (2007), Brailsford et al (2002), Sayman (2012), Toraman ve Okuyan (2009), Oruç (2012), Büyükmert (2015)
En Büyük 2 Ortağın Sermaye Payı	En Büyük 2 Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	EB2O	Margaritis ve Psillaki (2010), Ramli (2010), Güngör (2012), Drifffield, vd. (2007), Brailsford et al (2002), Sayman (2012), Oruç (2012)
En Büyük 3 Ortağın Sermaye Payı	En Büyük 3 Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	EB3O	Margaritis ve Psillaki (2010), Okuyan (2009), Özvar (2015), Güngör (2012), Drifffield, vd. (2007), Brailsford et al (2002), Toraman ve Okuyan (2009), Büyükmert (2015)
Halka Açıklık Oranı	Halka Açık Hisselerin Nominal Değerleri Toplamı / Toplam Öz Sermaye	HAO	Wei, Zhang ve Xiao (2003), Özvar (2015), Güngör (2012), Sayman (2012)
Yabancı Ortak Sermaye Payı	Yabancı Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	YO	Li et al (2009), Okuyan (2009), Kumar (2003), Ullah, Fida ve Khan (2012), Özvar (2015), Güngör (2012), Oruç (2012), Büyükmert (2015)
Kurumsal Ortak Sermaye Payı	Kurumsal Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	KO	King ve Santor (2008), Pushner (1995), Mirzaei (2012), Kumar (2003), Ullah, Fida ve Khan (2012), Mehrani, Moradi, Eskandar (2011), Sayman (2012), Demsetz ve Lehn (1985), Bathala, Moon ve Rao (1994), Marchica (2008), Oruç (2012), Büyükmert (2015), Kouki ve Guizani (2009)



**Tablo 2 (Devamı): Araştırmada Kullanılan Değişkenler**

<b>Kontrol Değişkenleri</b>			
Finansal Kaldıraç	$\frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	FK	Okuyan (2009), Shah, Ullah ve Hasnain (2010), Ullah, Fida ve Khan (2012), Mehrani, Moradi, Eskandar (2011), Stouraitis ve Wu (2004), Bradford, Ehsan, vd. (2013), Chen ve Zhu (2013), Özvar (2015), Ersoy ve Çetenak (2015), Mossadak, Fontaine ve Khemakhem (2016)
Şirket Büyüklüğü	Log (Toplam Varlıklar)	TV	Brailsford et al (2002), King ve Santor (2008), Mehran, Taggart ve Yermack (1999), Claessens, vd. (2002), Harvey, Lins ve Roper (2002), Wei, Zhang ve Xiao (2003), Shah, Ullah ve Hasnain (2010), Ullah, Fida ve Khan (2012), Mehrani, Moradi, Eskandar (2011), Stouraitis ve Wu (2004), Toraman ve Okuyan (2009), Ramli (2010), Sayman (2012), Oruç (2012), Bradford, Chen ve Zhu (2013), Ehsan, vd. (2013), Taşkın ve Coşkun (2015), Mossadak, Fontaine ve Khemakhem (2016)
Aktif Karlılık	Net Kar / Toplam Varlıklar	ROA	King ve Santor (2008), Ramli (2010), Güngör (2012), Sayman (2012), Agustin (2014), Özvar (2015), Ersoy ve Çetenak (2015)
Tobin's Q	$\frac{\text{Piyasa Değeri} + \text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	TQ	Kouki ve Guizani (2009), Ullah, Fida ve Khan (2012)
Özsermaye Karlılığı	Net Kar / Özsermaye	ROE	Shah, Ullah ve Hasnain (2010), Agustin (2014), Huda ve Abdullah (2013), Ehsan, vd. (2013), Mossadak, Fontaine ve Khemakhem (2016)
Borç / Özsermaye Oranı	Toplam Borçlar / Özsermaye	BO	Shah, Ullah ve Hasnain (2010), Huda ve Abdullah (2013)

#### IV.8. Araştırmanın Hipotezleri

Araştırmanın teorik çerçevesi, kurumsal yönetim kapsamında sahiplik yapısının açıklanması, finansman kararları diğer bir deyişle sermaye yapısı teorileri ve kâr payı dağıtım teorilerine ilişkin bilgilerden oluşmaktadır. Bu bağlamda araştırma kapsamında test edilecek hipotezler aşağıda gösterilmektedir.

##### **Hipotez 1:**

H<sub>1</sub>: En büyük ortağın sermaye payı ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: En büyük ortağın sermaye payı ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki yoktur.

**Hipotez 2:**

H<sub>1</sub>: En büyük ortağın sermaye payı ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: En büyük ortağın sermaye payı ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki yoktur.

**Hipotez 3:**

H<sub>1</sub>: En büyük iki ortağın sermaye payı ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: En büyük iki ortağın sermaye payı ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki yoktur.

**Hipotez 4:**

H<sub>1</sub>: En büyük iki ortağın sermaye payı ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: En büyük iki ortağın sermaye payı ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki yoktur.

**Hipotez 5:**

H<sub>1</sub>: En büyük üç ortağın sermaye payı ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: En büyük üç ortağın sermaye payı ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki yoktur.

**Hipotez 6:**

H<sub>1</sub>: En büyük üç ortağın sermaye payı ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: En büyük üç ortağın sermaye payı ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki yoktur.

**Hipotez 7:**

H<sub>1</sub>: Halka açıklık oranı ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: Halka açıklık oranı ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki yoktur.

**Hipotez 8:**

H<sub>1</sub>: Halka açıklık oranı ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: Halka açıklık oranı ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki yoktur.

**Hipotez 9:**

H<sub>1</sub>: Yabancı yatırımcının sermaye payları ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: Yabancı yatırımcının sermaye payları ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki yoktur.

**Hipotez 10:**

H<sub>1</sub>: Yabancı yatırımcının sermaye payları ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: Yabancı yatırımcının sermaye payları ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki yoktur.

**Hipotez 11:**

H<sub>1</sub>: Kurumsal yatırımcının sermaye payları ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: Kurumsal yatırımcının sermaye payları ile kâr payı dağıtım oranı arasında bir ilişki yoktur.

**Hipotez 12:**

H<sub>1</sub>: Kurumsal yatırımcının sermaye payları ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki vardır.

H<sub>0</sub>: Kurumsal yatırımcının sermaye payları ile finansal kaldıraç arasında bir ilişki yoktur.

**IV.9. Araştırmada Kullanılan Modeller**

Çalışmada, şirketlerin sahiplik yapılarının sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarabilmek için iki regresyon modeli oluşturulmuştur. Bu modeller aşağıdaki gibi kurgulanmıştır.

**Model 1 (Finansal Kaldıraç)**

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 EBO_{it} + \beta_2 EB2O_{it} + \beta_3 EB3O_{it} + \beta_4 HAO_{it} + \beta_5 YO_{it} + \beta_6 KO_{it} + \beta_7 TV_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \epsilon_i$$

**Model 2 (Kâr Payı Dağıtım Oranı)**

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 EBO_{it} + \beta_2 EB2O_{it} + \beta_3 EB3O_{it} + \beta_4 HAO_{it} + \beta_5 YO_{it} + \beta_6 KO_{it} + \beta_7 FK_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 TQ_{it} + \beta_{10} ROE_{it} + \beta_{11} BO_{it} + \epsilon_i$$

**IV.10. Araştırma Bulguları ve Değerlendirilmesi**

Sahiplik yapısının, sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarabilmek için yapılan panel regresyon veri analizi neticesinde elde edilen bulgular iki ayrı model ve başlık altında ayrı ayrı açıklanmıştır. Modellere ilişkin bulgulara değinmeden önce, ilk olarak analizde kullanılan değişkenlere dair tanımlayıcı istatistiklere ve birim kök testi sonuçlarına yer verilmiştir. Bu sonuçlar Tablo 3'te ve Tablo 4'te gösterilmektedir.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Mean (Ort.)	Maximum (En Yüksek)	Minimum (En Küçük)	Std. Dev. (Standart Sapma)	Skewness (Çarpıklık)	Kurtosis (Basıklık)	OBS (Gözlem Sayısı)
<b>FK</b>	0.67	0.91	0.29	0.19	0.15	0.00	126
<b>KPDO</b>	3.75	210.2	0	23.77	0.00	0.00	126
<b>EBO</b>	0.51	0.82	0.25	0.13	0.00	0.32	126
<b>EB2O</b>	0.62	0.90	0.45	0.13	0.00	0.06	126
<b>EB3O</b>	0.65	1	0.45	0.13	0.00	0.61	126
<b>HAO</b>	0.39	1	0.13	0.18	0.00	0.00	126
<b>YO</b>	0.93	0.64	0	0.18	0.00	0.00	126
<b>KO</b>	0.39	0.87	0	0.28	0.00	0.00	126
<b>TV</b>	24.01	26.4	20.92	1.56	0.00	0.00	126
<b>ROA</b>	0.03	0.16	-0.08	0.04	0.01	0.01	126
<b>TQ</b>	1.18	4.31	0.31	0.55	0.00	0.00	126
<b>ROE</b>	0.12	0.41	-0.19	0.09	0.21	0.04	126
<b>BO</b>	3.80	10.66	0.42	3.20	0.00	0.00	126

**Not:** Bu tabloda şirketlerin sahiplik yapısı, sermaye yapısı kararları ve kâr payı dağıtım kararlarını temsil eden değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Tabloda; Finansal Kaldıraç (**FK**), Kâr Payı Dağıtım Oranı (**KPDO**), En Büyük Ortağın Sermaye Payı (**EBO**), En Büyük İkinci Ortağın Sermaye Payı (**EB2O**), En Büyük Üçüncü Ortağın Sermaye Payı (**EB3O**), Halka Açıklık Oranı (**HAO**), Yabancı Ortağın Sermaye Payı (**YO**), Kurumsal Ortağın Sermaye Payı (**KO**), Toplam Varlıklar (**TV**), Aktif Karlılık Oranı (**ROA**), Tobin's Q (**TQ**), Özermaye Karlılığı (**ROE**) ve Borç / Özsermaye (**BO**) ile gösterilmektedir.

Yukarıdaki Tablo 3 incelendiğinde, Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketlerin sahiplik yapılarını, sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarını temsil eden değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler farklılık göstermektedir. Ayrıca yukarıda verilen istatistiki veriler tablollaştırılırken, noktadan sonraki 2 basamak dikkate alınmıştır.

Çalışmanın sermaye yapısı değişkenini ifade eden ve bağımlı değişkenlerinden biri olan finansal kaldıraç (FK) değeri açısından elde edilen bulgular incelendiğinde, analiz dönemi itibariyle FK değerleri ortalama 0.67 olarak hesaplanmıştır. FK oranının 0.50 civarında olması öngörülmektedir. Ancak analiz dönemi içerisinde BIST 30 şirketlerinin ortalama FK değerlerinin 0.50'den yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bu durum şirketlerin sermaye yapılarını oluştururken daha fazla yabancı kaynaktan faydalandığını ve yüksek oranda olmasa da yabancı kaynağa bağımlı dolayısıyla borç verenler açısından riskli olduğunu göstermektedir. Analiz dönemi ve analize dâhil edilen şirketler için FK değeri maksimum 0.91, minimum ise 0.29 olarak gerçekleşmiştir. FK, 0.19'luk bir standart sapma

değerine sahiptir. Bu açıdan FK değerinin yıllar itibariyle önemli değişkenlik göstermediğini de söylemek mümkündür.

Çalışmanın kâr payı dağıtım kararlarını temsil eden değişkeni ve bağımlı değişkenlerinden bir diğeri olan kâr payı dağıtım oranı (KPDO)'na ilişkin bulgular değerlendirildiğinde, analiz dönemi itibariyle KPDO değerleri ortalamasının 3.75 olduğu tespit edilmiştir. Analiz dönemi ve analize dâhil edilen şirketler için KPDO değeri maksimum 210.2, minimum ise 0 olarak gerçekleşmiştir. KPDO, standart sapma açısından incelendiğinde ise 23.77'lik bir değer ile yıllar itibariyle önemli bir değişkenlik gösterdiği söylenebilir. Analiz kapsamında incelenen BIST 30 şirketlerinin büyük ölçekli ve kar marjlarının yüksek olduğu göz önüne alındığında, bu şirketlerin ortalama kâr payı dağıtım oranlarının yüksek olduğu, analiz dönemi kapsamında söylenebilir.

Çalışmada BIST 30 şirketlerinin sahiplik yapılarını temsil eden bağımsız değişkenlerine ilişkin değerler analiz edildiğinde, bu değerlere dair ortaya çıkan istatistiki rakamlar farklılık göstermektedir.

Sahiplik yapısı kapsamında sermaye yoğunlaşmasını ifade eden değişkenlerden biri olan en büyük ortağın sermaye payı (EBO) ortalama 0.51 olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla analize dâhil edilen BIST 30 şirketlerinde en büyük ortağın sermaye payının diğer ortaklardan daha fazla olduğunu söylemek mümkündür. EBO, analiz dönemi içerisinde en yüksek 0.82, en düşük 0.25 olarak gerçekleşmiştir. Standart sapma açısından ise EBO, 0.13'lük bir değer almıştır. Bu bağlamda analiz dönemi içerisinde en büyük ortağın sermaye payında önemli ölçüde bir değişkenlik olmadığı düşünülmektedir.

Sahiplik yapısı kapsamında sermaye yoğunlaşmasını ifade eden değişkenlerden bir diğeri olan en büyük 2 ortağın sermaye payı (EB2O) ortalama 0.62 olarak belirlenmiştir. EB2O, analiz dönemi içerisinde en yüksek 0.90, en düşük 0.45 olarak gerçekleşmiştir.

Standart sapma açısından ise EB2O, 0.13'lük bir değer almıştır. Bu bağlamda analiz dönemi içerisinde en büyük 2 ortağın sermaye payında önemli ölçüde bir değişkenlik olmadığı söylenebilir.

Sahiplik yapısı kapsamında sermaye yoğunlaşmasını ifade eden değişkenlerden bir diğeri olan en büyük 3 ortağın sermaye payı (EB3O) ortalama 0.65 olarak belirlenmiştir. EB3O, analiz dönemi içerisinde en yüksek 1, en düşük 0.45 olarak gerçekleşmiştir. Standart sapma açısından ise EB3O, 0.13'lük bir değer almıştır. Bu bağlamda analiz dönemi içerisinde en büyük 3 ortağın sermaye payında önemli ölçüde bir değişkenlik olmadığı düşünülmektedir.

Sahiplik yapısı kapsamında sermaye yoğunlaşmasını ifade eden son değişken ise halka açıklık oranı (HAO), ortalama 0.39 olarak belirlenmiştir. HAO, analiz dönemi içerisinde en yüksek 1, en düşük 0.13 olarak gerçekleşmiştir. Standart sapma açısından ise EB3O, 0.18'lik bir değer almıştır. Bu bağlamda analiz dönemi içerisinde halka açık olan sermaye payı oranında önemli ölçüde bir değişkenlik olmadığı söylenebilir.

Sahiplik yapısı kapsamında sermaye sahipliğini ifade eden değişkenlerden biri olan yabancı ortağın sermaye payı (YO), ortalama 0.93 olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda analiz kapsamında incelenen şirketlerin sermayelerinin yabancı girişimcilerin elinde olduğu, elde edilen bulgular neticesinde söylenebilir. YO, analiz dönemi içerisinde en yüksek 0.64, en düşük 0 olarak gerçekleşmiştir. Standart sapma açısından ise YO, 0.18'lik bir değer almıştır. Bu bağlamda analiz dönemi içerisinde yabancı ortağın sermaye payında önemli ölçüde bir değişkenlik olmadığı düşünülmektedir.

Sahiplik yapısı kapsamında sermaye sahipliğini ifade eden değişkenlerden bir diğeri ve sonuncusu olan kurumsal ortağın sermaye payı (KO), ortalama 0.39 olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda analiz kapsamında incelenen şirketlerin sermayelerinin yaklaşık

3'te birinin kurumlara ait olduğu, elde edilen bulgular neticesinde söylenebilir. KO, analiz dönemi içerisinde en yüksek 0.87, en düşük 0 olarak gerçekleşmiştir. Standart sapma açısından ise KO, 0.28'lik bir değeri almıştır. Bu bağlamda analiz dönemi içerisinde kurumsal ortağın sermaye payında önemli ölçüde bir değişkenlik olmadığı düşünülmektedir.

Çalışmada şirketlerin sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarını etkilediği düşünülen kontrol değişkenlerine ilişkin değerler analiz edildiğinde, bu değerlere dair ortaya çıkan istatistikî rakamlar farklılık göstermektedir.

Çalışmanın kontrol değişkenlerinden biri olan toplam varlıkların logaritması (TV)'na ilişkin bulgular değerlendirildiğinde, analiz dönemi itibariyle TV değerleri ortalamasının 24.01 olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu doğrultusunda BIST 30 şirketlerinin yüksek oranda varlığa sahip oldukları söylenebilir. Analiz dönemi ve analize dâhil edilen şirketler için TV değeri maksimum 26.4, minimum ise 20.92 olarak gerçekleşmiştir. TV, standart sapma açısından incelendiğinde ise 1.56'lık bir değeri ile yıllar itibariyle önemli bir değişkenlik gösterdiği düşünülmektedir.

Çalışmanın kontrol değişkenlerinden bir diğeri olan aktif karlılık oranı (ROA)'na ilişkin bulgular değerlendirildiğinde, analiz dönemi itibariyle ROA değerleri ortalamasının 0.03 olduğu tespit edilmiştir. Analiz dönemi ve analize dâhil edilen şirketler için ROA değeri maksimum 0.16, minimum ise -0.08 olarak gerçekleşmiştir. ROA, standart sapma açısından incelendiğinde ise 0.04'lük bir değeri ile yıllar itibariyle önemli bir değişkenlik göstermediği düşünülmektedir. Bu bağlamda BIST 30 şirketlerinin genel olarak aktif karlılığa sahip olduğunu ancak bu karlılığın incelenen dönem itibariyle yüksek oranlarda olmadığını söylemek mümkündür.

Çalışmanın kontrol değişkenlerinden bir diğeri olan Tobin's Q (TQ)'ya ilişkin bulgular değerlendirildiğinde, analiz dönemi itibariyle TQ değerleri ortalamasının 1.18



olduğu tespit edilmiştir. TQ oranının 1'den büyük olması, şirketlerin yüksek değerde maddi olmayan varlığa sahip olduğunu ve bu varlıklardan yüksek kazanç sağladığı anlamına gelmektedir. Bu bağlamda BIST 30 şirketlerinin piyasa değerlerinin ve performanslarının yüksek olduğu söylenebilir. Analiz dönemi ve analize dâhil edilen şirketler için TQ değeri maksimum 4.31, minimum ise 0.31 olarak gerçekleşmiştir. TQ, standart sapma açısından incelendiğinde ise 0.55'lik bir değer ile yıllar itibariyle önemli bir değişkenlik gösterdiği düşünülmektedir.

Çalışmanın kontrol değişkenlerinden bir diğeri olan özsermaye karlılığı (ROE)'na ilişkin bulgular değerlendirildiğinde, analiz dönemi itibariyle ROE değerleri ortalamasının 0.12 olduğu tespit edilmiştir. ROE, şirket ortaklarının sermayeleri karşılığında ne kadar kar elde ettiğini göstermektedir. BIST 30 şirketlerinin ortalama ROE değerleri esas alındığında, bu şirketlerin özsermaye karlılıklarının yüksek olmadığı söylenebilir. Analiz dönemi ve analize dâhil edilen şirketler için ROE değeri maksimum 0.41, minimum ise -0.19 olarak gerçekleşmiştir. ROE, standart sapma açısından incelendiğinde ise 0.09'luk bir değer ile yıllar itibariyle önemli bir değişkenlik göstermediği düşünülmektedir.

Çalışmanın kontrol değişkenlerinden bir diğeri ve sonucusu olan borç / özsermaye oranı (BO)'na ilişkin bulgular değerlendirildiğinde, analiz dönemi itibariyle BO değerleri ortalamasının 3.80 olduğu tespit edilmiştir. BO, şirketin aktiflerini finanse etmede özsermayelerine oranla ne kadar yabancı kaynak kullanıldığını göstermektedir ve bu oranın özsermaye bulmada zorluk yaşayan ülkelerde %200'den yüksek olmaması önerilmektedir. BO ortalaması dikkate alındığında, BIST 30 şirketlerinin sermaye yapılarını ağırlıklı olarak yabancı kaynak ile oluşturduğu sonucuna erişilebilir. Diğer yandan bu şirketlerin yüksek oranda borç kullanmaları, riskliliklerini de artırmakta olduğu düşünülmektedir. Analiz dönemi ve analize dâhil edilen şirketler için BO değeri maksimum 10.66, minimum ise 0.42

olarak gerçekleşmiştir. ROE, standart sapma açısından incelendiğinde ise 3.20'lik bir değer ile yıllar itibariyle önemli bir değişkenlik gösterdiği düşünülmektedir.

Tanımlayıcı istatistikler tablosunda yer alan Skewness (Çarpıklık) ve Kurtosis (Basıklık) değerleri veri setini oluşturan değişkenlerin normal dağılıma sahip olup olmadığını ifade etmektedir. Çarpıklık ve basıklık katsayısı normal dağılımda 0'dır. Verilerin normal dağılıma sahip olabilmesi için bu değerlerin (-1, +1) aralığında olması beklenmektedir (Genceli, 2006 ve Can, 2014). Bu açıdan Tablo 3'te görüldüğü üzere analize dâhil edilen tüm değişkenlere ilişkin verilerin normal dağılıma sahip olduğu söylenebilir.

Tanımlayıcı istatistiklerin değerlendirilmesinden sonra, verilerin panel veri regresyon analizine uygun olup olmadığına ilişkin olarak birim kök testleri gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda ilk olarak, değişkenler arasında durağan olmayan seriler tespit edilmiş ve bu seriler Levin, Lin ve Chu (2002) (LLC) testi ile birim kök testine tabi tutulup durağan hale getirilmiştir. Aşağıda Tablo 4'te görüleceği üzere, birim kök testi sonuçları incelendiğinde dört değişkenin p değerlerinin 0.05 kritik değerinden daha yüksek olduğu dolayısıyla serilerin durağan olmadığı ve birim kök içerdiği belirlenmiştir. Bu sorunu ortadan kaldırmak ve verilerin analize uygun hale gelebilmesi için ilgili değişkenlerin zaman serilerinin birinci dereceden farkları alınarak, LLC birim kök testi ile sınaması tekrar yapılmıştır. Sonuç olarak analize dâhil edilen bütün veriler, durağan hale getirilmiştir.

**Tablo 4: Birim Kök Testi Sonuçları**

<u>Değişkenler</u>	<u>Düzye</u>		<u>1. Fark</u>	
	<u>T ist.</u>	<u>P Değeri</u>	<u>T ist.</u>	<u>P Değeri</u>
<b>FK</b>	-14.32	0.00***		
<b>KPDO</b>	-3.65	0.00***		
<b>EBO</b>	0.22	0.59	-1.2e	0.00***
<b>EB2O</b>	-4.2e	0.00***		
<b>EB3O</b>	-92.89	0.00***		
<b>HAO</b>	-4.0e	0.00***		
<b>YO</b>	4.74	1.00	-2.1e	0.00***
<b>KO</b>	2.15	0.98	-8.82	0.00***
<b>TV</b>	-9.59	0.00***		
<b>ROA</b>	-6.07	0.00***		
<b>TQ</b>	-2.71	0.00***		
<b>ROE</b>	-13.88	0.00***		
<b>BO</b>	-0.80	0.21	-9.26	0.00***

**Not 1:** \*\*, \*, ve \* simgeleri katsayıların sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

**Not 2:** Bu tabloda, şirketlerin, sahiplik yapısı, sermaye yapısı kararları ve kâr payı dağıtım kararlarını temsil eden değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Tabloda; Finansal Kaldıraç (**FK**), Kâr Payı Dağıtım Oranı (**KPDO**), En Büyük Ortağın Sermaye Payı (**EBO**), En Büyük İkinci Ortağın Sermaye Payı (**EB2O**), En Büyük Üçüncü Ortağın Sermaye Payı (**EB3O**), Halka Açıklık Oranı (**HAO**), Yabancı Ortağın Sermaye Payı (**YO**), Kurumsal Ortağın Sermaye Payı (**KO**), Toplam Varlıklar (**TV**), Aktif Karlılık Oranı (**ROA**), Tobin's Q (**TQ**), Özermaye Karlılığı (**ROE**) ve **Borç / Özsermaye (BO)** ile gösterilmektedir.

Analiz verileri durağanlaştırıldıktan ve analize uygun hale getirildikten sonra panel regresyon analizi yapılmıştır. Bu bağlamda BIST 30 şirketlerinin sahiplik yapılarının sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarabilmek için iki farklı regresyon modeli oluşturulmuştur. Oluşturulan bu modeller doğrultusunda elde edilen bulgular aşağıdaki başlıklarda geniş bir şekilde açıklanmaktadır.

#### **IV.10.1. Şirketlerin Sahiplik Yapıları ile Sermaye Yapısı Kararları Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular**

Sahiplik yapısı değişkenleri ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarabilmek için panel regresyon analizi kapsamında havuzlanmış (klasik) model, sabit etkiler ya da rassal etkiler modellerinden hangisinin kullanılacağına, F testi, Hausman testi

ve Breusch-Pagan LM testi uygulanarak karar verilmiştir. F testi, panel veri modellerinde sabit etkiler modeline ya da rassal etkiler modeline karşı havuzlanmış modelin uygun olup olmadığını belirlemek için kullanılmıştır (Yerdelen Tatoğlu, 2012a:164). Model 1'e ilişkin F testi sonuçları aşağıdaki Tablo 5'te gösterilmektedir.

**Tablo 5: Model 1 (FK) F Testi Sonuçları**

<b>Model 1 (FK)</b>	<b>Coef. (Katsayı)</b>	<b>Std. Err. (Standart Hata)</b>	<b>T İstatistiği</b>	<b>P&gt; t </b>
<b>Değişkenler</b>				
<b>EBO</b>	0.5270	0.3317	1.59	0.115
<b>EB2O</b>	-0.5694	0.3533	-1.61	0.110
<b>EB3O</b>	-0.1032	0.3470	-0.30	0.767
<b>HAO</b>	-0.3065	0.2786	-1.10	0.274
<b>YO</b>	-0.2502	0.1421	-1.76	0.081
<b>KO</b>	0.3636	0.2443	1.49	0.140
<b>TV</b>	0.0752	0.0140	5.37	0.000
<b>ROA</b>	-0.5924	0.1380	-4.29	0.000
<b>Constant (Sabit)</b>	-0.9609	0.4681	-2.05	0.043
<b>sigma_u</b>	0.2086			
<b>sigma_e</b>	0.0414			
<b>Rho</b>	0.9620			
<b>F test</b>				F(17, 100) = 35.62 Prob > F = 0.000

**Not 1:** Bu tabloda, şirketlerin, sahiplik yapısı, sermaye yapısı kararları ve kâr payı dağıtım kararlarını temsil eden değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Tabloda; Finansal Kaldıraç (FK), En Büyük Ortağın Sermaye Payı (EBO), En Büyük İkinci Ortağın Sermaye Payı (EB2O), En Büyük Üçüncü Ortağın Sermaye Payı (EB3O), Halka Açıklık Oranı (HAO), Yabancı Ortağın Sermaye Payı (YO), Kurumsal Ortağın Sermaye Payı (KO), Toplam Varlıklar (TV) ve Aktif Karlılık Oranı (ROA) ile gösterilmektedir.

$H_0$ : Havuzlanmış etkiler modeli

$H_1$ : Sabit etkiler modeli

F testi sonuçlarına göre Prob değeri (0.00) 0.05'ten küçük olduğu için temel hipotez olan havuzlanmış etkiler modeli reddedilmektedir. Başka bir ifadeyle, sabit etkiler modeli geçerlidir.

Panel veri modellerinde tahminciler arasında seçim yapabilmeyi olanaklı hale getiren Hausman testi ile belirlenen birim ve/veya zaman etkileri doğrultusunda, bu etkilerin

sabit mi yoksa rassal mı olduğuna karar verilmiştir. Bu doğrultuda Hausman testine ilişkin sonuçlar aşağıdaki Tablo 6'da gösterilmektedir.

**Tablo 6: Model 1 (FK) Hausman Testi**

chi2(8)	5.12
Prob > chi2	0.7445

$H_0$ : Rassal etkiler modeli

$H_1$ : Sabit etkiler modeli

Tablo 6'daki Hausman testi sonuçlarına göre, Prob değeri (0.7445) 0.05'ten büyük olduğu için temel hipotez olan rassal etkiler modeli kabul edilmektedir. Başka bir deyişle, Model 1'de rassal etkiler modeli geçerlidir.

Rassal etkiler modeline karşı havuzlanmış etkiler modelinin uygun olup olmadığını test etmek için Breusch-Pagan LM Testi kullanılmıştır. Aşağıda Tablo 7'de Breusch-Pagan LM testi sonuçları gösterilmektedir.

**Tablo 7: Model 1 (FK) Breusch-Pagan LM Testi**

	Var	Sd=sqrt(Var)
<b>FK</b>	0.0375	0.1937
<b>E</b>	0.0017	0.0414
<b>u</b>	0.0157	0.1255
chibar2(1) =		249.46
Prob > chibar2 =		0.0000

$H_0$ : Havuzlanmış etkiler modeli

$H_1$ : Rassal etkiler modeli

Breusch-Pagan LM testi sonuçlarına göre, Prob değeri (0.00) 0.05'ten küçük olduğu için temel hipotez olan havuzlanmış etkiler modeli reddedilmektedir ve rassal etkiler modeli geçerlidir.

Model 1’de değişen varyans olup olmadığı, Levene Brown ve Forsythe Değişen Varyans Testi ile sınanmıştır. Test sonuçları aşağıda Tablo 8’de gösterilmektedir.

**Tablo 8: Model 1 (FK) Levene Brown ve Forsythe Değişen Varyans Testi**

$W_0 = 6.89$	$Pr > F = 0.0000$
$W_{50} = 2.42$	$Pr > F = 0.0030$
$W_{10} = 6.89$	$Pr > F = 0.0000$

$H_0$ : Sabit varyans

$H_1$ : Değişen varyans

Levene Brown ve Forsythe Değişen Varyans Testi sonuçlarına göre,  $W_0$ ,  $W_{50}$ , ve  $W_{10}$ ’un Prob değerleri (0.00) 0.05’ten küçük olduğu için temel hipotez olan sabit varyans hipotezi reddedilmektedir. Başka bir deyişle, modelde değişen varyans sorunu bulunmaktadır.

Model 1’de değişen varyans sorununun yanı sıra otokorelasyon probleminin olup olmadığına ilişkin olarak Bhargava Franzini ve Narendranathan’ın ve Baltagi Wu’nun En İyi Değişmez testi yapılmıştır. Testin sonuçları aşağıdaki Tablo 9’da gösterilmektedir.

**Tablo 9: Model 1 (FK) Otokorelasyon için Bhargava Franzini ve Narendranathan’ın ve Baltagi Wu’nun En İyi Değişmez Testi**

$F(17,100) = 35.62$
$Prob > F = 0.0000$

$H_0$ : Otokorelasyon yoktur

$H_1$ : Otokorelasyon vardır

Bhargava Franzini ve Narendranathan’ın ve Baltagi Wu’nun En İyi Değişmez testi sonuçlarına göre, Prob değeri (0.000) 0.05’ten küçük olduğu için temel hipotez olan

otokorelasyonun olmadığı belirten hipotez reddedilmektedir. Yani, otokorelasyon sorunu bulunmaktadır.

Model 1’de değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının varlığı tespit edilmiştir. Bu doğrultuda Model 1’deki değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarına karşı, Park (1967) tarafından geliştirilen “Uygun Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalized Least Squares, FGLS) dirençli tahmin yöntemi kullanılmak suretiyle problemler giderilmiş ve model tahminlenmiştir. Analiz sonuçları aşağıdaki Tablo 10’da gösterilmektedir.

**Tablo 10: FK Esas Alınarak Oluşturulan Model 1 İçin Tahmin Sonuçları**

Model 1 (FK)	Coef. (Katsayı)	Robust Std. Err. (Dayanıklı Standart Hata)	Z İstatistiği	P> z
<b>EBO</b>	0.0518	0.2089	0.25	0.804
<b>EB2O</b>	-0.1530	0.2750	-0.56	0.578
<b>EB3O</b>	0.1868	0.2150	0.87	0.385
<b>HAO</b>	-0.1291	0.1288	-1.00	0.316
<b>YO</b>	-0.1359	0.1093	-1.24	0.214
<b>KO</b>	-0.0700	0.1009	-0.69	0.488
<b>TV</b>	0.0802	0.0115	6.93	0.000***
<b>ROA</b>	-0.6048	0.1344	-4.50	0.000***
<b>Constant (Sabit)</b>	-1.1999	0.3532	-3.40	0.001***
			F(17, 100) =	35.62
			Prob > F =	0.0000***
			R-squared =	0.7161
<b>Not 1:</b> ***, **, ve * simgeleri katsayıların sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.				
<b>Not 2:</b> Bu tabloda, şirketlerin, sahiplik yapısı, sermaye yapısı kararları ve kâr payı dağıtım kararlarını temsil eden değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Tabloda; Finansal Kaldıraç (FK), En Büyük Ortağın Sermaye Payı (EBO), En Büyük İkinci Ortağın Sermaye Payı (EB2O), En Büyük Üçüncü Ortağın Sermaye Payı (EB3O), Halka Açıklık Oranı (HAO), Yabancı Ortağın Sermaye Payı (YO), Kurumsal Ortağın Sermaye Payı (KO), Toplam Varlıklar (TV) ve Aktif Karlılık Oranı (ROA) ile gösterilmektedir.				

Tablo 10’daki analiz sonuçları değerlendirildiğinde, finansal kaldıraç (FK) esas alınarak oluşturulmuş Model 1’e ilişkin panel veri regresyon analiz sonuçları incelenecek olursa, modelin %90 güven düzeyinde anlamlı olduğu belirlenmiştir (f değeri = 0.0000\*\*\*).

Bunun yanı sıra modelde yer alan bağımsız değişkenler, FK bağımlı değişkeninin %71.61'ini açıklamaktadır.

Model 1 kapsamında BIST 30 şirketlerinin sahiplik yapılarını ifade eden 6 bağımsız değişken ile FK arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Daha açık ifade etmek gerekirse, sahiplik yapısını ifade eden en büyük ortağın sermaye payı, en büyük 2. ortağın sermaye payı, en büyük 3. ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı ortağın sermaye payı ve kurumsal ortağın sermaye payı ile sermaye yapısını ifade eden finansal kaldıraç arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışmada elde edilen bu bulgu, Kumar (2004), Margaritis ve Psillaki (2010) ve Oruç (2012) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir. Bu bağlamda çalışma kapsamında oluşturulan 2., 4., 6., 8., 10. ve 12. Hipotezlerde,  $H_0$  hipotezleri kabul edilmektedir.

Çalışmada bağımsız değişkenlerin yanı sıra bağımlı değişkenleri etkilediği düşünülen kontrol değişkenleri ile finansal kaldıraç arasındaki ilişki incelendiğinde ise toplam varlıklar ile finansal kaldıraç arasında istatistiksel olarak anlamlı ( $p=0.000^{***}$ ) ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle toplam varlıklarda yaşanan bir birim artış, finansal kaldıraçta 0.08'lik bir artışa neden olmaktadır. Çalışma sonucunda elde edilen bu bulgu, Brailsford et al (2002), King ve Santor (2008), Sayman (2012) ve Taşkın ve Coşkun (2015) tarafından yapılan çalışmalarda sağlanan bulgular ile paralellik göstermektedir.

Bunun yanı sıra bir diğer kontrol değişkeni olan ROA ile finansal kaldıraç arasında istatistiksel olarak anlamlı ( $p=0.000^{***}$ ) ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle ROA'da yaşanacak bir birim artış, finansal kaldıraçta 0.6048'lik bir düşüşe



neden olmaktadır. Çalışmada elde edilen bu bulgu, Sayman (2012) tarafından yapılan çalışmada elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Çalışmada şirketlerin sahiplik yapıları ile sermaye yapısı arasında herhangi bir ilişkinin bulunamaması çeşitli sebeplerden dolayı ortaya çıkmış olabileceği düşünülmektedir.

İşletmelerin sermaye yapıları (yabancı kaynak/toplam varlık) ile ilgili kararları genel olarak hissedarlar tarafından görevlendirilen yönetici vermektedir. Bu doğrultuda işletmelerin sermaye yapılarına etki eden esas faktörün, hissedarlardan oluşan sahiplik yapısından ziyade üst düzey yönetim olduğu söylenebilir. Diğer bir deyişle işletmenin sermaye yapısı kararlarının alınmasından işletme yönetim kurulu ve üst düzey yöneticiler sorumlu olmaktadır. Bu bağlamda şirket hissedarları, şirket üzerindeki sahip oldukları kontrol gücünü yönetim kuruluna devrederek, sahiplik ve kontrol ayırımına gitmektedirler.

Ayrıca analiz kapsamında incelenen BIST 30 endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin büyük ölçekli şirketler olması ve hisse senetlerinin halka açık olan kısmının diğer şirketlere göre daha fazla olması diğer bir deyişle sermayenin tabana yayılması ile şirket kontrolü hissedarlarca yöneticilere devredilmektedir. Diğer bir deyişle şirket yöneticileri ile hissedarlar arasında oluşabilecek temsil maliyetlerinin en aza indirilebilmesi için hissedarlar sermaye yapısı kararlarını üst düzey yöneticilere devretmektedir. Bu yöneticiler de şirketin sermaye yapısını oluştururken, şirketi finansal sıkıntı, iflas maliyetlerine sokmadan, hissedarlara başarılı olduklarını gösterebilmek için borçlanma yoluna gitmemektedirler. Bu bağlamda yöneticiler, sermaye yapısı kararlarını alırken özsermayeden daha fazla yararlanabilmektedir. Bu durum da şirketin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkinin, sermaye yoğunlaşmasına ve sermaye sahipliği türüne bağlı olmadan gerçekleştiğinin göstergesidir.

İşletmelerin sahiplik yapıları, sektör, ülke, ekonomik ve politik koşullar ve benzeri birçok faktör sebebiyle değişiklik gösterebilmektedir. Bu bağlamda işletmelerin finansman kararları farklılık gösterebilmektedir. Bunun yanı sıra analize imalat sanayine ek olarak mali kuruluşlar, ulaştırma, haberleşme ve depolama sektörü gibi farklı sektörlerin uygulamaya dâhil edilmesi de değişkenler arasındaki ilişkinin ortaya çıkmasını engelleyen bir diğer faktördür.

Bunun yanı sıra, 2008 yılında ortaya çıkan ve etkisi 2009 yılının sonuna kadar sürdüğü düşünülen küresel mali kriz, şirketlerin sermaye yapısı kararları almalarında etkili olabilmektedir. Kriz sonrasında şirketlerin daha ihtiyatlı davranarak daha az borçlanma yoluna gittikleri söylenebilir. Çalışmanın analiz döneminin 2009-2015 dönemini kapsamaması ve BIST 30 şirketlerinin de bu doğrultuda sermaye yapılarını oluşturmaları, yine şirketlerin sahiplik yapıları ile sermaye yapısı kararları arasında bir ilişkinin tespit edilememesine etki eden bir diğer faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

#### **IV.10.2. Şirketlerin Sahiplik Yapıları ile Kâr Payı Dağıtım Kararları Arasındaki İlişkiye Yönelik Bulgular**

Sahiplik yapısı değişkenleri ile kâr payı dağıtım kararları arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarabilmek için panel regresyon analizi kapsamında havuzlanmış (klasik) model, sabit etkiler ya da rassal etkiler modellerinden hangisinin kullanılacağına, F testi ve Breusch-Pagan LM testi uygulanarak karar verilmiştir. Model 2'ye ilişkin F testi sonuçları aşağıdaki Tablo 11'de gösterilmektedir.

Tablo 11: Model 2 (KPDO) F Testi Sonuçları

Model 1 (KPDO)	Coef. (Katsayı)	Std. Err. (Standart Hata)	T İstatistiği	P> t
<u>Değişkenler</u>				
<b>EBO</b>	29.23	106.6688	0.27	0.785
<b>EB2O</b>	-143.4939	145.7241	-0.98	0.328
<b>EB3O</b>	235.6582	287.0557	0.82	0.414
<b>HAO</b>	36.0058	239.8948	0.15	0.881
<b>YO</b>	-97.5771	124.0104	-0.79	0.434
<b>KO</b>	16.7911	111.3208	0.15	0.880
<b>TV</b>	10.6141	13.9006	0.76	0.447
<b>FK</b>	16.0980	96.2547	0.17	0.868
<b>ROA</b>	-427.5356	326.8086	-1.31	0.195
<b>TQ</b>	-4.7570	5.2238	-0.91	0.365
<b>ROE</b>	106.4018	120.628	0.88	0.380
<b>BO</b>	-5.4883	4.7720	-1.15	0.254
<u>Constant (Sabit)</u>	-340.5853	407.6674	-0.84	0.406
<b>sigma_u</b>	30.3387			
<b>sigma_e</b>	28.4825			
<b>Rho</b>	0.5315			
<b>F test</b>			F(17, 78) = 0.80	Prob > F = 0.6904

**Not:** Bu tabloda, şirketlerin, sahiplik yapısı, sermaye yapısı kararları ve kâr payı dağıtım kararlarını temsil eden değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Tabloda; Finansal Kaldıraç (**FK**), Kâr Payı Dağıtım Oranı (**KPDO**), En Büyük Ortağın Sermaye Payı (**EBO**), En Büyük İkinci Ortağın Sermaye Payı (**EB2O**), En Büyük Üçüncü Ortağın Sermaye Payı (**EB3O**), Halka Açıklık Oranı (**HAO**), Yabancı Ortağın Sermaye Payı (**YO**), Kurumsal Ortağın Sermaye Payı (**KO**), Toplam Varlıklar (**TV**), Aktif Karlılık Oranı (**ROA**), Tobin's Q (**TQ**), Özsermaye Karlılığı (**ROE**) ve **Borç / Özsermaye (BO)** ile gösterilmektedir.

$H_0$ : Havuzlanmış etkiler modeli

$H_1$ : Sabit etkiler modeli

F testi sonuçlarına göre Prob değeri (0.6904) 0.05'ten büyük olduğu için temel hipotez olan havuzlanmış etkiler modeli reddedilmemektedir. Başka bir ifadeyle, havuzlanmış etkiler modeli geçerlidir.

Rassal etkiler modeline karşı havuzlanmış etkiler modelinin uygun olup olmadığını test etmek için Breusch-Pagan LM Testi kullanılmıştır. Aşağıda Tablo 12'de Breusch-Pagan LM testi sonuçları gösterilmektedir.

**Tablo 12: Model 2 (KPDO) Breusch-Pagan LM Testi**

	Var	Sd= sqrt (Var)
<b>KPDO</b>	767.0754	27.6961
<b>E</b>	811.2543	28.4825
<b>u</b>	0	0
chibar2(1) = 2.32		
Prob > chibar2 = 0.1277		

H<sub>0</sub>: Havuzlanmış etkiler modeli

H<sub>1</sub>: Rassal etkiler modeli

Breusch-Pagan LM testi sonuçlarına göre, Prob değeri (0.1277) 0.05'ten büyük olduğu için temel hipotez olan havuzlanmış etkiler modeli reddedilmemektedir. Diğer bir deyişle ve havuzlanmış etkiler modeli geçerlidir.

Modelde değişen varyans olup olmadığını araştırmak için, Breusch-Pagan/Cook-Weisberg testi uygulanmıştır. Breusch-Pagan / Cook-Weisberg Testi Sonuçları Tablo 13'te gösterilmektedir.

**Tablo 13: Model 2 (KPDO) Breusch-Pagan / Cook-Weisberg Testi Sonuçları**

chi2(1)	11.96
Prob > chi2	0.0005

H<sub>0</sub>: Sabit varyans

H<sub>1</sub>: Değişen varyans

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg testi sonuçlarına göre, Prob değeri (0.0005) 0.05'ten küçük olduğu için temel hipotez olan sabit varyans olduğu hipotezi reddedilmektedir. Başka bir deyişle modelde değişen varyans sorunu bulunmaktadır.

Modele ilişkin regresyon tahminlemesi yapabilmek için zaman serilerinde otokorelasyon probleminin olup olmadığı, Wooldridge otokorelasyon testi ile araştırılmıştır. Wooldridge otokorelasyon testine ilişkin sonuçlar Tablo 14’te gösterilmektedir.

**Tablo 14: Model 2 (KPDO) Woolridge Otokorelasyon Testi Sonuçları**

F(1, 17)	2.843
Prob > F	0.1101

$H_0$ : Otokorelasyon yoktur

$H_1$ : Otokorelasyon vardır

Wooldridge otokorelasyon testi sonuçlarına göre, Prob değeri (0.1101) 0.05’ten büyük olduğu için temel hipotez olan otokorelasyonun olmadığı hipotezi reddedilmemektedir. Başka bir deyişle, otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır.

Model 2’de değişen varyans sorununun varlığı tespit edilmiştir. Bu doğrultuda Model 2’deki değişen varyans sorununa karşı etkin ve tutarlı sonuçlar veren ve Rogers (1993) tarafından geliştirilen “Kümelenmiş Standart Hatalar Yöntemi” dirençli tahmin yöntemi kullanılmak suretiyle problem giderilmiş ve model tahminlenmiştir. Analiz sonuçları aşağıdaki Tablo 15’te gösterilmektedir.

**Tablo 15: KPDO Esas Alınarak Oluşturulan Model 2 İçin Tahmin Sonuçları**

Model 1 (KPDO)	Coef. (Katsayı)	Robust Std. Err. (Dayanıklı Standart Hata)	T İstatistiği	P> t
<b>Değişkenler</b>				
<b>EBO</b>	-13.795	16.9473	-0.81	0.427
<b>EB2O</b>	-38.2491	51.7843	-0.74	0.470
<b>EB3O</b>	72.2992	60.8133	1.19	0.251
<b>HAO</b>	-7.4116	8.7919	-0.84	0.411
<b>YO</b>	-36.9204	62.0389	-0.60	0.560
<b>KO</b>	-22.7425	39.6737	-0.57	0.574
<b>TV</b>	6.2559	3.5609	1.76	0.097*
<b>FK</b>	-84.7090	64.0647	-1.32	0.204
<b>ROA</b>	-285.9859	313.645	-0.91	0.375
<b>TQ</b>	-4.3550	4.0896	-1.06	0.302
<b>ROE</b>	62.2560	88.9293	0.70	0.493
<b>BO</b>	-1.0477	3.9699	-0.26	0.795
<b>Constant (Sabit)</b>	-109.8053	55.8609	-1.97	0.066*
			F(12, 17) = 2.23	
			Prob > F = 0.0640*	
			R-squared = 0.0950	
<b>Not 1:</b> ***, **, ve * simgeleri katsayıların sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.				
<b>Not 2:</b> Bu tabloda, şirketlerin, sahiplik yapısı, sermaye yapısı kararları ve kâr payı dağıtım kararlarını temsil eden değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Tabloda; Finansal Kaldıraç ( <b>FK</b> ), Kâr Payı Dağıtım Oranı ( <b>KPDO</b> ), En Büyük Ortağın Sermaye Payı ( <b>EBO</b> ), En Büyük İkinci Ortağın Sermaye Payı ( <b>EB2O</b> ), En Büyük Üçüncü Ortağın Sermaye Payı ( <b>EB3O</b> ), Halka Açıklık Oranı ( <b>HAO</b> ), Yabancı Ortağın Sermaye Payı ( <b>YO</b> ), Kurumsal Ortağın Sermaye Payı ( <b>KO</b> ), Toplam Varlıklar ( <b>TV</b> ), Aktif Karlılık Oranı ( <b>ROA</b> ), Tobin's Q ( <b>TQ</b> ), Özsermaye Karlılığı ( <b>ROE</b> ) ve <b>Borç / Özsermaye (BO)</b> ile gösterilmektedir.				

Tablo 15'deki analiz sonuçları değerlendirildiğinde, kâr payı dağıtım oranı (KPDO) esas alınarak oluşturulmuş Model 2'ye ilişkin panel veri regresyon analiz sonuçları incelenecek olursa, modelin %90 güven düzeyinde anlamlı olduğu belirlenmiştir (f değeri = 0.0640\*). Bunun yanı sıra modelde yer alan bağımsız değişkenler, KPDO bağımlı değişkeninin yaklaşık %10'unu açıklamaktadır.

Model 2 kapsamında BIST 30 şirketlerinin sahiplik yapılarını ifade eden 6 bağımsız değişken ile KPDO arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Daha açık ifade etmek gerekirse, sahiplik yapısını ifade eden en büyük ortağın sermaye payı, en büyük 2. ortağın sermaye payı, en büyük 3. ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı ortağın sermaye payı ve kurumsal ortağın sermaye payı ile kâr

payı dağıtım kararlarını ifade eden kâr payı dağıtım oranı arasında anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Model 2’de elde edilen bu bulgular, Kumar (2003), Chen, Cheung ve Stouraitis (2005) ve Warrad, vd., (2012) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir. Bu bağlamda çalışma kapsamında oluşturulan 1., 3., 5., 7., 9. ve 11. Hipotezlerde,  $H_0$  hipotezleri kabul edilmektedir.

Çalışmada bağımsız değişkenlerin yanı sıra bağımlı değişkenleri etkilediği düşünülen kontrol değişkenleri (Finansal Kaldıraç (FK), Toplam Varlıklar (TV), Aktif Karlılık Oranı (ROA), Tobin’s Q (TQ), Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Borç / Özsermaye (BO)) ile kâr payı dağıtım oranı arasındaki ilişki incelendiğinde ise sadece toplam varlıklar ile kâr payı dağıtım oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ( $p=0.097^*$ ) ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu bağlamda toplam varlıklardaki bir birim artış, kâr payı dağıtım kararlarında yaklaşık %10’luk bir artışa yol açmaktadır. Bu bulgu, Ramli (2010) ve Wei, Zhang ve Xiao (2003) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir. Ancak diğer kontrol değişkenleri ile KPDO arasında istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışmada elde edilen bu bulgular, Shah, Ullah ve Hasnain (2010), Mehrani, Moradi, Eskandar (2011), Ullah, Fida ve Khan (2012), Bradford, Chen ve Zhu (2013) ve Mossadak, Fontaine ve Khemakhem (2016) tarafından yapılan çalışmalar ile paralel sonuçlar içermektedir.

Çalışmada şirketlerin sahiplik yapıları ile kâr payı dağıtım kararları arasında herhangi bir ilişkinin bulunamaması çeşitli sebeplerden dolayı ortaya çıkmış olabileceği düşünülmektedir. Bu bağlamda;

İşletmelerin sermaye yapıları (yabancı kaynak/toplam varlık) ile ilgili kararları genel olarak hissedarlar tarafından görevlendirilen yönetici vermektedir. Bu doğrultuda işletmelerin sermaye yapılarına etki eden esas faktörün, hissedarlardan oluşan sahiplik

yapısından ziyade üst düzey yönetim olduğu söylenebilir. Diğer bir deyişle işletmenin sermaye yapısı kararlarının alınmasından işletme yönetim kurulu ve üst düzey yöneticiler sorumlu olmaktadır. Bu bağlamda şirket hissedarları, şirket üzerindeki sahip oldukları kontrol gücünü yönetim kuruluna devrederek, sahiplik ve kontrol ayırımına gitmektedirler.

İşletmelerin sermaye yapısı kararlarında olduğu gibi kâr payı dağıtımlarına ilişkin kararları da genel olarak hissedarlar tarafından görevlendirilen yönetim kurulları vermektedir. Bu doğrultuda işletmelerin kâr payı dağıtım kararlarına etki eden esas faktörün, hissedarlardan oluşan sahiplik yapısından ziyade üst düzey yönetim olduğu söylenebilir. Diğer bir deyişle, işletmenin sermaye yapısı kararlarının alınmasından işletme yönetim kurulu ve üst düzey yöneticiler sorumlu olmaktadır. Bu bağlamda şirket hissedarları, şirket üzerindeki sahip oldukları kontrol gücünü yönetim kuruluna devrederek, sahiplik ve kontrol ayırımına gitmektedirler. Böylelikle şirketin sahiplik yapısı ile şirket politikalarını belirleyen ve gerçekleştiren yönetim kademesi ayrılmaktadır. Dolayısıyla hissedarlar, şirketin sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım politikalarının oluşturulmasına etki etmemektedir.

Ayrıca analiz kapsamında incelenen BIST 30 endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin büyük ölçekli şirketler olması ve hisse senetlerinin halka açık olan kısmının diğer şirketlere göre daha fazla olması diğer bir deyişle sermayenin tabana yayılması ile şirket kontrolü hissedarlarca yöneticilere devredilmektedir. Diğer bir ifadeyle şirket yöneticileri ile hissedarlar arasında oluşabilecek temsil maliyetlerinin en aza indirilebilmesi için hissedarlar, kâr payı dağıtım kararlarını üst düzey yöneticilere devretmektedir. Bu yöneticiler de şirketin kâr payı dağıtım kararlarını, şirket paydaşlarının optimal faydasını sağlayacak şekilde oluşturmaktadırlar. Diğer bir deyişle yöneticiler, kâr payı dağıtım kararlarını alırken, şirketin sahiplik yapısını oluşturan hissedarlardan ziyade kendileri ve diğer paydaşlar için en uygun kararı almakta ve yapıyı oluşturmaktadır. Bu durum da şirketin sahiplik yapısı ile kâr payı



dağıtım kararları arasındaki ilişkinin, sermaye yoğunlaşmasına ve sermaye sahipliği türüne bağlı olmadan gerçekleştiğinin göstergesi olarak kabul edilebilir.

İşletmelerin sahiplik yapıları, sektör, ülke, ekonomik ve politik koşullar ve benzeri birçok faktör sebebiyle değişiklik gösterebilmektedir. İşletmelerin kâr payı dağıtım kararları farklılık gösterebilmektedir. Bunun yanı sıra analize imalat sanayine ek olarak mali kuruluşlar, ulaştırma, haberleşme ve depolama sektörü gibi farklı sektörlerin uygulamaya dâhil edilmesi de değişkenler arasındaki ilişkinin ortaya çıkmasını engelleyen bir diğer faktör olarak görülmektedir. Bunun yanı sıra, 2008 yılında ortaya çıkan ve etkisi 2009 yılının sonuna kadar sürdüğü düşünülen küresel mali kriz, şirketlerin kâr payı dağıtım kararlarını almalarında etkili olabileceği de düşünülmektedir. Çünkü kriz sonrasında şirketlerin, daha ihtiyatlı davranarak elde edilen karı dağıtmayıp otofinansman yoluna gittikleri de söylenebilir. Dolayısıyla bu ve benzeri faktörlerin, şirketlerin sahiplik yapıları ile kâr payı dağıtım kararları arasında herhangi bir ilişkinin tespit edilememesini açıkladığı düşünülmektedir.

## SONUÇ

Çalışmada Borsa İstanbul 30 endeksinde işlem gören şirketlerin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararları arasında ilişki olup olmadığı incelenmeye çalışılmıştır. Yapılan analiz sonucunda 2009-2015 yılları arasında şirketlerin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarını arasında ilişki bulunamamıştır.

Konuyla ilgili olarak literatürde yapılan çalışmalar incelenmiş olup değişkenler belirlenerek iki model kurulmuştur. Birinci modelde sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiye bakılmış olup ikinci modelde sahiplik yapısı ile kâr payı dağıtım kararları arasındaki ilişki incelenmiştir. Birinci modelde sermaye yapısı kararlarını temsil eden bağımlı değişkenimiz finansal kaldıraç oranı iken ikinci modelde kâr payı dağıtım kararlarını temsil eden bağımlı değişkenimiz kâr payı dağıtım oranı olarak alınmıştır. Modellerde bağımsız değişken olarak, birinci en büyük ortağın sermaye payı, ikinci en büyük ortağın sermaye payı, üçüncü en büyük ortağın sermaye payı, yabancı ortağın sermaye payı, kurumsal ortağın sermaye payı ve halka açıklık oranı alınmıştır.

Sahiplik yapısı ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiye bakılan birinci modelde şirketlerinin sahiplik yapılarını ifade eden 6 bağımsız değişken ile FK arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışma kapsamında oluşturulan 2., 4., 6., 8., 10. ve 12. Hipotezlerde,  $H_0$  hipotezleri kabul edilmiştir. Çalışmada bağımsız değişkenlerin yanı sıra bağımlı değişkenleri etkilediği düşünülen kontrol değişkenleri ile finansal kaldıraç arasındaki ilişki incelendiğinde ise toplam varlıklar ile finansal kaldıraç arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra bir diğer kontrol değişkeni olan ROA ile finansal kaldıraç arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Sahiplik yapısı ile kâr payı dağıtım kararları arasındaki ilişkiye bakılan ikinci modelde şirketlerinin sahiplik yapılarını ifade eden 6 bağımsız değişken ile KPDO arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bu bağlamda çalışma kapsamında oluşturulan 1., 3., 5., 7., 9. ve 11. Hipotezlerde,  $H_0$  hipotezleri kabul edilmiştir. Çalışmada bağımsız değişkenlerin yanı sıra bağımlı değişkenleri etkilediği düşünülen kontrol değişkenleri ile kâr payı dağıtım kararları arasındaki ilişki incelendiğinde ise toplam varlıklar ile KPDO arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak diğer kontrol değişkenleri olan, Finansal Kaldıraç (FK), Toplam Varlıklar (TV), Aktif Karlılık Oranı (ROA), Tobin's Q (TQ), Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Borç / Özsermaye (BO) ile KPDO arasında herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilememiştir.

Sahiplik yapısı ile sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararları arasında ilişkinin olmaması veya çok düşük düzeyde olması, yapmış olduğumuz analizin imalat sektörüne ek olarak mali sektör ve ulaştırma, haberleşme ve depolama sektörü gibi farklı sektörlerin de analiz kapsamına alınması, değişkenler arasındaki ilişkinin ortaya çıkmasını engelleyen bir faktör olduğu düşünülmektedir. Ayrıca analiz döneminin, küresel mali kriz dönemini kapsamaması ve dolayısıyla şirketlerin sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarını etkilemesi de ilişkinin tespit edilememesine etki eden bir diğer faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bunun yanı sıra, analiz kapsamında incelenen BIST 30 endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin büyük ölçekli şirketler olması ve hisse senetlerinin halka açık olan kısmının diğer şirketlere göre daha fazla olması nedeniyle şirket yöneticileri ile hissedarlar arasında oluşabilecek temsil maliyetlerinin en aza indirilebilmesi için hissedarlar sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarını üst düzey yöneticilere devretmektedir. Bu durum da şirketin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararları arasındaki ilişkinin,

sermaye yoğunlaşmasına ve sermaye sahipliği türüne bağlı olmadan gerçekteğiğinin göstergesidir.



## KAYNAKÇA

- Agrawal A., ve Nagarajan N. J. (1990). Corporate capital structure, agency costs and ownership control: The case of all-equity firms. *The Journal of Finance*, 45 (4).
- Agustin, H. (2014). The effect of ownership structure on capital structure: Evidence from Indonesia banks. *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, 3 (10), 1-20.
- Ağdelen, Z., ve Erkut, H. (2008). Firma kurumsal ve yönetsel özelliklerinin insan kaynakları yönetimi üzerindeki etkisinin analizi. *Girne Amerikan University J. Soc. And Appl. Sci*, 3 (6).
- Ahmed, H., ve Javid, A. Y. (2009). The determinants of dividend policy in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 29.
- Akalın, G. (1981). *Kamu ekonomisi*. Ankara: Hacettepe Üniversitesi Yayınları.
- Akgüç, Ö. (2010). *Finansal yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Akın, A. (2004). Mülkiyet sahipliğinden kaynaklanan yönetim hakkının devri açısından post-modern yönetsel kontrol yaklaşımları ve stratejileri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22.
- Alacaklıoğlu, H. (2009). *Kurumsal yönetim ve aile şirketleri*. Ankara: Resital Yayıncılık.
- Algüner, A. (2005). *Kurumsal yatırımcılar finansal piyasalara etkileri ve Türkiye örneği*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Amatori, F., ve Jones, G. (2007). *Dünya işletme tarihi*, Ankara: Dost Kitabevi.
- Aras, G., ve Müslümov, A. (2008). Kurumsal yatırımcılar ve sermaye piyasası gelişmesi: Nedensellik ilişkisi analizi. *İMKB Dergisi*, 8 (29).
- Arnold, G. (1998). *Corporate financial management*. England: Financial Times Prentice Hall.

- Aydın, N., Başar, M., ve Coşkun, M. (2010). *Finansal yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Ayrıçay, Y., ve Kalkan, G. (2013). Sahiplik yapısı ve temsilcilik teorisi. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3 (2).
- Barton, S. L., Hill, N. C., ve Sundaram, S. (1989). An empirical test of stakeholder theory predictions of capital structure, *Financial Management*, 18 (1).
- Bathala, T. C., Moon, K. P., ve Rao, R. P. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective. *Financial Management*, 23 (4).
- Berezneak, E. (2007). *Bankalarda kurumsal yönetim çerçevesine sahiplik yapısı ve performans ilişkisi: Türkiye uygulaması*. Yüksek lisans tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Berk, N. (2000). *Finansal yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Berle, A., ve Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.
- Bradford, W., Chen, C., ve Zhu, S. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 27, 445–464.
- Bradley, M., Jarrel, G., ve Kim, H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 3.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., ve Pua, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Journal of Accounting and Finance*, 42, 1-26.
- Brealey, R. A., Myers S. C., ve Marcus, A. J. (2007). *İşletme finansının temelleri (Çev.: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı)*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.

- Brealey, R., Myers, S., ve Marcus, A. J. (1997). *Fundamentals of corporate finance*. McGraw-Hill.
- Brigham, E. F., ve Houston, J. F. (2014). *Finansal yönetim temelleri ( çeviri edit. Nevzat Aypek)*. Ankara: Nobel Yayınevi.
- Buferna, F., Bangassa, K., ve Hodgkinson, L. (2005). Determinants of capital structure evidence from Libya. *University of Liverpool Research Paper Series*.
- Büyükmert N. (2015). *İşletmelerde sahiplik yapısının kârlılık ve sermaye yapısı üzerine etkileri: Borsa İstanbul'da ampirik bir uygulama*. Yüksek lisans tezi, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstütüsü, Balıkesir.
- Can, A. (2014). *SPSS ile bilimsel araştırma sürecinde nicel veri analizi*. Ankara: Pegem Akademi.
- Canbaş, S., ve Vural, G. (2010). *Finansal yönetim*. Adana: Karahan Kitabevi.
- Cespedes, J., Gonzalez, M., ve Molina, C. A. (2010). Ownership concentration and the determinants of capital structure in Latin America. [http://etd.uum.edu.my/4174/2/s813365\\_abstract.pdf](http://etd.uum.edu.my/4174/2/s813365_abstract.pdf).
- Ceylan, A., ve Korkmaz, T. (2012). *Finansal yönetim*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Challaye, F. (1994). *Mülkiyet tarihi*. İstanbul: Düşünen Adam Yayınları.
- Chen, Z., Cheung, Y., Stouraitis, A., ve Wong, A. W. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13.
- Coffee, J. C. (2001). The rise of dispersed ownership: The roles of law and the state in the seperation of ownership and control. *The Yale Law Journal*, 111 (1).
- Çemberci, M. (2013). Kurumsal yönetim ilkelerinin Türk aile işletmelerinin yönetim ilkelerine adaptasyonunun değerlendirilmesi. *Akademik Bakış Dergisi*, 34.

- Çıtak, L. (2007). The impact of ownership structure on company performance; A panel data analysis on Istanbul stock exchange listed (ISE-100) companies, *International Research Journal of Finance and Economics*, 9.
- Davis, E. P. (1996). The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behaviour. *Financial Markets Group And Esrc Working Paper. (FMG Special Papers)*, 89.
- De Kok, J. M. P., Uhlaner, L. M., ve Thurik, A. R. (2006). Professional HRM practices in family owned-managed enterprises, *Journal of Small Business Management*, 44 (3).
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26 (2).
- Diacogiannis, G. P. (1993). *Financial management a modelling approach using spreadsheets*. McGraw-Hill.
- Doğan, M. (2007). *Kurumsal yönetim*. Ankara: Siyasal Yayınevi.
- Driffield, S. N., Mahambre, V., ve Pal, S. (2007). How does ownership affect capital structure and firm value? recent evidence from east Asia, centre for economic development & institutions brunel university west London, *Working Paper*, 7.
- Durand, D. (1952). The cost of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement. *Conference on Research on Business Finance, New York National Bureau of Economic Research*, 215-220.
- Ehrhardt, M., ve Brigham, E. (2006). *Corporate finance-a focused approach*. China: Thomson South-Western.



- Ehsan, S., Tabassum, N., Akram, Z., ve Nasir, R. (2013). Role of insider and individual ownership structure in dividend payout policy: Evidence from Pakistan. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 17 (9), 1316-1326.
- Ercan, M. K., ve Ünsal, B. (2005). *Değere dayalı işletme finansı finansal yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Eren, F. (1976). *Mülkiyet kavramı*. Ankara: A.Ü.H.F. Yayınları.
- Erkuş, H. (2001). Kurumsal yatırımcı olarak sosyal güvenlik kurumlarının sermaye piyasası üzerine etkileri. *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi*, 4.
- Ersel, H., ve Sak, G. (1996). *Düzenleme ve iktisat kuramı*. Ankara: SPK Yayınları.
- Ersoy, E., ve Çetenak E. H. (2015). Sahiplik yoğunlaşmasının temettü dağıtım kararlarına etkisi: Borsa İstanbul'da bir uygulama. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 15 (4).
- Genceli, M. (2006). Some popular normality tests for univariate distributions. *Journal of Engineering and Natural Sciences Mühendislik ve Fen Bilimleri Dergisi*, 4, 69-91.
- Gönenli, A. (1991). *İşletmelerde finansal yönetim*. İstanbul: İşletme Fakültesi Yayınları.
- Güngör, S. (2012). *Sahiplik yapısı ve temettü ilişkisi: İMKB'de bir uygulama*. Yüksek lisans tezi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çorum.
- Gürsoy, C. T. (2012). *Finansal yönetim ilkeleri*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Harada, K., ve Nguyen, P. (2006). Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. [http://pbfea2005.rutgers.edu/2007/papers/055-pascal%20nguyen%20-harada\\_nguyen.pdf](http://pbfea2005.rutgers.edu/2007/papers/055-pascal%20nguyen%20-harada_nguyen.pdf).
- Harris, M., ve Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46 (1), 297-355.

- Huda, N., ve Abdullah, M. N. (2013). Relationship between Ownership structure and dividend policy: Empirical evidence from Chittagong stock Exchange. *9th Asian Business Research Conference*, 1-22.
- Jensen, M. C., ve Mecling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-306.
- Kandır, S. Y. (2010). Kurumsal yatırımcıların İMKB şirketlerine yönelik yatırım tercihlerinin araştırılması. *İMKB Dergisi*, 11 (44).
- Karabıyık, H. (2011). *Türkiye’de firma büyüklüğü ve sahiplik yapısını etkileyen sektöre özgü firma belirleyicilerinin analizi: İMKB’de sektörel karşılaştırma*. Yüksek lisans tezi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- King, M. R., ve Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking and Finance*, 32.
- Kim, W. S., ve Sorenson, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21.
- Korkut, S. (2007). Parlamenter denetim kapsamında kamu iktisadi teşebbüslerinin denetlenmesi: TBMM kit komisyonunun denetim prosedürü ve kit’lerin denetiminde geleceğe dönük öngörüler, *Yasama Dergisi*, 6.
- Kouki, M., ve Guizani, M. (2009). Ownership structure and dividend policy evidence from the Tunisian stock market. *European Journal of Scientific Research*, 25 (1).
- Kumar, J. (2003). Ownership structure and dividend policy in India. *Indira Gandhi Institute Of Development Research*.
- Kumar, J. (2004). Debt vs. equity: Role of corporate governance, Indian institute of capital markets. *8th Capital Markets Conference*.

- Lawrance, J. G. (1998). *Principles of managerial finance*. New York: 5 th Edition, Harper and Row Publishers.
- Li, K., Yue, H., ve Zhao, L. (2009). Ownership, Institutions, and capital structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, 37.
- Luciana, M., ve Özkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *The European Journal of Finance*. 12 (3).
- Mankiw, N. G. (2001). *Principles of economics*. USA: Harcourt.
- Marchica, T. M. (2007). On the relevance of ownership structure in determining the maturity of debt. *EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper*.
- Margaritis, D., ve Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance, *Journal of Banking and Finance*, 34.
- Means, G. C. (1931). The separation of ownership and control in American industry. *The Quarterly Journal of Economics*, 46 (1).
- Mehran, H., Taggart, R. A., ve Yermack, D. (1999). CEO ownership, leasing and debt financing. *Financial Management*, 28 (2).
- Mehrani, S., Moradi, M., ve Eskandar, H. (2011). Ownership structure and dividend policy evidence from Iran. *African Journal of Business Management*, 5 (17).
- Mirzaei, H. (2012). A survey on the relationship between ownership structure and dividend policy in Tehran stock exchange. *International Conference on Management, Applied and Social Sciences*.
- Mishkin, F. S. (2001). Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries. *NBER Working Paper Series, Working Paper No.8087*.

- Mossadak, A., Fontaine, R., ve Khemakhem, H. (2016). The relationship between ownership structure and dividend policy in an emerging market: A Moroccan study. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4 (2), 89-95.
- Moyer, C., McGuigan, J., ve Rao, R. (2007). *Fundamentals of contemporary financial management*, USA: Thomson South-Western.
- Mustakallio, M. A. (2002). *Contractual and relational governance in family firms: Effects on strategic decision-making quality and firm performance*. Doctoral dissertations, Helsinki University of Technology Institute of Strategy and International Business.
- Myers, S., ve Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Okka, O. (2009). *Analitik finansal yönetim teori ve problemler*. Adana: Nobel Yayınevi.
- Okka, O. (2009). *Finansal yönetim*. Adana: Nobel Yayınevi.
- Oruç, E. (2012). *Temsil teorisi çerçevesinde sahiplik yapısının işletmelerin finansal kararları üzerine etkisi: İMKB uygulaması*. Doktora tezi, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimle Enstitüsü, Antalya.
- Ouiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., ve Salvi, A. (2005). *Corporate finance*. John Wiley and Sons.
- Önem, H. B., ve Demir, Y. (2015). Mülkiyet yapısının firma performansına etkisi: BIST imalat sektörü üzerine bir uygulama. *Vizyoner Dergisi*, 6 (13).
- Özdemir, M. (1997). *Finansal yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Öztürk, M. B. ve Şahin, E. E. (2013). İMKB’de işlem gören spor firmalarının sermaye yapısının belirleyicileri üzerine bir analiz. *Verimlilik Dergisi*.

- Palgrave, R. H. I. (1908). *Dictionary of political economy*. New York: Macmillan and Company.
- Parks, R. (1967). Efficient estimation of a system of regression equations when disturbances are both serially and contemporaneously correlated. *Journal of the American Statistical Association*, 62 (318), 500–509.
- Pekkaya, M. (2006). Kâr payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi: İMKB 30 endeks hisselerine bir analiz. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2 (4).
- Pike, R. ve Neale, B. (2009). *Corporate finance and investment decisions and strategies*. Prentice Hall.
- Pushner, G. M. (1995). Equity ownership structure, leverage, and productivity: Empirical evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 3.
- Ramli, N. M. (2010). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Malaysian companies. *International Review of Business Research Papers*, 6 (1).
- Rogers, W. H. (1993). Regression standard errors in clustered samples. *Stata Technical Bulletin*, 13 (3), 19-23.
- Ross, S. A., Westerfield, R.W., ve Jaffe, J. (2005). *Corporate finance*. New York: McGraw Hill.
- Sakınç, İ. (2008). *Sermaye sahipliği ve firma değeri ile ilişkisi*. Doktora tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Sarıaslan, H., ve Erol, C. (2008). *Finansal yönetim*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Sayman, Y. (2012). *Sahiplik yapısının firma performansı ve sermaye yapısı üzerine etkileri: İMKB'de işlem gören üretim firmalarında bir uygulama*. Doktora tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

- Shah, S. Z., Ullah, W., ve Hasnain, B. (2011). Impact of ownership structure on dividend policy of firm (evidence from Pakistan). *International Conference on Ebusiness, Management and Economics*.
- Soyak, A. (2000). *Küreselleşme sürecinde ulusal teknoloji politikası ve Türkiye: Sınai mülkiyet hakları ve Ar-Ge teşvikleri açısından bir çözümleme*. İstanbul: Bilim ve Teknik Yayınevi.
- Stouraitis, A., ve Wu, L. (2004). The impact of ownership structure on the dividend policy of Japanese firms with free cash flow problem. [http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/d0/CTR\\_FICHER\\_114\\_1226315600.pdf](http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/d0/CTR_FICHER_114_1226315600.pdf).
- Şahin, H. (2000). *Yatırım projeleri analizi*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Şahin, S. (2006). *İMKB’de yükselen piyasa ve düşen piyasa dönemlerinde durumsal ilişki analizi*. Yüksek lisans tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- Tanrıöven, C., ve Aksoy E. E. (2010). İMKB’de işlem gören şirketlerde ortaklık yoğunlaşmasının firma performansı üzerine etkileri. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46.
- Taşkın, F. D., ve Coşkun, S. (2015). Ortaklık yapılarının finansman kararları üzerine etkisi: BIST enerji firmaları incelemesi. *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17 (1), 105-118.
- Toraman, C., ve Okuyan, H. A. (2009). İşletmelerde ortaklık yapısında yoğunlaşmanın kaynak yapısı üzerindeki etkisi: İMKB şirketleri üzerine bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 41.

- Turaboğlu, T. T. (2002). *Vekâlet teorisi: Firma sahipli yapısı ve performans ilişkisi Türkiye örneği*. Doktora tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi, Adana.
- Tükel, A. (2010). Asimetrik enformasyon ışığında halka arzların uzun dönemli performanslarının değerlendirilmesi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 12.
- Tükenmez, M., Türkan, S., Serdar, Ö., Nilgün, K., Pınar, E., Hasan, F., Tülay, Y., Erdal Ö., Banu, D., ve Süleyman, Y. (1999). *Muhasebe sistemi uygulama genel tebliğine göre finansal yönetim*. İzmir: Vizyon Yayınları.
- Türko, M. (1999). *Finansal yönetim*. İstanbul: Alfa Basın Yayın Dağıtım.
- Ullah, H., Fida, A., ve Khan, S. (2012). The impact of ownership structure on dividend policy evidence from emerging markets KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, 3 (9).
- Ünlü, U., Bayrakdaroğlu, A., ve Ege, İ. (2009). Hisse senedi endeks getirileri ve temettü verimi: İMKB 100 ve S&P 500 endeksleri üzerine bir uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11 (1), 143-158.
- Ünlü, U. (2011). Yönetici sahipliği ve firma değeri: İMKB için ampirik bir uygulama, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 66 (2).
- Van Horne, J. (1971). *Financial management and policy*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Van Horne, J. C., ve Wachowicz, J. M. (1997). *Fundamentals of financial management*. Prentice Hall.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2012a). *Panel veri ekonometrisi*. İstanbul: Beta Yayınları.

- Warrad, L., Abed, S., Khriasat, O., ve Al-Sheikh, I. (2012). The effect of ownership structure on dividend payout policy: Evidence from Jordanian context. *International Journal of Economics and Finance*, 4 (2).
- Wei, G., Weiguo, Z., ve Jason, Z. Z. X. (2003). Dividend policy and ownership structure in China. *EFMA 2004 Basel Meetings Paper*.
- Wıwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of capital structure of Thai firms. *Pasific – Basin Finance Journal*, 7.
- Yılğör, A. G. (2005). İşletmelerde borçlanma düzeyindeki değişimin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri. *D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi*, 20 (1).
- Yılğör, A. G. (2012). *Sermaye yapısı ve finansman seçenekleri*, (Finansal yönetim, Şamiloğlu, F. ve Akgün, İ.), İstanbul: Lisans Yayıncılık.
- Yılğör, A. G., ve Yücel, E. (2012). İşletmelerin sahiplik yapısının incelenmesi: Sahiplik ve kontrol ayrımı konusunda çıkarımlar. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8 (16).
- Zhang, G. (1998). Ownership concentration, risk aversion and effect of financial structure on investment decisions. *European Economic Review*, 42.



