

**T.C.**  
**KARABÜK ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETMEANA BİLİM DALI**

**ŞİRKETLERİN SAHİPLİK YAPISI İLE SERMAYE YAPISI**  
**ARASINDAKİ İLİŞKİ: TÜRKİYE UYGULAMASI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Hazırlayan**  
**Hüseyin TAŞBAŞ**

**Tez Danışmanı**  
**Doç. Dr. Muhammet BELEN**

**Karabük**

**MAYIS/2018**

**T.C.**  
**KARABÜK ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETMEANA BİLİM DALI**

**ŞİRKETLERİN SAHİPLİK YAPISI İLE SERMAYE YAPISI**  
**ARASINDAKİ İLİŞKİ: TÜRKİYE UYGULAMASI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Hazırlayan**  
**Hüseyin TAŞBAŞ**

**Tez Danışmanı**  
**Doç. Dr. Muhammet BELEN**

**Karabük**

**MAYIS/2018**

## İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER .....	1
TEZ ONAY SAYFASI.....	4
DOĞRULUK BEYANI.....	5
ÖNSÖZ.....	6
ÖZ.....	7
ABSTRACT.....	8
ARŞİV KAYIT BİLGİLERİ.....	9
ARCHIVE RECORD INFORMATION.....	10
KISALTMALAR .....	11
ARAŞTIRMANIN KONUSU.....	12
ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ .....	12
ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ .....	12
ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİ / PROBLEM.....	13
KAPSAM VE SINIRLILIKLAR/KARŞILAŞILAN GÜÇLÜKLER .....	14
1. ŞİRKETLERDE SERMAYE YAPISI .....	17
1.1. Sermaye Yapısı Kavramı.....	17
1.2. Sermaye Yapısı Teorileri.....	18
1.2.1. Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar.....	18
1.2.1.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	18


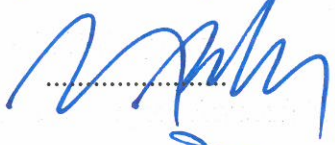
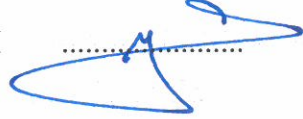
1.2.1.2.	Net Gelir Yaklaşımı.....	20
1.2.1.3.	Geleneksel Yaklaşım .....	21
1.2.2.	Modigliani-Miller Yaklaşımı.....	23
1.2.3.	Miller Yaklaşımı.....	26
1.2.4.	Ödünleşme (Trade-Off) Teorisi .....	28
1.2.5.	Sinyal Teorisi .....	30
1.2.6.	Temsilcilik Maliyeti Teorisi.....	33
1.2.7.	Piyasa Zamanlaması Teorisi .....	35
1.2.8.	Finansal Hiyerarşi Teorisi.....	37
2.	ŞİRKETLERİN SAHIPLİK YAPISI.....	40
2.1.	Sahiplik Kavramı .....	40
2.2.	Sermaye Sahipliği.....	41
2.3.	Sermaye Sahipliğinin Türleri.....	43
2.3.1.	Aile İşletmeleri.....	44
2.3.2.	Kurumsal Yatırımcı Sahipliği.....	48
2.3.3.	Devlet Sahipliği.....	50
2.3.4.	Geniş Tabanlı Sahiplik Yapısı .....	51
2.3.5.	Yönetici Sahipliği .....	53
2.3.6.	Çalışan Sahipliği.....	54
2.4.	Sahiplik ve Kontrol .....	55
2.4.1.	Farklılaştırılmış Oy Hakları .....	57
2.4.2.	Piramit Yapılar .....	57
2.4.3.	Çapraz Sahiplik.....	60
2.5.	Sahiplik Yoğunluğu.....	60
2.5.1.	Kontrol Eden Hissedarın Sahip Olduğu Hisse Oranı.....	63
2.5.2.	Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı (Halka Açıklık Oranı).....	64

<b>3. ŞİRKETLERİN SAHİPLİK YAPISI İLE SERMAYE YAPISI ARASINDAKİ İLİŞKİ</b> .....	<b>66</b>
<b>3.1. Uygulamada Kullanılan Değişkenler</b> .....	<b>72</b>
<b>3.1.1. Bağımlı Değişken</b> .....	<b>73</b>
<b>3.1.2. Bağımsız Değişkenler</b> .....	<b>73</b>
<b>3.2. Model</b> .....	<b>76</b>
<b>3.2.1. Değişen Varyans Testi</b> .....	<b>77</b>
<b>3.2.2. Çoklu Doğrusal Bağlantı Testi</b> .....	<b>77</b>
<b>3.2.3. Normallik Testi</b> .....	<b>78</b>
<b>3.3. Regresyon Analizi Sonuçları</b> .....	<b>78</b>
<b>SONUÇ</b> .....	<b>81</b>
<b>KAYNAKÇA</b> .....	<b>83</b>
<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	<b>90</b>
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ</b> .....	<b>91</b>
<b>EKLER</b> .....	<b>92</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ</b> .....	<b>101</b>

## TEZ ONAY SAYFASI

### Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Hüseyin TAŞBAŞ'a ait "Şirketlerin Sahiplik Yapısı İle Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: Türkiye Uygulaması" adlı bu tez çalışması Tez Kurulumuz tarafından İşletme Yüksek Lisans programı tezi olarak oybirliği / oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

	Akademik Unvanı, Adı ve Soyadı	İmzası
Tez Kurulu Başkanı	:Doç. Dr. Ümit GÜMRAH	
Danışman Üye	:Doç. Dr. Muhammet BELEN	
Üye	:Doç. Dr. Hüseyin KARAMELİKLİ	

Tez Sınavı Tarihi: 28.06.2018

## DOĞRULUK BEYANI

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum bu çalışmayı bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı herhangi bir yola tevessül etmeden yazdığımı, araştırmamı yaparken hangi tür alıntılarım intihal kusuru sayılacağımı bildiğimi, intihal kusuru sayılabilecek herhangi bir bölüme araştırmamda yer vermediğimi, yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden olduğuğunu ve bu eserlere metin içerisinde uygun şekilde atıf yapıldığını beyan ederim.

Enstitü tarafından belli bir zamana bağlı olmaksızın, tezimle ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak ahlaki ve hukuki tüm sonuçlara katlanmayı kabul ederim.

Adı Soyadı: Hüseyin TAŞBAŞ

İmza

: 

## ÖNSÖZ

Şirketlerin Sahiplik Yapısı İle Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: Türkiye Uygulaması isimli bu çalışmanın, finans literatüründe sahiplik yapısı ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiyi araştıran çok az çalışma yapılması, konunun günümüzde de halen tartışılıyor olması ve güncelliğini sürdürmesi nedeniyle elde edilecek sonuçların literatüre katkı sağlayacağı beklenmektedir.

Çalışmanın hazırlanması sürecinde, değerli katkılarıyla tezimin zenginleştirilmesine destek veren ve beni tezimi bitirme noktasında motive eden çok değerli danışmanım Doç. Dr. Muhammet BELEN hocama, tezimi yazma sürecinde bana destek olan, yol gösteren, motive eden ve desteğini esirgemeyen Sayın Dr. Öğretim Üyesi Hakan VARGÜN hocama çok teşekkür ederim.

Hayatımın her alanında bana destek olan yardımlarını esirgemeyen, babam Sabri TAŞBAŞ' a, annem Hatice TAŞBAŞ' a ve kardeşlerim Münevver TAŞBAŞ ve Kağan Yasin TAŞBAŞ' a çok teşekkür ederim.

Ayrıca bu süreçte, geçmişte de olduğu gibi yanımda olan ve bana destek olan değerli arkadaşlarım, Merve YILMAZ, Feyyaz KARA ve Yasin ÖZDEN'e teşekkürlerimi sunarım.



## ÖZ

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de şirketlerin sermaye yapısı (kaldıraç) ile sahiplik yapısı (sahiplik yoğunluğu) arasında bir ilişki olup olmadığını incelemektir. Çalışmada BIST İmalat Sektörüne dâhil 77 şirketin 2017 yılı finansal verileri kullanılmıştır. Analizde bağımlı değişken olarak sermaye yapısı (kaldıraç), bağımsız değişken olarak ise sahiplik yapısı, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, varlıkların yapısı ve karlılık kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, şirketlerin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna göre kontrol eden hissedarın pay oranı arttıkça şirketlerin borçlanma oranı düşmektedir. Bu bulgu, kontrol eden pay sahibinin payı arttıkça riskten kaçınmaya eğilimli olduğunu söyleyen hipotezi de desteklemektedir.

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

## **ABSTRACT**

The aim of this study is to investigate whether there is a relationship between the capital structure (leverage) and the ownership structure (ownership concentration) of companies in Turkey. The financial data of 77 companies included in the BIST Manufacturing Sector are used in the study. In the analysis, ownership structure, growth opportunities, firm size, structure of assets and profitability are used as independent variables while capital structure (leverage) is the dependent variable. As a result of the study, it is found that there is a significant and negative relationship between the ownership structure of the companies and the capital structure. It means that, as the controlling shareholder's share increases, the borrowing rate of the companies decreases. This finding supports the hypothesis that the controlling shareholder will tend to avoid risk as its share increases.

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

## ARŞİV KAYIT BİLGİLERİ

<b>Tezin Adı</b>	<b>Şirketlerin Sahiplik Yapısı İle Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: Türkiye Uygulaması</b>
<b>Tezin Yazarı</b>	<b>Hüseyin TAŞBAŞ</b>
<b>Tezin Danışmanı</b>	<b>Doç. Dr. Muhammet BELEN</b>
<b>Tezin Derecesi</b>	<b>Yüksek Lisans</b>
<b>Tezin Tarihi</b>	<b>Mayıs 2018</b>
<b>Tezin Alanı</b>	<b>İşletme</b>
<b>Tezin Yeri</b>	<b>Karabük</b>
<b>Tezin Sayfa Sayısı</b>	<b>101</b>
<b>Anahtar Kelimeler</b>	<b>Sahiplik Yapısı, Sermaye Yapısı, Sahiplik Yoğunlaşması</b>

## ARCHIVE RECORD INFORMATION

<b>Name of the Thesis</b>	<b>The Relationship Between Ownership Structures and Capital Structures of Corporations; The Turkish Case</b>
<b>Author of the Thesis</b>	<b>Hüseyin TAŞBAŞ</b>
<b>Advisor of the Thesis</b>	<b>Assoc. Prof. Dr. Muhammet BELEN</b>
<b>Status of the Thesis</b>	<b>Master</b>
<b>Date of the Thesis</b>	<b>May 2018</b>
<b>Field of the Thesis</b>	<b>Business Administration</b>
<b>Place of the Thesis</b>	<b>Karabük</b>
<b>Total Page Number</b>	<b>101</b>
<b>Keywords</b>	<b>Ownership Structure, Capital Structure, Ownership Concentration</b>

## KISALTMALAR

**TDK:** Türk Dil Kurumu

**ABD:** Amerika Birleşik Devletleri

**KİT:** Kamu İktisadi Teşebbüsü

**ESOP:** Employee Stock Ownership Plan

**MKK:** Merkezi Kayıt Kuruluşu

**SPKN:** Sermaye Piyasası Kanunu

**MM:** Modigliani ve Miller

**PD/DD:** Piyasa Değeri / Defter Değeri

**BİST:** Borsa İstanbul

**SPK:** Sermaye Piyasası Kurulu

**İMKB:** İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

## ARAŞTIRMANIN KONUSU

Şirketlerin sermaye yapılarının şirketler açısından önem arz ettiği bilinmektedir. Bu çalışmada, şirketlerin sahiplik yapılarının şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyip etkilemediğini belirlemek amacıyla, Borsa İstanbul'da (BIST) faaliyet gösteren İmalat Sektörü şirketleri üzerinde ampirik bir uygulama yapılmıştır.

## ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Bu tez çalışmasının amacı, şirketlerin sahiplik yapısının sermaye yapısı kararları üzerinde etkisi olup olmadığını araştırmaktır. Çalışmada BIST İmalat Sektöründe faaliyet gösteren 77 şirketin 2017 yılına ait verileri kullanılmıştır. Literatürde konu güncelliğini sürdürmekte olup, yapılan çalışmalardan elde edilen bulgular birbirleriyle çelişen bulgular ortaya koymaktadır. Bu nedenle çalışmamızda elde edilen bulguların literatürdeki tartışmaya önemli katkılar sağlayacağı beklenmektedir.

## ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Bu çalışmada yatay kesit veri üzerinde çoklu doğrusal regresyon analizi uygulanmıştır. Yatay kesit veri tek bir yıla ait birden çok değişkenin bulunduğu veri tipine denilmektedir.

Bir bağımlı değişken ve bunu etkileyen birden çok bağımsız değişkenin arasındaki ilişki çoklu regresyon modeli olarak tanımlanmaktadır. Çoklu regresyon modeli şu şekilde kurulabilmektedir (Tarı, 2012):

$$Y=b_0+b_1X_1+b_2X_2+\dots\dots\dots b_kX_k+e$$

Bu ilişkide Y bağımlı değişken, k-1 sayıda bulunan X'ler ise bağımsız değişkenleri oluşturmaktadır.

Çoklu regresyon modelinde bir takım varsayımlar mevcuttur bunları şu şekilde sıralayabiliriz (Tarı, 2012):

- 1- Hata terimi stokastik bir değişkendir.
- 2- Hata teriminin ortalaması sıfıra eşittir.
- 3- Hata terimi normal dağılıma sahiptir.
- 4- Hata terimi sabit varyansa sahiptir.
- 5- Otokorelasyon bulunmamaktadır.

6- Bağımsız değişken ile hata terimi arasında ilişki yoktur. Bağımsız değişken sabit değerlidir.

7- Bağımsız değişkenler arasında güçlü bir ilişki bulunmamaktadır.

8- Bağımsız değişkenler stokastik değildir. Ölçme hataları bulunmamaktadır.

9- Model doğru bir şekilde kurulmuştur.

Yukarıdaki varsayımlar sağlanması halinde model güvenilir tahminler verilebilmektedir. Bu varsayımların üç tanesinin geçerliliği test edilebilmektedir. Bunlar sırasıyla, çoklu doğrusal bağlantı, değişen varyans ve otokorelasyon sorunudur.

Çoklu doğrusal bağlantı, bağımsız değişkenlerin kendi aralarında ilişki bulunması durumudur. Yani modeldeki bağımsız değişkenlerden bazılarının veya hepsinin arasında güçlü bir ilişki bulunmasıdır. Bu durum daha çok zaman serilerinde görülmektedir. Fakat bu tez çalışmasında yatay kesit veri kullanılmasına rağmen çoklu doğrusal bağlantı testi uygulanmıştır.

Değişen varyans (heteroscedasticity) sorunu, hata terimi varyansının aynı kalmayıp bağımsız değişken ile birlikte değişmesi halinde ortaya çıkmaktadır. Değişen varyans problemi daha çok yatay kesit verilerde görülmektedir. Bu tez çalışmasında yatay kesit veri kullanıldığı için değişen varyans testi uygulanmıştır.

Otokorelasyon, hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasında ilişki bulunması halinde ortaya çıkmaktadır. Otokorelasyon sorunu daha çok zaman serilerinde görülmektedir. Bu tez çalışmasında yatay kesit veri kullanıldığı için otokorelasyon testinin uygulanmasına gerek görülmemiştir.

Bu varsayımlar dışında hata terimlerinin normal dağılıp dağılmadığı varsayımı literatürde önemli görüldüğü için normallik testi uygulanmıştır.

## **ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİ / PROBLEM**

### **Hipotezler**

**Hipotez1:** Kontrol eden hissedar ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında negatif bir ilişki vardır.

Buna göre şirketlerde kontrol eden hissedarın payı (nakit akım hakkı) arttıkça şirketlerin kaldıraç oranı (borçluluk oranı) düşmektedir. Bu ilişki literatürde "riskten

kaçınma" veya "korunma" hipotezi olarak adlandırılmaktadır (De La Bruslerie ve Latrous, 2012).

**Hipotez2:** Büyüme fırsatları ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki vardır.

Buna göre büyüme fırsatları (piyasa değeri/defter değeri) arttıkça kaldıraç oranı (borçluluk oranı) düşmektedir. Myers (1977), büyüme ve borç arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

**Hipotez3:** Firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır.

Buna göre firma büyüklüğü arttıkça kaldıraç oranı (borçluluk oranı) da artmaktadır. Rajan ve Zingales (1995), bunun sebebini firma büyüklüğünün iflas ihtimalini temsil ettiğini ve iflas ihtimalinin küçük şirketlerde yüksek olmasına bağlamaktadır.

**Hipotez4:** Varlıkların yapısı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır.

Buna göre varlıkların yapısı ( Maddi duran varlık/Toplam varlık oranı) arttıkça kaldıraç (borçluluk oranı) oranı da artmaktadır. Rajan ve Zingales (1995), maddi varlıkların krediler için teminat olarak vaat edilebileceğini ve bu nedenle borcun temsil maliyetlerini azaltabileceğini iddia etmektedir. Myers (1977), borçlanma nedeniyle düşük yatırım probleminin maddi varlıkları yüksek olan işletmeler için zayıf olduğunu önermektedir. yani maddi varlıkları çok olan işletmeler borçlanma yoluna gitmekten çekinmemektedir.

**Hipotez5:** Karlılık ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki vardır.

Buna göre şirket karlılığı arttıkça kaldıraç (borç oranı) oranı düşmektedir. Myers ve Majluf (1984), karlılığı yüksek olan firmaların iç kaynakları daha fazla olduğu için daha az borç kullandıklarını ileri sürmektedir.

## **KAPSAM VE SINIRLILIKLAR/KARŞILAŞILAN GÜÇLÜKLER**

Bu çalışmaya konu olan şirketler BIST’te işlem gören şirketler arasından seçilmiştir. 2017 yılında İmalat sektöründe faaliyet gösteren 181 şirket arasından aşağıda açıklanan belirli koşullar göz önünde bulundurularak 77 şirket analize tabi tutulmuştur. Analize dahil edilen şirketler Ek 1 de, analiz dışı tutulan şirketler ise Ek 2 de gösterilmiştir. Sektör olarak imalat sektörünün seçilmesinin amacı imalat sektörü şirketlerinin yapı olarak diğer sektörlerle göre farklılık arz etmesi ve farklı sektörlerden



elde edilmiş olunan bulguların uygulama amacını olumsuz yönde etkilemesine engel olmaktadır.

İmalat sektöründe faaliyet gösteren 181 şirketin tamamının analize dahil edilmesine engel olan koşullar şunlardır: Çalışmada kullanılan ve ilişkisini test etmek istediğimiz temel bağımsız değişken olan sahiplik yapısını temsilen, şirketlerin 2017 yılı sonu itibarıyla "fiili dolaşımdaki pay oranı" kullanılmıştır. Bu oran şirketteki büyük ortakların (şirketi kontrol eden ortakların) şirketteki nakit akım haklarını göstermektedir. Ancak ortaklık yapısında başka bir halka açık şirket (genellikle holding) olduğu zaman fiili dolaşımdaki pay oranı kontrol eden ortakların nakit akım hakkını (kar payı hakkını) doğru bir şekilde temsil etmediği için bu şirketler analiz dışı tutulmuştur. Kontrol zinciri takip edilerek nihai kar payı hakkını hesaplamak mümkün olabilirdi. Fakat bu durumda fiili dolaşımdaki pay mantığının kısmen de olsa dışına çıkılmasına yol açacağından bu şirketler analize dahil edilmemiştir.

Analize dahil edilen şirketler içinde oy hakkı imtiyazı veya yönetim kurulunu belirleme gibi imtiyazların olması, büyük ortakların (genellikle aile) kontrol gücünü artırmakla birlikte nakit akım hakkını (fiili dolaşımdaki pay oranıyla belirlenen) bozmadığı için analiz dışı tutulmamıştır. Tabii şirketlerin fiili dolaşımdaki pay oranı halkın elindeki oranı temsil etmektedir. Dolayısıyla şirketi kontrol edenlerin (aile ve yöneticiler) nakit akım hakkını "bir eksi fiili dolaşımdaki pay oranı" belirlemektedir.

Ortaklık yapısı içinde %5'ten büyük payı olan yabancı şirketler bulunması durumunda ise, şirketin bulunduğu ülkede halka açık olma ihtimali çok yüksek olduğundan bu şirketler de analize dahil edilmemiştir.

Ayrıca nakit akış tablosunu doğrudan yöntemle göre düzenleyen Uşak Seramik, Karsu Tekstil, Gediz Ambalaj, Erbosan Erciyas Boru (amortisman ve itfa paylarına doğrudan ulaşamaması sebebiyle) analiz dışı bırakılmıştır. Ve 29.12.2017 tarihinde BIST fiyatı ve fiili dolaşımdaki pay oranına ulaşamayan Safkar Ege Soğutmacılık şirketiyle beraber finansal raporlarını yayınlanma tarihinde (12.03.2018) yayınlamayan Balatacılar Balatacılık, Royal Halı İplik ve Bossa Ticaret şirketleri analiz dışı bırakılmıştır.

Analizde kullanılan veriler KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) sitesi, şirketlerin web siteleri, MKK (Merkezi Kayıt İstanbul: Türkiye'nin Merkezi Saklama

Kuruluşu) sitesi ve Investing.com (Hisse Senedi ve Finans Haberleri) web sitelerinden alınmıştır.

Toplanan veriler Stata 14.2 programında yatay kesit regresyon (cross-sectional regression) analizine tabi tutulmuştur.



# 1. ŞİRKETLERDE SERMAYE YAPISI

## 1.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Sermaye yapısı kavramı dar manada öz sermaye ile yabancı kaynak bileşimini açıklamaktadır. Şirketlerin kuruluşta, başlangıçta öz sermayeye ve sonraki aşamalarda ise yabancı kaynaklara ihtiyaç duyduğu bilinmektedir.

Şirketlerin öz kaynaklarını genel olarak ifade edecek olursak; ödenmiş sermaye, kanuni ve ihtiyati yedek akçeler ve dağıtılmamış karlardan oluşmaktadır. Şirketlerin yabancı kaynakları ise genelde kısa ve uzun vadeli borçları, kredileri ve çıkarılmış olan tahvillerden kaynaklanan borçları kapsamaktadır.

Şirketler sermaye yapısını oluştururken, optimal sermaye yapısı içinde kalmayı hedeflerler. Şirketlerin sermayeleri öz kaynaklar ve borç yolu ile tedarik edilen kaynaklardan oluşmaktadır. Genelde borçlanma yolu ile tedarik edilen kaynakların maliyeti, öz kaynaklardan tedarik edilen fonların maliyetinden daha düşük olması nedeniyle borçların artırılması ile öz kaynaklardan sağlanan fonların karlılığı yükselteceği belirtilmiş olsa dahi bir noktadan sonra şirketlerin riskinin de finansal kaldıraç etkisi sebebiyle artması söz konusu olabilmektedir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 1997).

Şirket yöneticilerinin amacı şirketin ihtiyaç duyduğu fon gereksinimlerinden ne kadar kısmını borç kullanarak, ne kadar kısmını öz kaynaklarla karşılaması gerektiğini optimum seviyede ayarlamaktır.

Optimal sermaye yapısı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin en az seviyede olduğu, işletme değerinin ise en yüksek olduğu sermaye yapısı olarak ifade edilmektedir. Optimal sermaye yapısının bileşimi ile ilgili olarak pek çok yaklaşım bulunmakla beraber bu konuda tam olarak bir fikir birlikteliği kurulamamıştır. Her şirket faaliyet alanına özgü şartlar dahilinde optimal sermaye yapısını oluşturmaya çalışmalı ve bu yapıyı değiştirmeyecek biçimde ek finansal kaynaklarını bulmaya çalışmalıdır (Poyraz, 2008).

Finans yöneticileri, sermaye yapısını oluştururken sermaye yapısını optimum noktaya getirmeye çalışırlar. Sermaye yapısını oluştururken, maksat şirket değerini maksimum seviyeye çıkarmak olacağı için kullanılacak kaynaklar arasında yapılacak

olan tercihte, optimum noktada ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin en düşük seviyede olması gerekmektedir. Optimum sermaye yapısıyla ilgili literatürde çeşitli kuramlar bulunmaktadır. Bu kuramlardan bazılarında optimum bir noktanın bulunmadığı görüşü öne sürülmekle birlikte, bazılarında ise optimum noktaya çeşitli şekillerle ulaşılabileceği öne sürülmektedir (Yener ve Karakuş, 2012).

## **1.2. Sermaye Yapısı Teorileri**

Sermaye yapısı ile ilgili çalışmalarda işletmenin sermaye yapısı ile işletme değeri arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır (Ercan ve Ban, 2009). İşletmelerin sermaye yapısı ve işletme değeri arasındaki ilişkiyi açıklayabilmek için çeşitli yaklaşımlar ve kuramlar geliştirilmiştir. Bu yaklaşımlar şu başlıklar altında ele alınmıştır:

1. Klasik yaklaşımlar; net faaliyet geliri yaklaşımı, net gelir yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani-Miller yaklaşımı
2. Ödünleşme (Trade-off) Teorisi
3. Sinyal Teorisi
4. Temsilcilik Maliyeti Teorisi
5. Piyasa Zamanlaması Teorisi
6. Finansal Hiyerarşi Teorisi

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

#### **1.2.1.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı**

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre şirketin net faaliyet gelirinin sabit bir iskonto oranından indirgenmesi, onun pazar değerini vermektedir. Net faaliyet geliri, şirketin yürütmüş olduğu faaliyetler sonucu elde ettiği kardır.

Net faaliyet geliri yaklaşımı için bazı varsayımları dikkate almak gerekmektedir. Bu varsayımlar şu şekilde ifade edilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2009):

1. Net faaliyet geliri yaklaşımına göre, şirketin pazar değeri, net faaliyet gelirinin sabit bir iskonto oranından indirgenmesiyle bulunmaktadır. Şirketin pazar değerini  $V$ , faiz ve vergi öncesi karını (FVÖK) ve ortalama sermaye maliyetini  $k_0$  ile ifade edilen sabit iskonto oranı olarak gösterirsek,

$$V = \frac{FVÖK}{k_0}$$

Şeklinde gösterilir.

Bu yaklaşımda ortalama sermaye maliyeti, tüm sermaye yapıları için sabit kabul edilmektedir. Bu sebeple, şirketin sermaye yapısındaki farklılıkların, şirketin Pazar değeri ve ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkisiz olacağı savunulmaktadır.

2. Öz sermayenin toplam değeri, şirketin toplam pazar değerinden, toplam borçlarının çıkarılmasıyla bulunabilmektedir.

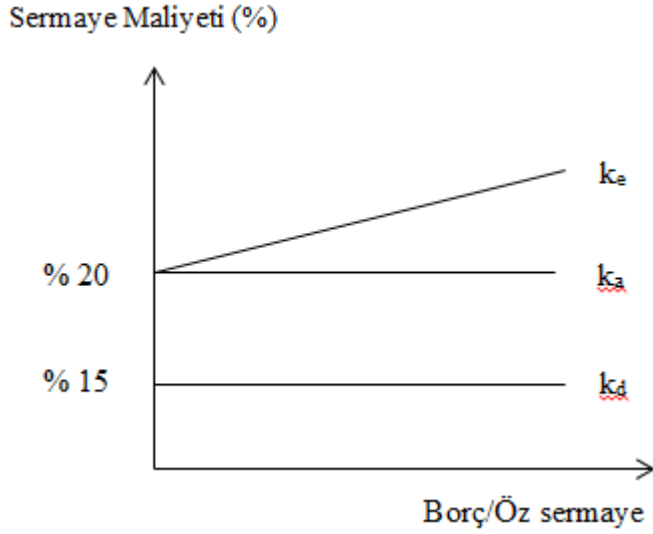
Diğer bir ifade ile,  $S = V - B$  dir.

3. Öz sermaye maliyeti,  
PBG (Pay başına gelir) =  $FVÖK - I$

$$k_e = \frac{FVÖK - I}{S}$$

olarak yazılabilir. Bunun anlamı, şirketin finansal kaldıraç arttıkça, öz sermaye maliyeti olan  $k_e$ ' de artacaktır.

Net faaliyet geliri yaklaşımı, karın kaldıraç derecesinin değişmesinden etkilenmeden sabit kaldığını kabul ettiği için, kaldıraç etkisi ile sermaye maliyeti değiştirilemez görüşünü vurgulamaktadır. Bu sebepten dolayı söz konusu yaklaşım aşağıdaki Şekil 1'de de görüldüğü gibi, şirketler için tek bir optimal sermaye yapısı olmadığını savunmaktadır (Berk, 2003).



Şekil 1: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti Oluşumu

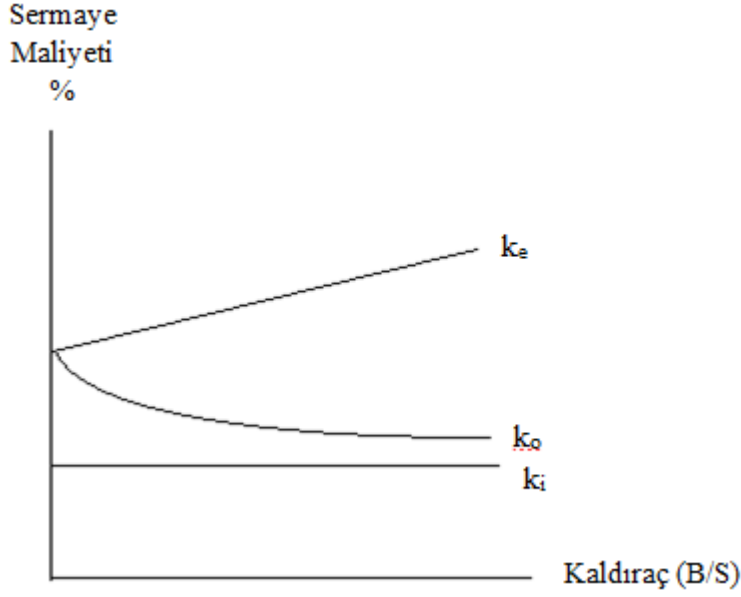
Kaynak: (Ercan ve Ban, 2009).

### 1.2.1.2. Net Gelir Yaklaşımı

Net Gelir Yaklaşımı, Net faaliyet geliri yaklaşımının aksine, hem şirketin toplam sermaye maliyetinin hem de şirketin pazar değerinin kaldıraç oranına bağlı olarak değişeceğini ileri sürmektedir. Bu yaklaşımın kritik olan tarafı ise kaldıraç oranı yükselirken  $k_i$  ve  $k_e$ 'nin değişmediği varsayımdır (Özdemir, 1997).

Yabancı kaynak sağlayanların karlılığın sabit kalması yani değişmemesi halinde sermaye yapısındaki bir değişiklik, bir bütün olarak şirketin sermaye maliyetini etkileyebilmektedir (Özdemir, 1997).

Bu yaklaşımla ilgili durum aşağıda Şekil 2'de gösterilmektedir.



Şekil 2: Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti Oluşumu

Kaynak: (Özdemir, 1997).

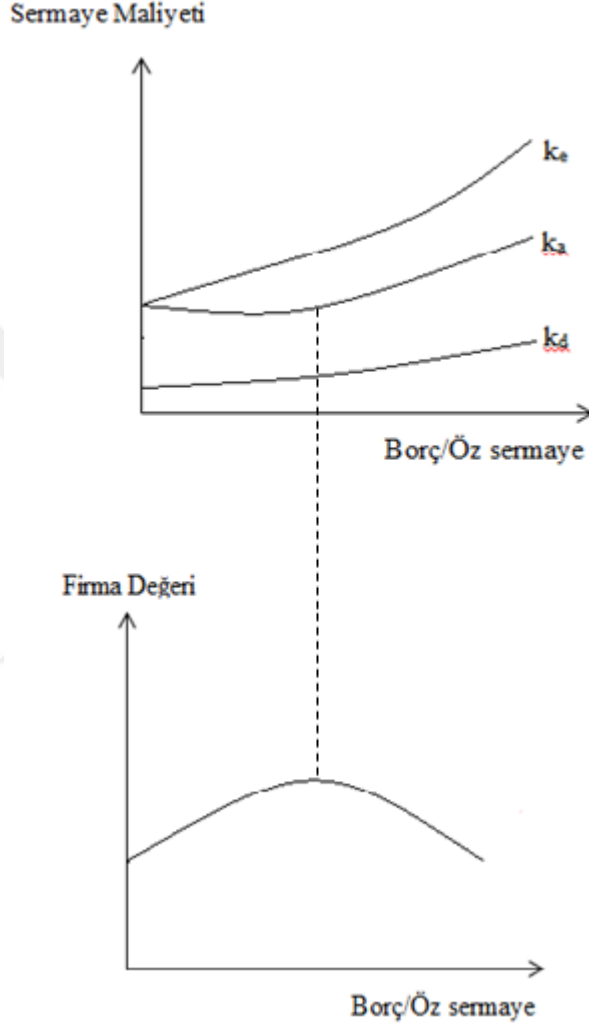
Şekil 2, net gelir görüşünün bir sonucu olarak  $k_i < k_e$  olduğu sürece, optimum sermaye yapısının maksimum seviyede borçlanılması halinde gerçekleştiğini göstermektedir. Bu varsayımına göre şirket, kaldıraç oranını artırarak toplam sermaye maliyetini düşürebilir ve pazar değerini arttırabilir (Berk, 2003).

### 1.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Franco Modigliani ve Merton Miller'in 1958 yılında yayınlanmış olan meşhur makalesine kadar olan süreçte, finansçılar makul bir borçlanma oranının, borç ucuz kaynak olduğu için, ortalama sermaye maliyetini düşüreceğini, dolayısıyla işletmenin piyasa değerini arttıracığını savunurlardı. Ne var ki borçlanma makul görülen seviyelerin üstünde yükselmeye devam ettiği zaman artan finansal risk sebebiyle hem alacaklılar hem de hisse sahipleri beklenen getiri oranını arttırlar. Hisse sahiplerinin istediği getiri oranındaki artışlar o seviyede olur ki, borcun ucuz kaynak olmasının sağladığı avantaj ortadan kalkar ve ortalama sermaye maliyeti artmaya başlar. Ortalama sermaye maliyetindeki yükselişe, borç maliyetindeki yükselişler de katkı sağlamaktadır (Gürsoy, 2014).

Bu yaklaşıma göre, ortalama sermaye maliyetinin önce azalması sonra artması nedeniyle belirli bir noktada borç oranı minimum oluyor demektir. Geleneksel finansçılar da bu orana optimal sermaye oranı adını vermişlerdir (Gürsoy, 2014).

Geleneksel yaklaşımda işletmenin hissedarları sermaye yapısındaki borç miktarının artmasıyla birlikte beklenen getirilerini ve dolayısıyla işletmenin özsermaye maliyetini arttırmaktadır. Aynı şekilde işletmeye kredi verenler de işletmenin borç düzeyinin artmasıyla ilişkili olarak işletmeyi daha riskli görmekte ve buna bağlı olarak da kredi maliyetlerini arttırmaktadır (Ercan ve Ban, 2009).



Şekil 3: Geleneksel Yaklaşımın Optimal Sermaye Yapısı ve Piyasa Değeri

Kaynak: (Poyraz, 2008).

Şekil 3'de görüldüğü üzere  $k_e$  eğrisinin y eksenine ile kesiştiği noktada şirketin borçlanmadan önceki sermaye maliyeti oluşmuştur. Şirket belli bir miktarda borçlanarak ortalama sermaye maliyetini  $k_a$  seviyesine düşürmüştür. Optimal sermaye yapısı  $k_a$  eğrisinin x eksenine en yakın olduğu noktada oluşmuştur. Bu noktadan sonra şirketin borçları artırılarak finansal riski de yükselmiş, şirketin borçlanma maliyeti  $k_d$  ve öz sermaye maliyeti  $k_e$  artmış, sonuç olarak şirketin sermaye maliyeti yükselerek



optimal seviyeden uzaklaşmıştır. Şirketin sermaye maliyetinin ve bileşiminin optimal olduğu noktada ise, şirketin Pazar değeri en yüksek seviyeye çıkmaktadır (Büker vd., 1997).

### **1.2.2. Modigliani-Miller Yaklaşımı**

Modigliani ve Miller'in 1958 yılında yayımladıkları makaleye göre, sermaye yapısı ile şirket değeri, şirketin iflası, vergiler, asimetric bilgi ve buna benzer piyasa aksaklıkları göz önünde tutulmadığı zaman ilişkili değildir. Modigliani ve Miller şirketin ihraç edilen hisse senetlerinin şirketin mali yapısıyla ilişkili olmadığını, borsadaki bütün yatırımcıların aynı beklenti ve düşünceye sahip olacaklarını düşünerek şirket değerini gelecekteki kazançlarının belirleyeceğini öne sürmüşlerdir. Bu teorisinin özündeki düşünce, yatırım yapacak kişilerin bilançonun aktifinde bulunan yatırımların karlılığına ilgi duymasıdır. Yatırımcılar, aktiflerin hangi yolla yani özsermaye ile mi yoksa borçlanma yoluyla mı finanse edildiğine karşı ilgisizdirler. Fakat Modigliani ve Miller, 1958 yılındaki ilk makalelerini düzeltmeye yönelik olarak 1963 yılında yayımladıkları ikinci makalelerinde borç faizi ödemelerinin vergi sonrası maliyeti azaltması ve vergi matrahını düşürmesi sebebiyle şirketin borçla finansmana gitmesinin özsermaye ile finansmana gitmesinden daha avantajlı olduğunu öne sürmüşlerdir (Okuyan ve Taşçı, 2010). Buna göre 1958 yılında yayımlanan makalede kurumlar vergisi modele dahil değilken 1963 yılındaki makalede kurumlar vergisi modele dahil edilmiştir.

MM 1958'e göre, bir şirketin sermaye yapısı sermaye maliyetini etkisi altına almamaktadır. Bu durumda şirketin kaldıraç oranı veya derecesi ne olursa olsun şirketin sermaye maliyeti aynı kalmaktadır (Özdemir, 1997).

MM yaklaşımı daha öncede bahsedilen, Net Faaliyet Geliri yaklaşımı ile aynı nitelikleri bulundurmaktadır. Başka bir ifade ile MM, sermaye yapısı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiler bakımından, Net Faaliyet Geliri yaklaşımını savunurlar (Özdemir, 1997).

MM'in bu yaklaşımında sermaye piyasasının tam olarak kurulup işlediği varsayımı şu koşullara bağlanmıştır Büker vd. (1997):

- Yatırımcılar menkul kıymetleri alıp satarken herhangi bir satın alma veya satma masrafına katlanmamaktadır.

- Piyasada satın alınacak yeterli miktarda menkul kıymet bulunmakta ve bu menkul kıymetleri satın alacak çok sayıda yatırımcı bulunmaktadır.

- Sermaye piyasası ile ilgili tüm bilgiler ücretsiz olarak tasarruf sahiplerine kolaylıkla sağlanmakta, bütün kıymetler en ufak parçalara kadar bölünebilmekte ve tasarruf sahipleri akılcı davranabilmektedir.

- Bütün yatırımcılar borç alıp verirken bunu aynı maliyet oranı üzerinden yapabilmektedir.

MM' in diğer varsayımları ise bütün yatırımcıların rasyonel ve homojen olduğu ve şirketlerin karlarının önceden tahmin edilebildiğidir. Şirketlerin benzer şartlarda faaliyet gösterdiği ve risk grupları içinde sınıflandırıldığıdır. MM yaklaşımında son varsayım ise, gelir üzerinden vergi alınmadığıdır.

Yukarıdaki varsayımlara göre hareket eden MM, daha sonra şu sonuçlara ulaşmaktadır Ceylan ve Korkmaz (2009):

1. Şirketin toplam pazar değeri, sermaye maliyeti ve sermaye yapısı ile ilişkili değildir. Beklenen nakit girişlerinin şirketin risk sınıfına uygun olan iskonto oranıyla indirilmesi sonucunda şirketin pazar değeri bulunmaktadır.

2. Şirketin borçlanması sebebiyle finansman riski yükseldiğinden, özsermaye maliyeti de yükselir. Hissedarlar, yükselen finansman riski sebebiyle, daha çok kar payı beklentisi içine girerler. Diğer bir ifadeyle, ucuz yabancı kaynağı ortalama sermaye maliyetini azaltıcı etkisi, özsermaye maliyetinin artmasıyla ortadan kalkmaktadır.

3. Yatırım kararları için öngörülen iskonto oranı, yatırımın finansman şekliyle ilişkili değildir. Diğer bir ifadeyle, MM yaklaşımına göre, yatırım kararları ile, yatırım finansmanı kararlarının ilişkisi bulunmamaktadır.

MM yaklaşımının geçerliliği sermaye piyasasında arbitrajın yapılması olanağına dayanmaktadır. Diğer bir ifadeyle hisse senedine yatırım yapanların, cüzdanlarında bulunan hisse senetlerini satarak, bu hisse senetlerinin yerine daha karlı hisse senetleri alabilme olanağının bulunması, net faaliyet geliri eşit olan, aynı risk sınıfında bulunan şirketlerin, pazar değerlerinin birbirlerinden farklı olmasını önlemektedir. Eğer herhangi bir işletme, düşük maliyetli yabancı kaynakla sermaye yapısını değiştirerek daha yüksek seviyede bir pazar değerine ulaşırsa, arbitraj nedeniyle hissedarlar aynı risk sınıfında bulunan finansal riski daha düşük olan şirketin

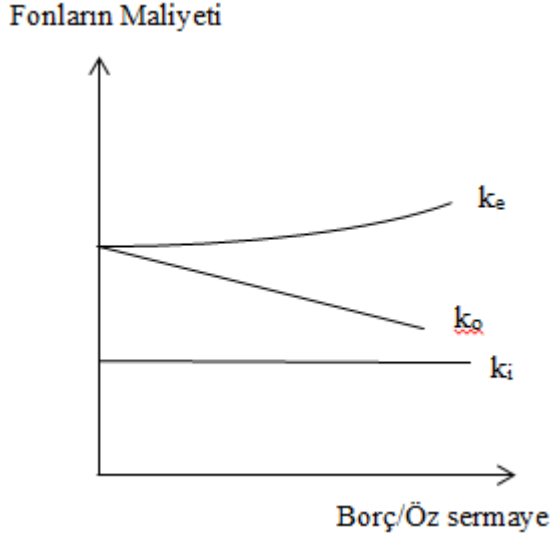
pay senetlerine yatırım yapacaklardır. Böylece, finansal riski düşük olan şirketin, hisse senetlerinin sermaye piyasasındaki artışı, diğer şirketlerin hisse senetleriyle dengeye gelecektir (Ceylan ve Korkmaz, 2009).

MM 1963 yılındaki çalışmalarında kurumlar vergisini de modele dâhil etmişlerdir. Buna göre borçlu şirketin değeri, borçsuz şirketin değeri ile borçlanmadan sağlanan vergi tasarruflarının bugünkü değerinin toplamına eşittir (Burca, 2008).

$$VL = VU + TxB$$

VL=Borçlu şirketin değeri, VU=Borçsuz şirketin değeri, TxB=Vergi tasarruflarının bugünkü değeri, T=Kurumlar Vergisi Oranı, B=Borç Miktarı

Modele kurumlar vergisi dâhil edilince sağlanan vergi tasarrufu etkisi ile öz sermayeye göre borç daha avantajlı hale gelir. Çünkü faiz giderleri vergi matrahında indirime tabii tutulabilirken, temettü ödemeleri için böyle bir avantaj bulunmamaktadır. Düzeltilmiş MM modelinde sermaye yapısında borç oranı yükseldikçe ortalama sermaye maliyeti (ko) azalır ve şirket değeri yükselir. Düzeltilmiş modelde faizin vergi tasarrufu etkisi sebebiyle borcun maliyeti (ki) düşerken bu vergi tasarrufunun etkisi ile hisse sahipleri daha az risk primi talebinde bulunurlar. Bu da öz sermaye maliyetini (ke) azaltır. Bu durumda şirket değerini maksimum seviyeye getirebilmek için sermaye yapısının tamamına yakın kısmının borçtan meydana gelmesi gerekir, sonucu ortaya çıkmaktadır. Aşağıda Şekil 4'de MM'in vergi etkili yaklaşımlarının grafiksel görünümü yer almaktadır (Burca, 2008).



Şekil 4: Modigliani-Miller Yaklaşımına Göre Optimal Sermaye Yapısı

Kaynak: (Ceylan ve Korkmaz, 2009).

Dayanılan varsayımların gerçekçi olmaması sebebiyle birçok eleştiriye konu olan Modigliani-Miller yaklaşımına karşıt görüşte olan kişiler özellikle aşağıdaki nedenleri öne sürmektedir (Şahin, 2012):

- Sermaye piyasalarında tam rekabet koşullarının tamamıyla geçerli olduğunu söylemek çok zordur.
- Sermaye piyasalarında arbitrajı kısıtlayan ve engelleyen faktörler bulunmaktadır.
- Sermaye piyasalarının etkin olmaması, kredi maliyetlerinin bütün şirketler için farklı olmasına neden olur.

### 1.2.3. Miller Yaklaşımı

Modigliani ve Miller'in 1958 yılında kaynak birleşimi konusu hakkında yapmış oldukları ilk çalışma, şirketler açısından gerçek ekonomik şartlarda geçerli olmadığı için yöneticiler ve hisse sahipleri tarafından bazı tepkiler almıştır. Bu sebeple Modigliani ve Miller, 1963 yılındaki ikinci çalışmasında kaynak yapısı ile ilgili önermelerini biraz daha piyasa şartlarına yakın bir hale getirmeye çalışmışlardır. Fakat yine de bazı yönetici ve hisse sahipleri tarafından tepki görmüşlerdir. Modigliani ve Miller, ilk çalışmalarında kurumsal ve bireysel verginin sermaye gelirleri olarak vergilendirilmesini ele almamışlardır. İkinci makalelerinde bu konuya çok az değinmiş olsalar dahi yeterli olamamışlardır. Şirket gelirleri tarafından elde edilen kurumsal ve

bireysel vergilerinin şirket değerine etki ettiği Miller tarafından gösterilmek istenmiştir (Büyükmert, 2015).

1977 yılında Merton Miller hem gelir hem de kurumlar vergisi etkisini modele dahil ederek kaldıraçın şirket değerine etkisinin nasıl olduğunu ifade eden modeli açıklamıştır.

Kurumlar vergisi analize eklendiğinde kaldıraç yoluyla şirket değerini yükseltmek mümkün olmaktadır. Ancak, gerçek ortamda şirketleri kaldıraçın bu avantajından uzaklaştıran sebeplerden biri; gelir vergisinin dikkate alınmasıyla vergi tasarruflarının bugünkü değeri şeklinde ortaya çıkan avantajların azalmasıdır. Miller yaklaşımına göre yatırım yapan yatırımcılar iki tip gelir vergisine tabi olacaklardır. Bunlar; hisse senedi sahiplerinin elde ettikleri gelirler için ödedikleri gelir vergisi oranı ve tahvil sahiplerinin elde ettikleri gelirler için ödedikleri gelir vergisi oranlarıdır.

Gelir vergisinin analize eklenmesiyle yatırımcıların kullanılabilir gelirleri azalır, gelir vergisi kaldıraçsız şirketin değerini düşürür.

Miller'ın araştırmasının sonuçları, daha önce incelenmiş olan arbitraj kanıtına benzer şekilde elde edilebilir.

Miller modeli varsayılan vergi oranları ile modele dahil edilmiş gelir vergisi, şirketin borçla finansmanının faydasını azaltır. Genellikle hisse senedinden elde edilen gelirlerin vergi oranı etkisi tahvil gelirlerinin etkisinden daha azdır. Miller modelinde elde edilen kaldıraçtan kazanımlar, vergili ortamda MM modeline göre elde edilen getirilerden daha düşüktür.

Miller yazmış olduğu makalede, şirket menkul kıymetlerinin vergiden önceki gelirleri ve yatırımcıların gelir vergisi oranları dengeye gelinceye kadar yatırımcıların bu menkul kıymetleri satın alacakları sonucuna ulaşır. Böylece şirket için borcun vergi avantajı, kişisel olarak vergilendirme yolu ile tam olarak dengelenir ve sermaye yapısına şirket değerinin ve sermaye maliyetinin etkisi olmaz. Miller' a göre, vergisiz, orijinal MM teoreminden türetilen sonuçlar doğrulanır.

Millerden kuramının özetlenmesi istendiği zaman şaka yoluyla pizza örneğinden bahsetmiştir. Bir pizzayı dörde yada sekize böldüğümüzde, pizzanın dilimlerinin pizzanın şeklini kesinlikle etkilemeyeceğini belirtmiştir. Aynı şekilde

hisse senetleri de tahvillerde kesinlikle öyledir. Örneğin karları farklı biçimde bölsek dahi firmanın toplam değerini değiştirmeyecektir (Çağıl, 2001).

Miller'e göre kaldıraçlı firma değeri şu formülle gösterilir.

$$V_L = V_U + ((1 - (1 - T_C) (1 - T_S) / (1 - T_d)) (I(1 - T_d) / K_d)$$

TC = Kurumsal vergi oranı

TS = Menkul Kıymetten elde edilen kardaki vergi oranı

Td = Tahvil gelirinden elde edilen vergi oranı

I = Borç üzerinden faiz ödemesi

Kd = Firma borcunun maliyeti

Miller, bütün vergi etkilerinin dengeleneceği bir düzeye ulaşılacağını ve bu düzeyden sonra vergilerin borçlanma düzeyinden etkilenmeyeceğini iddia etmiştir (D. Yıldırım, 2011).

#### **1.2.4. Ödünleşme (Trade-Off) Teorisi**

Ödünleşme teorisinin ortaya çıkış noktası, MM'nin 1958 yılındaki çalışmalarında yapmış oldukları borcun ilintisizliği adlı önermede vergilerin olmamasıyla ilgili olarak almış oldukları eleştirilerdir. Yapılan bu eleştirilerden sonra ortaya çıkan ödünleşme teorisi borcun sağlamış olduğu vergi kalkını avantajına rağmen borcun yüksek faiz maliyetini ve iflas maliyetini ön plana çıkarmaktadır (Can, 2013).

Bu sermaye yapısı kuramı, şirketlerin borçla finansmanının sağladığı vergi indirimi ile potansiyel iflastan kaynaklanan sorunlar arasında denge kurulacağını ifade etmektedir.

Ödünleşme kuramı, borç kullanımının getirmiş olduğu vergi kalkını avantajı ve bunun oluşturduğu vekalet maliyetlerindeki azalma gibi faydalarla, borç kullanımının sebep olduğu iflas ve faiz oranı maliyetlerini bir denge seviyesine getirmektir. Ödünleşme kuramı kavramı çeşitli araştırmacılar tarafından birbiriyle ilişkili kuramları tanımlamak adına kullanılan genel bir kavramdır. Bütün bu kuramlarda araştırmacılar, alternatif borçlanma yöntemlerinin, fayda ve maliyetinin işletmeye olan etkisini optimum bir noktaya getirmeye çalışmışlardır (Kayalı ve Terim, 2009).

Araştırmacıların işletmeyi getirmeye çalıştıkları bu optimum borçlanma düzeyinde kullanılan borcun marjinal faydası ve maliyeti birbirine eşit olmaktadır ve işletme performansı en yüksek seviyededir (Burucu ve ndeş, 2014).

Dengeleme kuramının zeti, Şekil 5’de grafiksel olarak ifade edildiği gibi Şu Şekilde özetlenmiştir (ner Kaya, 2014):

1. Ödenen faizin mahsup edilebilir gider olması, borcu adi ya da imtiyazlı hisse senetlerinden daha düşük masraflı hale getirmektedir. Aslen, borcun maliyetinin bir miktarını devlet karşılamaktadır ya da başka bir Şekilde ifade etmek gerekirse borçlanma vergi tasarrufu imkanı sağlamaktadır. MM’nin odaklandığı bu faktör, hisse senedi fiyatını artırmak eğilimindedir. Şekil 5’deki “Kurumsal Vergilendirme Etkilerini İçeren MM Sonucu” isimli doğru, kendi hipotezleri altında hisse senedi fiyatları ile borç arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir.

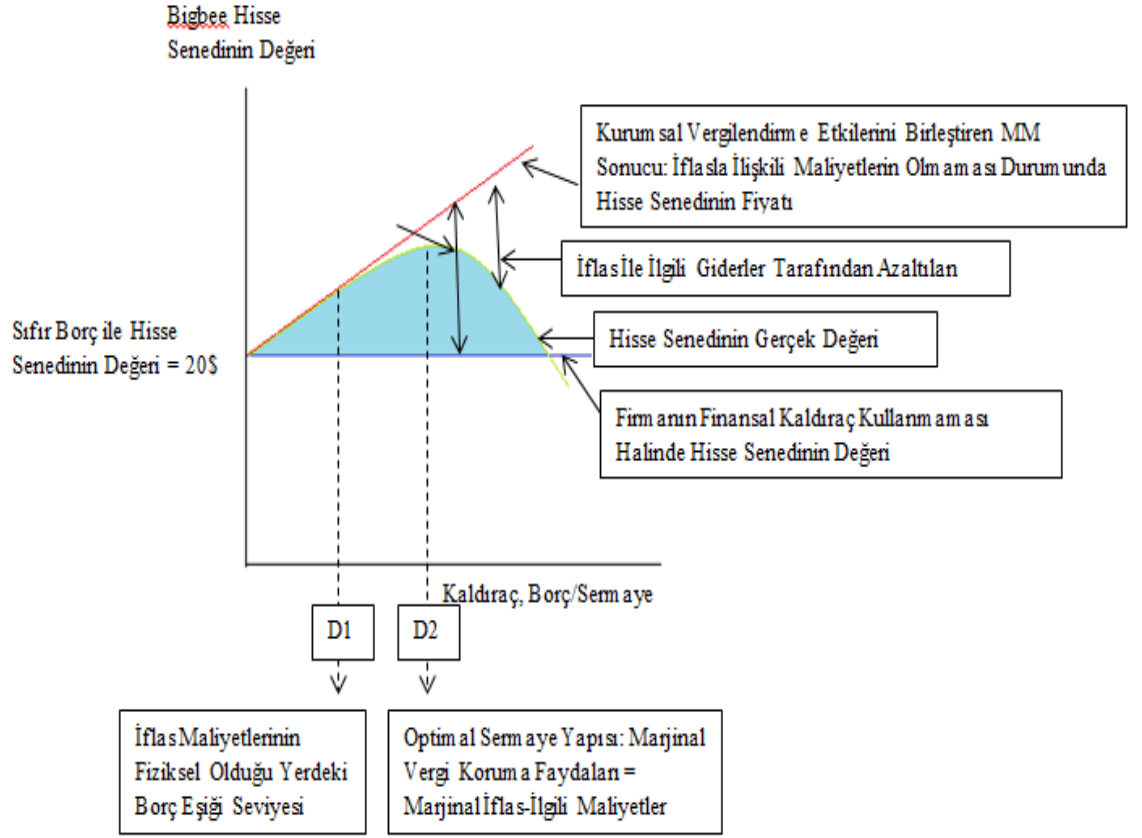
2. Dünyada, şirketler, potansiyel iflasın olumsuz etkilerini kısıtlamak için %100 borçtan daha azını gerektiren, hedef borçlanma oranlarına sahip olmaktadır.

3. Şekil 5’de bazı borç seviyesi aşamaları bulunmaktadır. D1 olarak ifade edilen basamağın altında, iflas ihtimali çok düşük bir olasılıktır. D1’ in ötesinde iflas ile ilgili maliyetler giderek daha önemli bir hal almakta ve bu maliyetler borcun sağlamış olduğu vergi tasarrufunu karşılamaya başlamaktadır. D1 ile D2 aralığında, iflas ile ilgili maliyetler borcun sağlamış olduğu vergi tasarrufunu düşürmekte fakat tamamen ortadan kaldırmamaktadır. Dolayısıyla işletmenin hisse senedi fiyatı, borç miktarı arttıa (azalan bir hızla) artmaya devam etmektedir. Fakat, D2’ nin ötesinde, iflas ile ilgili maliyetler borcun sağlamış olduğu vergi avantajını aşmakta ve bu noktadan itibaren yükselen borç miktarı hisse senedi fiyatını düşürmektedir. Sonuç olarak, D2, optimal sermaye yapısıdır ve bu noktada hisse senedi fiyatı en yüksek seviyeye çıkmaktadır. Tabi ki D1 ve D2 faaliyet riski ve iflas maliyetlerine bağlı olarak şirketten şirkete farklılık arz etmektedir ve zaman içinde belirli bir şirket için de değişebilmektedir.

4. Teorik ve ampirik alışmalar, Şekil 5’deki eğrilerin genel Şeklini desteklese bile bu grafikler kesin olarak belirlenmiş fonksiyonlar olarak değil gerçeğe yakın olasılıklar olarak kabul edilmelidir.

5. Şekil 5’de ifade edilen sermaye yapısı kuramının bir başka rahatsız edici tarafı ise Intel ve Microsoft gibi birçok büyük çaplı ve başarılı şirketlerin, kuramın

önerdiğinden çok daha düşük miktarda borç kullanıyor olmasıdır. Bu nokta, sinyal kuramının gelişmesine yol açmıştır.



Şekil 5: Finansal Kaldıraçın Bigbee'nin Hisse Senedi Değeri Üzerindeki Etkisi

Kaynak: (Öner Kaya, 2014)

### 1.2.5. Sinyal Teorisi

MM'in varsayımlarından birisi de sermaye piyasalarının tam rekabet koşullarına uygun olduğuna dayanmaktadır. Bu varsayıma göre, piyasada asimetrik bilgi sorunu yoktur. Yani bütün yatırımcı alıcı ve satıcılar piyasada eşit ve tam bilgiye sahiptir denilmektedir. Ancak gerçek hayatta bu tarafların eşit bilgiye sahip olmadıkları açıkça görülmektedir. Piyasalar asimetrik bilgi ile karşı karşıya kalmaktadırlar (Başaran, 2008).

Sinyal kuramı da, asimetrik bilgi kavramının bir benzeri olup esas değinilmesi gereken konu yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki bilgi farklılıklarının bulunmasıdır. Yatırımcılar şirket hakkında yöneticiler kadar bilgiye sahip olduklarını düşünürler. Fakat bilinen bir gerçek söz konusudur ki, bir şirkette en çok bilgiye sahip olan kişiler



yöneticilerdir. Hisse sahipleri bile şirket hakkında yöneticiler kadar bilgi sahibi olamayabilirler. Yatırımcılar şirket hakkında belirli bir seviyede bilgiye sahip olsalar dahi şirketin geleceği hakkındaki bilgileri çok sınırlıdır (Büyükmert, 2015).

Bu teoriye ilişkin modellerin temel varsayımı, dışarıdakilerin şirkete ilişkin özellikleri yeterli düzeyde gözlemleyemedikleridir. İşte bu sebeple yatırımcılar, şirket tarafından pazarlanan menkul kıymetlerin değerini tam olarak hesaplayamamaktadırlar. Yatırımcılar, şirketin sermaye yapısına, kar paylarına, yatırım kararlarına ilişkin politikalarına göre şirket değerini yorumlamaktadırlar. Sinyal modellerine göre, hisse senetleri piyasada düşük değerlendirilen ancak; şirketleri hakkında olumlu yönde bilgi sahibi olan yöneticiler, şirketlerinin hisse senedi fiyatını yükseltmek için, kendilerinin sahip olduğu bu olumlu bilgiyi dışarıdaki yatırımcılara ulaştırmak isterler. Yönetim, diğer şirket yönetimlerinin de aynı şeyi yapabilmesi sebebiyle, şirket hakkındaki olumlu bilgilerini dışarıdaki yatırımcıya direkt olarak ilan edemeyecektir. Böyle bir ilanda bulunsa bile yatırımcılar böyle bir bilgiye kuşkuyla yaklaşacaklardır (Dinçergök, 2010).

Borç oranının şirket hakkında sinyal verebileceği üzerine yoğunlaştırılan bu düşünceye ilişkin ilk araştırma 1977'de Stephan A. Ross tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu araştırma da iflasta borcun rolü ele alınmıştır. Ross araştırmasında, yöneticilerin şirket gelirlerinin dağılımını bildiklerini ancak yatırımcıların bu bilgilerden uzak olduklarını varsaymıştır. Ona göre şirketin yüksek kaldıraç oranı, yatırımcı tarafından yüksek kalitenin bir sinyali olarak algılanacaktır. Borç şirkete faizlerin ödenmesi vb. birtakım yazılı yükümlülükler yüklediği için öz sermayeye nazaran dışarıda daha iyi sinyal verir özelliktedir. Borcun yüklediği yükümlülüklerin yerine getirilememesi şirketi iflasa sürükleyecek ve yöneticiler işlerini kaybedeceklerdir (Geçili, 2014).

Ross'un 1977 yılında yayımladığı makaleye göre, finansal sıkıntı maliyetlerinin şirket üzerinde direkt olarak etkili olduğunun farkında olan şirket yöneticileri, piyasaya katılan potansiyel yatırımcılara şirketin ayırt edici farklılıklarına göre sinyaller yollamaktadır. Bu sinyalleri alan piyasada bulunan potansiyel yatırımcılar, şirketle ilgili olarak hangi risk sınıfına girdiğini bilmekte böylelikle de şirketin değerinin ne kadar olabileceğini tahmin edebilmektedirler.

Ross'un 1977 yılında yayımladığı makaleye göre, şirketin piyasa değeri ile sermaye yapısı arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişkiye göre piyasada bulunan potansiyel yatırımcılar şirketlerin değerini kaldıraç oranlarının yüksek olmasına bağlamaktadırlar yani kaldıraç oranı yüksek olan şirketlerin daha değerli olduğunu düşünmektedirler. Bununla beraber, yatırım projeleri daha kaliteli olan şirketlerin piyasada bulunan potansiyel yatırımcılara gerçek durumlarını iletebilmek için yolladıkları sinyaller, daha düşük seviyede yatırımlara sahip olan şirketler tarafından taklit edilememektedir. Bunun temel sebebi ise seviyesi düşük yatırımlara sahip olan şirketler oluşturmuş oldukları sermaye yapısının devamlılığını sağlayamayacak ve finansal sıkıntı maliyetleri ile karşı karşıya kalacaklardır (Sayman, 2012).

Sinyal kuramı, sadece şirketlerin sermaye yapısı bileşimleri olarak incelenmesinin yanında ayrıca arbitraj farkının olması sebebiyle ekonomik yaklaşım ve finans ilişkisi olarak da değerlendirilmelidir. Yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki bilgi farklılıkları büyük önem arz etmektedir. Çünkü bu bilgi farklılıkları şirketin optimal sermaye yapısını etkileyebilmektedir (Büyükmert, 2015).

Sinyal kuramında, bir şirket normal hedef sermaye yapısının ötesinde borçlanmaya gidiyor ve hisse senedi satışından kaçınıyorsa o şirket hakkında olumlu beklentiler bulunuyor demektir. Tam tersi durumda ise yani şirket hakkında olumsuz düşünceler söz konusu ise hisse satışına gidilerek karşılaşılabilecek olan zarar yeni ortaklarla paylaşılacaktır. Buradan şu şekilde bir çıkarımda bulunulabilmektedir; şirketlerin hisse senedi ihracıyla ilgili ilanda bulunması, yatırımcılar yönünden şirket yöneticilerinin gelecekle ilgili olumsuz düşüncelerinin bulunduğu ve şirket değerinin düştüğüne işaret etmektedir. Dolayısıyla yeni pay senedi ihracı ilanlarından sonra şirketin pay senedi fiyatı azalacaktır (Karadeniz, 2008).

Son senelerde bilgi teknolojisinde yaşanan hızlı değişim ile şirketler tarafından internet kullanımının yaygın hale gelmesi, şirket faaliyetlerine yönelik finansal raporların internette yayınlanmasıyla yatırımcılar gerekli bilgilere daha hızlı ve kolay bir biçimde ulaşabilmektedirler. Şirketler açısından bu tür bilgilerin internette yayınlanması asimetrik bilgilenme düzeyini düşürerek maliyet avantajı sağlamaktadır (Yücel, 2006).

### 1.2.6. Temsilcilik Maliyeti Teorisi

Temsilcilik maliyeti kuramında amaç, şirket yöneticileriyle hissedarlar arasında bulunan ilişkiyi ön plana çıkarmaktır. Jensen ve Meckling 1976 yılında yayımladıkları makalede şirketin yönetilmesini borç verenlerle hissedarların temsil edilmesi olarak tanımlamaktadır. Temsilciler yani yöneticiler hissedarların servetini maksimize etmeme yönünde kararlar alırlar ise çıkar çatışmaları ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak yöneticiler, vermiş olduğu kararlarla şirketin yapmış olduğu faaliyetler sonucunda temettü almamalarına rağmen bu faaliyetlerle ilgili maliyetlerin ortaya çıkmasına sebep olabilmektedir (Akpınar, 2016).

Jensen ve Meckling'in 1976 yılında yayımladıkları makalede, savunmuş olduğu temsilcilik maliyeti kuramına göre optimum sermaye yapısı hem pay ihraçlarının hem de borçların sebep olduğu temsil maliyetlerine göre belli olmaktadır. Pay ihracıyla ilgili olan maliyetler, temsilcilerin şirkete bağlı olmasıyla ilgili olan giderler, paydaşların daha ön planda tutulmasına ilişkin giderler ve paydaşların temsilcilerden ayrı tutulmasından kaynaklanan artık giderlerden meydana gelmektedir. Borç ihraçlarıysa başarısızlık durumunda tahvil sahipleri açısından paylaşmak zorunda oldukları kayıplara sebep olmaktadır. Ancak borç ihraçları temsilcilere paydaşlar açısından yüksek fayda sağlayabileceği riskli projelere yatırım yapabilmesini sağlamaktadır. Bu durum borç verenler tarafından fark edilirse daha yüksek risk primi isterler buda borçlanma maliyetini yükseltecektir. Bu durumda şirketin pay ihraçları ve borçlanmanın temsil maliyetlerini düşürücü optimum bir sermaye yapısı oluşturması gerekmektedir (Taşkın ve Coşkun, 2015).

Halka açık şirketlerde firmaya sahip olan kişiler, şirket yönetimini bu alanda uzman olan kişilerin ellerine bırakmaktadırlar. Şirket temsilcisi olarak isimlendirilen bu kişiler aynı zamanda sermaye sahiplerinin temsilcisi konumunda bulunmaktadırlar. Dolayısıyla sermaye sahiplerinin getirilerini maksimum noktaya getirmek için uğraş vermektedirler. Bu yüzden paydaşlar ve temsilciler arasında bir çekişme yani çıkar çatışması yaşanabilmektedir. Çünkü temsilciler şirketin sahip olduğu kaynakların bir kısmını kendi şahsi çıkarları için harcama eğilimi gösterebilmektedirler (Başaran, 2008).

Yöneticiler, şirket kaynaklarının bir kısmını, kendi maaşı dışındaki menfaatleri için tüketme eğiliminde olabilmektedir (lüks ofisler, özel firma uçağı, pahalı kulüp

abonelikleri vb.). Yöneticiler, ayrıca, sorumluluklarının bir kısmından kaçınma eğilimine de girebilmektedir. Örneğin kar edilemeyen faaliyetlerin sona erdirilmesi, personel sayısında azaltma yapma, genel giderlerde tasarruf sağlama gibi şirket değerini maksimize edici kararları vermekte isteksiz davranmaktadırlar. Kendi mevcut pozisyonlarını güçlendirme eğiliminde bulunan yöneticiler, ayrıca ve özellikle serbest nakit akışının bulunduğu durumlarda, hisse sahiplerine kar payı dağıtmak istememektedirler. Çünkü yöneticiler, fon ihtiyacının büyük bir kısmı şirket içinden karşılanırsa, sermaye piyasasının denetiminden o ölçüde kurtulacaklarını bilmektedirler. Yöneticilerin bu eğilimlerini engellemek için alınan önlemlerin (iç ve dış denetim, yöneticileri özendirmek için verilen teşvikler vb.) dolaysız maliyeti ile bütün alınmış olan bu önlemlere rağmen yöneticilerin bu eğilimlerinin hisselerin piyasa değerinde meydana getireceği azalmanın toplamına özsermayenin temsilcilik maliyetleri denmektedir. Şirketin halka açıklık oranı ne kadar yüksek ise bu maliyetlerin miktarı da o kadar yüksek olabilmektedir. O halde özsermaye temsilcilik maliyetlerini azaltmak için borç oranını artırmak gerekmektedir (Gürsoy, 2014).

Temsilcilik maliyetleri sadece ortak-yönetici çıkar ilişkisinden kaynaklanmamaktadır. Buna ek olarak hissedarlarla alacaklılar arasında da çıkar ilişkilerine bağlı olarak temsilcilik maliyetleri söz konusu olmaktadır. Alacaklılar işletmeye borç verirken faiz oranını işletmenin riskine göre belirlemektedir. Bu nedenle işletme-alacaklı ilişkisi, alacaklıların işletmenin gelecekteki davranışları hakkındaki beklenen durumlardan etkilenmektedir. Eğer borç sözleşmesine bazı engelleyici maddeler konulmaz ise, işletme borç maliyetini sabit tutarak alacaklılara daha fazla risk yükleyebilmektedir. İşletme borç sözleşmesi imzalandıktan sonra riskli projelere girebilir bu durumda proje başarılı olursa hissedarlar kazanacaktır. Ancak başarısız olursa hem hissedarlar hem de alacaklılar zarar görecektir. Doğal olarak yöneticiler hissedarların temsilcisi olduğu için hissedarlara yarayan kararlar alma eğilimi göstermektedir. Bunu önlemek için de alacaklılar yöneticileri denetim altında tutmak için bazı önlemler almaktadır. Bu önlemler işletme açısından temsilcilik maliyetlerine sebep olmaktadır. Bu önlemlerin en önemlisi borç sözleşmesine işletmenin faaliyet riski ya da finansal riskini artırmayı engelleyici maddeler koymaktır. Alınmış olunan bu önlemler sonucunda hissedarlara akacak olan nakit akışında azalma olmaktadır. Bu azalmaya ise borçlardan kaynaklanan temsilcilik maliyetleri denilmektedir. İşletme ne kadar çok borçlanır ise borcun temsilcilik

maliyetleri de o kadar fazla olabilmektedir. Dolayısıyla özsermaye temsilcilik maliyetlerini düşürmek için borç oranını artırmak, borcun temsilcilik maliyetlerini düşürmek için ise borç oranını azaltmak gerekmektedir. O halde sadece temsilcilik maliyetleri bakımından optimal borç oranı, toplam temsilcilik maliyetlerini minimum yapan borç düzeyi olmaktadır (Gürsoy, 2014).

Mevcut paydaşlar, potansiyel paydaşlara göre işletme hakkında daha çok bilgiye sahip olmakta ve bu bilgiyi kendi çıkarları doğrultusunda kullanabilmektedir. Mesela mevcut hissedarlar şirketin girmiş olduğu projeden yüksek bir getiri beklenmesi durumunda finansman ihtiyacı için yeni hissedar bulmak istemezler. Bunun yerine düşük maliyetli borç temin ederek getirinin büyük bir kısmını kendileri elde etmek isterler (Ata ve Ağ, 2010).

Temsil ilişkileri çerçevesinde meydana gelen temsilcilik kuramı; hissedarların ve temsilcilerin arasında ortaya çıkan çıkar çatışmalarını incelemektedir. Meydana gelen bu çıkar çatışmaları, işletmelerin yapmış olduğu faaliyetleri yerine getirmelerine engel olacak seviyelere gelebilmektedir. Bu çıkar çatışmaları sebebiyle, temsilciler yeterli düzeyde çalışmayabilir bu nedenle de karlı yatırım fırsatları gözden kaçabilmekte ve işletmede bir takım aksaklıklar meydana gelebilmektedir. Ayrıca çıkar çatışmaları işletmeye bir takım maliyetler yükleyebilmektedir. Bu maliyetler işletmenin karına olumlu olmayan bir etki yapmaktadır. Bu maliyetleri şu şekilde sıralayabiliriz; garanti edici ve tanzim sağlayıcı anlaşma maliyetleri, izleme maliyetleri, önlem alınamayan giderler gibi maliyetlerdir. Son senelerde ortaya çıkan krizlerde, yöneticilerle işletme sahipleri arasında ortaya çıkan çıkar çatışmalarının işletmeleri iflasın eşiğine kadar sürüklemiş olması nedeniyle (Örneğin, Worldcom, Enron, Parmalat gibi büyük çaptaki işletmelerin iflası), ve aynı şekilde 2008 de meydana gelen krizin ortaya çıkış noktasının bu çıkar çatışmalarının olduğu düşünülmesi, bu konunun önemini ortaya koymaktadır (Ayrıçay ve Kalkan, 2013).

### **1.2.7. Piyasa Zamanlaması Teorisi**

Şirket temsilcileri şirketin sermaye yapısını oluşturacak finansman tercihlerini belirlerken, pay senedi ihraç yolu ile finansman yöntemini tercih edecekse pay senedi ihraç edeceği pazarın durumunu ve koşullarını incelemektedir. Aynı şekilde borç ile finansmanı tercih ederse de borç verenlerin şartlarına ve pazar durumuna bakacaktır. Bu duruma göre şirketler sermaye yapılarını oluştururken piyasa zamanlamasına

dikkat ederek, yeni pay senedi ihraç edecekleri zaman mevcut hissedarların ellerinde bulunan pay senedi fiyatından daha yüksek bir fiyata satabilecekleri durumda yeni pay senedi ihraç edeceklerdir. Bu duruma paralel olarak pay senetlerinin fiyatı piyasada daha düşük bir değerden işlem görüyorsa sermaye piyasası mevzuatı izin verdiği durumda piyasada işlem gören pay senetlerini geri satın almak isteyeceklerdir (Sayman, 2012).

Piyasa zamanlaması esasen oldukça eski bir fikir olmasına rağmen son senelerde finans literatüründe oldukça popülerlik kazanmıştır. Myers 1984’de sermaye yapısı bulmacası adını verdiği makalesinde daha çok asimetrik bilgiye önem vermekle beraber şirketlerin hisse senedi ihraçlarını hisse fiyatlarının yüksek olduğu zamanlara getirmeye çalışarak açıkça ‘zamanlama’ yapmaya çalıştıklarını ifade etmiştir. Genel kural eğer yatırımcılar şirketi düşük değerlemiş iseler borçlanmak, aşırı değerlemiş iseler hisse senedi çıkarmaktır ve şirketler ellerinde bulunan varlıklarını finanse ederken borca yönelmeli fakat büyüme fırsatlarını öz sermaye ile finanse etmelidir (Umutlu, 2008).

Piyasa zamanlaması; şirketlerin pay senedi maliyeti düşükken pay senedi, borç maliyeti düşükken borç ihraç etmesi anlamına gelmektedir. Pay senedi piyasa zamanlaması, pay senetleri fiyatları yükseldiği zaman pay senedi ihraç edip, fiyatlar düştüğü zaman pay senetlerini geri satın almayı ifade etmektedir. Buradaki amaç, öz kaynak maliyetlerindeki diğer kaynak maliyetlerine göre oluşmuş olan geçici dalgalanmalardan fayda sağlamaktır. Borç (faiz oranları) piyasa zamanlaması ise iki türlü olabilmektedir. Bunlardan ilki faiz oranları yükselmeye başlamadan önce borç ihraç etmek, diğeri ise geçmişe göre faiz oranları düştüğünde borç ihraç etmek şeklindedir.

Piyasa zamanlama kuramı, temsilcilerin var olan paydaşların çıkarlarını yeni yatırımcıların çıkarlarından daha fazla kolladığını varsaymaktadır. Diğer varsayım ise, temsilcilerin rasyonel beklentiler dengesi ile sınırlandırılmadığıdır. Ayrıca kuram, düzeltme maliyetlerinin, piyasa zamanlaması ile verilen kararları geri alma yönündeki isteği düşürdüğünü varsaymaktadır.

Piyasa zamanlama kuramına göre, şirketlerin sermaye yapısı, pay senedi piyasa zamanlaması için geçmişte yapılan girişimlerin kümülatif sonucu olarak gelişmektedir ve söz konusu kurama göre optimal sermaye yapısı yoktur. Piyasa zamanlaması

kararlarının etkisi uzun dönemlidir, çünkü t zamanında gözlenen bir sermaye yapısı önceki dönemlerde alınan ihraç kararlarının bir sonucudur (Dinçergök, 2010).

Baker ve Wurgler piyasa zamanlaması kuramını açıklayan iki yaklaşım olduğunu belirtmişlerdir: Birinci yaklaşımda yöneticiler ve yatırımcıların rasyonel olduğu varsayılmaktadır, fakat finansal piyasalardaki asimetrik bilgi sebebiyle oluşan ters seçimin derecesi şirketler arasında ve zamana göre farklılık göstermektedir. İkinci yaklaşıma göre ise yatırımcılar rasyonel değildir ve yöneticiler öz sermaye maliyeti düşük olduğu takdirde hisse senedi ihraçlarını zamanlayabileceklerini düşünmektedirler. PD/DD oranındaki dalgalanmaların, birinci yaklaşımda ters seçim maliyetlerini, ikinci yaklaşımda ise yöneticilerin yanlış fiyatlama oluşturmasını simgelemekte olduğu düşünülmektedir. Birinci yaklaşıma göre PD/DD oranı fazla iken ters seçim maliyetleri az olmaktadır. İkinci yaklaşıma göre yöneticiler yüksek fiyatlardan ve yatırımcıların irrasyonelitesinden yarar sağlamak için öz sermaye ile finansmana gitmektedirler (Yıldırım, 2011).

### **1.2.8. Finansal Hiyerarşi Teorisi**

Sermaye yapısını etkileyebilecek bir diğer faktör de sermaye artırımını söz konusu olduğu zaman yöneticilerin bir finansal hiyerarşiye sahip olmaları ve bu finansal hiyerarşinin sermaye yapısı kararlarını etkilemesi fikridir. Firmalar genellikle şu sıraya göre finansmanı tercih etmektedirler:

Firmaların fon kaynaklarının ilk sırasında ticari borçlar ve tahakkuklar bulunmaktadır. Cari dönemde üretilen dağıtılmamış karlar, bir sonraki fon kaynaklarını oluşturmaktadır. Dağıtılmamış karlar sermaye ihtiyacını karşılamak için yeterli değil ise borçlanma yoluna gidilecektir. Son olarak ise yeni hisse senedi ihracına başvuracaklardır (Öner Kaya, 2014).

Bir şirket için bu hiyerarşiyi takip etmenin sebepleri ise şu şekilde sıralanmıştır:

Birincisi kendiliğinden oluşan krediler yada dağıtılmamış karlar için hiçbir ihraç maliyetine katlanılmamaktadır ve borç temin edilirken katlanılan maliyetlerde nispeten düşük olmaktadır. Fakat, yeni hisse senedi ihracı için gerekli olan ihraç maliyetleri oldukça fazladır ve asimetrik bilgi / sinyalizasyon etkilerinin varlığı da yeni hisse senetleri ile finansmanı daha az tercih edilir hale getirmektedir. Dolayısıyla

finansal hiyerarşi kuramı mantıklıdır ve görelî önemi hakkında halen bazı tartışmalar olsa dahi bir şirketin sermaye yapısını etkileyebilmektedir (Öner Kaya, 2014).

Myers 1984 yılında yayımladığı makalesinde finansal hiyerarşi kuramını şu şekilde açıklamıştır.

- Şirketlerin öncelikli finansman tercihi iç fonlardır.

- Şirketler dağıtacakları temettü oranını yapacak oldukları yatırım durumuna göre belirlerler. Yatırım yapılacağı zaman ödenecek temettü oranı düşer.

- Temettü dağıtma politikaları ve karlılık ile yatırım fırsatlarında meydana gelen ani fırsat ve dalgalanmalar önünde, iç finansman kaynakları yatırım yapmaya yetecek miktardan az veya çok olabilir. Eğer iç finansman kaynakları yeterli miktarda değilse dönen varlıklarda bulunan menkul kıymetlerde yatırım yapabilmek için kullanılabilir.

- Eğer şirketler dış kaynak kullanmak zorunda kalırlar ise, öncelikli olarak borç kullanırlar. Daha sonra borçlanmayı sağlayan menkul kıymetler ihraç eder, en son ise pay senedi ihracı yoluna giderler.

Finansal hiyerarşi kuramı piyasada bulunan şirketler ile yatırımcılar arasındaki bilgi alışverişinin hangi düzeyde olduğuna odaklanmıştır. Şirketler kendi haklarındaki bilgiyi piyasaya düşük düzeyde aktardıkları için, şirket temsilcileri ile yatırımcılar eşit bilgiye sahip olmamaktadır. Bu duruma ise asimetrik bilgi problemi denmektedir (Okuyan ve Taşçı, 2010).

Şirket hakkında temsilcilerden daha az bilgiye sahip olan yatırımcılar, şirket temsilcilerinin, hisse senedi fiyatları yüksek düzeyde arttığında hisse senedi ihracı yapacağını veya temsilciler tarafından bu şekilde bir zamanlama yapıldığını düşünmektedirler. Bu sebeple de ihraç edilen hisse senedine düşük fiyat vereceklerdir. Bu nedenden dolayı şirketler, karlı yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek için daha likit olan hazır kaynaklar bulundurmaya çalışır, böylelikle yeni yatırım fırsatları dış finansmana gerek görülmeden iç kaynaklarla sağlanabilir. Yatırımcılar, temsilcilerin hisse senedi fiyatları yüksek olduğu zaman yeni hisse senedi ihraç edeceklerini düşük olduğu zaman ise borçlanacaklarını düşündükleri için, şirketin borçlanma kapasitesi tamamen bitmeden hisse senedi alma yoluna gitmeyeceklerdir. Böylelikle yatırımcılar şirketi bu finansal hiyerarşiye uymak zorunda bırakacaklardır. Dış kaynak kullanımı



seçiminde borç kullanılmasının sebebi piyasada asimetrik bilgi problemi olduğu için hisse senedi ihracının borç kullanımından daha maliyetli olmasıdır (Okuyan ve Taşçı, 2010).

Buna göre, yatırımcılar, temsilciler ile aralarında olan asimetrik bilgi probleminin farkındadırlar ve yeni hisse senedi ihraçları ilan edildiği zaman, şirketin çıkarmış olduğu ve mevcut pay senetlerini değerinden daha düşük fiyatlandırır. Bu sebeple şirket asimetrik bilgi probleminin maliyetini en az düzeye indirmek için yeni yatırım yapılacağında fon kaynağı olarak iç fonlara yönelecektir. Şirketler temettü dağıtım oranlarını her ne kadar gelecekte yapacak oldukları yatırımlara göre belirleseler dahi yatırımın finansmanı için iç fonlar yetersiz kalabilmektedir. Şirkette finansman açığı meydana geldiği zaman, şirket borçlanma yoluna gidecek, borçlanamaz duruma geldiğinde ise mecburen pay senedi ihraç etme yoluna gidecektir. Dolayısıyla şirketin borçlanabilme miktarı finansal hiyerarşinin kümülatif bir sonucudur. Finansman hiyerarşisi teorisi, şirketlerin, hedefledikleri bir borç miktarı olmadığını söylemektedir (Sayılğan ve Uysal, 2011).

Finansman hiyerarşisi teorisinin, asimetrik bilginin yanında menkul kıymetlerin çıkarım maliyetlerine ilişkin hususlarda da desteklenebildiği ifade edilmiştir. Çıkarım maliyetleri dikkate alındığında, dağıtılmayan karlarla finansman sağlanması ilk aşamada bu maliyetlerden korumaktadır. Dış kaynaklarla finansman gerektiğinde ise, borç finansmanına ait çıkarım maliyetleri, öz sermaye finansmanın çıkarım maliyetlerinden daha düşük olmaktadır. Böylece şirket finansman hiyerarşisi teorisine göre sermaye yapısını belirlediğinde, çıkarım maliyetlerini en aza düşürebilir (Çağlı, 2001).

## 2. ŞİRKETLERİN SAHİPLİK YAPISI

### 2.1. Sahiplik Kavramı

Sahiplik kavramı, TDK'nın büyük Türkçe sözlüğünde, kişinin kendisine ait olan bir varlığı kanuni çerçevede istediği şekilde kullanabilme hakkını kendinde bulundurma, iyelik, mülkiyet şeklinde ifade edilmektedir. Türk Medeni Kanununun 4721 sayılı 683. maddesinin birinci fıkrasına göre; bir varlığa sahip olan kişi, hukuk düzeninin çerçevesi kapsamında o varlık üzerinde tasarrufta bulunma yani faydalanma ve özgürce kullanma hakkına sahiptir. Şirketlerde ise mülkiyet haklarını, öz sermaye ifade eder ve şirketin borçlarıyla varlıkları arasındaki fark olarak ifade edilir (Ayrıçay ve Kalkan, 2013).

Sahiplik, kişinin hukuki çerçevede sahip olduğu menkul ya da gayrimenkul varlıklar üzerinde tasarruf hakkını dilediği gibi kullanabilmesi olarak tanımlanabilmektedir. Başka bir ifade ile menkul ya da gayrimenkul bir varlığı kullanabilme özgürlüğü olarak ifade edilebilmektedir. Tanımda bahsedilen tasarruf hakkı kavramıyla o varlıktan özgürce faydalanmanın, o varlığın istenildiği gibi alınıp satılmasının veya başka kişiler tarafından müdahaleye imkan tanınmadan elde tutulmasının sağlanabileceği belirtilmektedir (Sayman, 2012).

Sahiplik hakkına haiz olan kişi; mülkiyetinde olan varlığı kullanma, başka kişilere devretme, hasar verme, varlığın ürünlerinden faydalanma hakkına sahip olmasına rağmen sahiplik kavramının tam bir tanımı olduğu söylenemez. Çünkü sahiplik terimi makro bir alanı kapsamakta ve kesin nitelikte olduğundan her şeye ve herkese karşı öne sürülebilmektedir. Sahiplik, dünyada maddi değeri bulunan ya da bulunmayan maddi ve manevi bütün varlıklar için kullanılabilen bir terimdir. Aslen soyut kavramlara göre maddi değeri bulunan ve maddi olarak değer biçilen varlıklar üzerinde yasal etkisi mevcuttur (Büyükmert, 2015).

Sahiplik, maddi olarak tanımlanabilsin yada tanımlanamasın, soyut yada somut olan bütün varlıklar için sahiplik kavramını ifade edebilmek mümkündür. Bununla beraber, sahiplik hukuki açıdan sadece parasal bir değeri olan maddi varlıklar için korunabilmektedir (Sayman, 2012). Gerçekte sahiplik (mülkiyet) terimi, bir varlığı

özgürce kullanabilmeyi daha açık bir ifade ile, bir varlığın kullanımına sahip olmayı ve o varlık üzerinde işlem hakkına sahip olduğunu göstermektedir (Gençtürk, 2003).

Sahipliğin sağlamış olduğu en önemli haklarından birisi de, sahipliğin bir başka kişiye devredilebilmesi hakkıdır. Hisse senedi sahipleri devretme hakkını daha üst bir hak olarak kabul etmişler ve sahipliğin sağlamış olduğu bazı haklarından vazgeçmeye gönüllü olmuşlardır (Kargın, 2006).

Yeryüzünde hukuki açıdan üzerinde en çok durulan konuların başında sermaye sahipliği yani hissedar hakları gelmektedir. Özellikle, hissedar haklarını hukuki açıdan farklı bakış açısıyla ele alan Avrupa Kıtası hukuk sistemi ve Anglo-Saxon hukuk sistemi olarak iki ana grupta ele alınmaktadır. Avrupa Kıtası da kendi arasında üç hukuk sistemini muhafaza etmektedir: Alman, Fransız, İskandinav Kıta Avrupa'sı sistemleri. Her iki sistemde de, hisse sahiplerine karşı yasal koruma yönünden farklılıklar bulunmaktadır (Sakınç, 2008).

## **2.2. Sermaye Sahipliği**

İşletme sahipliği ya da sermaye sahipliği kavramları birbirlerinin yerine kullanılabilirler dahi ikisi arasında farklılıklar mevcuttur. İşletme sahipliği kurulmuş ya da kurulacak olan şirkete hissedar olma kanalıyla olmaktadır. Ortaklık neticesinde kar ya da zararı üstlenmek söz konusu olabilmektedir (Karabıyık, 2011).

Sahiplik kavramı; şirketin aile şirketi olup olmaması durumunu, şirketin kurumsal yatırımcısının olup olmadığını, şirketin hisselerini ellerinde bulunduranların arasında yabancı yatırımcının bulunup bulunmaması durumunu ve şirket yöneticisinin hissedarlar arasına dahil edilip edilmediğini de içermektedir. Dolayısıyla sermaye sahipliği ifade edilirken şirkete ortak olan kişilerin veya kurumların sermaye içerisindeki paylarının oranı ifade edilmektedir (Sayman, 2012).

Sermaye sahipliğini genel biçimde ifade edecek olursak şirketlerde kullanılan bir kavram olup, şirketin değerlerine hukuki ve maddi yönden sahip olmak olarak tanımlanmaktadır. Bir yada birden daha çok girişimcinin bir araya gelerek işletmeyi kurma, işletmenin faaliyetlerini, verimliliğini ve devamlılığını sağlama aşamasında kullanmış oldukları, para, menkul kıymet, maddi ve manevi bütün varlıklara sermaye adı verilmektedir. İşletmelerin sahiplik yapısı; işletmenin özsermaye miktarını, işletme performansını, verimliliği ve işletmenin almış olduğu sermaye yapısı kararlarını büyük

ölçüde etkileyen faktörlerden birisidir (Büyükmert, 2015). Sermaye sahipliği terimi dar açıdan bakılacak olursa işletmenin özkaynağını tanımlarken, geniş açıdan bakılacak olursa da işletmenin pay senetlerinin sahipliğini göstermektedir. Fakat işletmelerde her zaman işletmeyi yönlendiren kişiler yani kontrol eden kişiler hisse sahipleri değildir. İşletmelerde yönetim hakkını yani kontrolü elinde bulunduranlar kontrol hakkı sahipleri olarak ifade edilirken, işletmelerde belli bir oranda sermayeye sahip olanlara ise hak sahipleri (sermayedarlar) denmektedir (Büyükmert, 2015).

Şirketler, tek bir yatırımcı tarafından kurulabileceği gibi iki ya da daha çok yatırımcının bir araya gelmesiyle de oluşturulabilmektedir. İki veya daha fazla yatırımcının ortak finansal bir hedefe ulaşmak için emek, ürün ve sermayelerini bir sözleşme ile birleştirerek ortaya çıkardığı ortaklığa işletme denir (Han ve Ala, 2006).

Halka açılma durumu bulunmayan ufak çaptaki şirketlerde, pay senetlerini ellerinde bulunduranlar ile şirket kuruluşunda sermayeyi getirenler ve bunun yanı sıra yönetimde bulunan kişiler aynı kişiler olabilmektedir. Buna karşın büyüyen ve halka açılan şirketlerde bir takım problemler meydana gelebilmektedir; halka açılma süreciyle beraber şirketi kimin yöneteceği ve kontrol edeceği problem haline dönüşmektedir. Dolayısıyla sermaye sahipliği terimiyle beraber şirketin kontrolü de ifade edilmektedir (Sayman, 2012).

Sermaye sahipliği sadece hisse sahiplerinin maddi değeri ile alakadar olmamaktadır. Maddi veya manevi bütün unsurları içine almaktadır. Sermaye sahipliği çerçevesinde ayrıntılı olarak ifade edilen konular şunlardır (Öztürkçü, 2012):

1. Sermayedarların niceliksel özelliklerinin yanında niteliksel özellikleri: Hisse sahipliği terimine sermayedarların niteliksel özellikleri de girmektedir. Örneğin işletme aile işletmesi mi? Sermayedarlar arasında kurumsal girişimci veya yabancı girişimci bulunuyor mu? İşletme yöneticisine verimliliğini maksimize etmek için işletme hisseleri verilmiş mi? Bu soruların cevabı hisse sahipliği terimi içinde aranmaktadır.

2. Sermayedarların yöneticiler ile olan ilişkisi: Her şirketin nitelikleri birbiri ile bağdaşmamaktadır. Bazı zamanlarda hisse senetleri belli bir kitlenin elinde toplanmakta bazı zamanlarda ise hisselerin sahipliği geniş gruplara dağılmaktadır. Özellikle aile işletmelerinde olduğu gibi aile fertleri hisselerin çoğunu elinde tutmaktadır. Böylece yönetim kademesini istedikleri gibi oluşturabilmektedirler. Aile

fertleri işletmeleri kendileri yönetebileceği gibi kendi istedikleri yöneticiler ile de çalışabilmektedirler. Diğer hisse sahipliklerinde sermayedarın işletmeye ne tür bir etkisi olduğu hisse sahipliğinin ilgili olduğu konuların başında gelmektedir.

3. Sermayedarların şirket kontrolünü elinde tutma yöntemleri: Küçük şirketlerde hisse sahibi aynı anda şirketin kontrolünü de elinde tutan kişidir. Ancak şirketler büyüdükçe ve sermayedar sayısı çoğaldıkça işletme kontrolü önem arz etmektedir. İşletme kontrolünü elinde bulundurmaya yarayan araçlar ile oy hakkı ve nakit akımı hakkı arasında ayırım sağlanmaktadır. Amaç, sermayedarın elinde bulundurduğu hisse oranından daha çok oy hakkına (kontrol hakkına) sahip olma isteğidir.

4. Sorumlu sermayedar için “Kurumsal Yönetim” uygulamalarına rehberlik: Kurumsal yönetimin konularından bir diğeri de sermayedar terimidir. Özellikle şirketin tüm hissedarlarına karşı sorumluluğunu ifade eden kurumsal yönetim anlayışı, sermayedarın olması ve yapma zorunluluğu olan konuları kavrayan yaklaşımıyla hisse sahipliği teriminin ele alındığı konulara değinmektedir. Bu sebepten dolayı hisse sahipliği teriminden faydalanmakta ve bu kavrama değer vermektedir.

### **2.3. Sermaye Sahipliğinin Türleri**

Şirket hisselerine sahip olan kişiler genellikle şirketin kontrolünü ellerinde tutmak isterler. Çünkü kontrolü elde tutmak beraberinde bir takım ayrıcalıklar da getirecektir. Kontrolü elde tutan sermayedarlara hakim sermayedar denilmektedir. Birçok ekonomide hakim sermayedar grubu aile bireyleri ve işletmelerinden oluşmaktadır. Fakat bazı ekonomilerde kontrolü elinde bulunduran hakim sermayedarlar bulunmamaktadır. Bu tip sermaye sahipliği ise yaygın (dağınık) sermaye sahipliği olarak ifade edilmektedir (Öztürkçü, 2012).

Şirketlerin öz sermaye yapıları sahiplik yönünden ele alındığında birbirinden farklı türde sahiplik yapılarının bulunduğu görülmektedir. Örneğin öz sermayenin büyük bir bölümü bazı şirketlerde belirli bir ailenin elinde bulunurken, bazı şirketlerde bir holding veya kurumsal bir yatırımcının elinde bulunmaktadır. Bazı şirketlerde öz sermayenin büyük bir çoğunluğu devletin elinde bulunurken, bazı şirketlerde yabancı bir yatırımcının veya şirketin elinde bulunmaktadır. Bazı şirketlerde ise halka açıklık oranının fazla olması sebebiyle öz sermayenin büyük bir bölümü dağınık (geniş) bir yatırımcı tabanına dağılmaktadır (Çetenak ve Ersoy, 2015).

Berle ve Means, yapmış olduğu çalışmalarında işletme kontrolünü, kontrolü elinde tutanların yönetimde bulunan kişilerin çoğunluğunu seçme gücü olarak belirlemişler ve işletmelerin kontrol edilmesi bakımından farklı bir sınıflandırma geliştirmişlerdir (Gençtürk, 2003):

- Özel mülkiyetin kontrol ettiği işletmeler: İşletmenin baskın olan hisse sahiplerinin, işletme hisse senetlerinin % 80'inden fazlasına sahip olduğu işletmelerdir.
- Çoğunluk tarafından kontrol edilen işletmeler: İşletmenin baskın olan hisse sahibinin işletme hisse senetlerinin % 50-% 80'i arasında hisseye sahip olduğu işletmelerdir.
- Azınlık tarafından kontrol edilen işletmeler: İşletmenin baskın olan hisse sahibinin, hisse senetlerinin % 20- % 50'si arasında hisseye sahip olduğu işletmelerdir. Bu işletmeler, oy imtiyazı bulunan hisse senetlerinin önemli bir bölümünü elinde tutan hisse sahipleri tarafından kontrol edilmektedir.
- Yasal araçlar tarafından kontrol edilen işletmeler: İşletmelerin yasal ayrıcalıkların tanıdığı araçları kullanarak kontrol ettiği işletmelerdir. Örneğin, holdingler yatırım yaptıkları işletmelerde, yönetimde söz sahibi olmak ve kontrolü elde tutmak için holdingleşerek işletme hisselerini kendi ellerinde toplamaktadır.
- Yönetim tarafından kontrol edilen işletmeler: Kontrolün yönetimin elinde tutulduğu işletmelerdir. Yönetim işletme sahiplerinden oluşturulabileceği gibi dışarıdan atanmış kişilerce de oluşturulabilmektedir.

Sermaye sahipliği türlerinden bahsederken aile işletmeleri sahipliği ve geniş tabanlı sahiplik yapısının yanında çalışan sahipliği, yönetici sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği ve devlet sahipliği kavramları üzerinde durulması gerekmektedir.

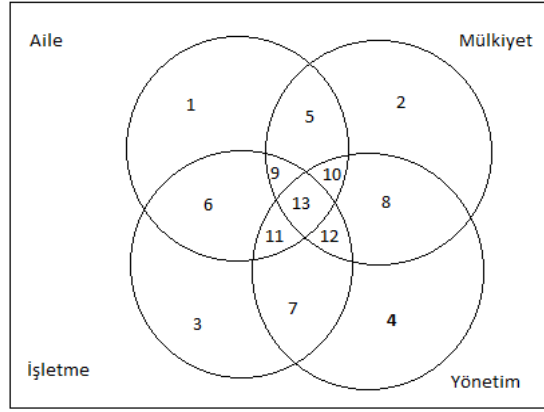
### **2.3.1. Aile İşletmeleri**

Aile işletmesi terimi hakkında çok sayıda tanımlamanın yapıldığı bilinmektedir. Tanımlar bu konuyu farklı yönlerden ele almaktadır. Örneğin bazı yapılan tanımlamalarda aile işletmelerinin aile yönü ve kurucu kişilikleri ön planda tutulurken, bazılarında ise şirkette aktif yönetim içinde bulunma durumu önem arz etmektedir. Bazılarında sahipliğin kimin elinde bulunduğu, başka bir tanımda ise işin yönetim kısmı ele alınmaktadır (Onay Özkaya ve Muter Şengül, 2006). Aile

şirketlerinin ekonomi içerisindeki büyüklükleri dikkate alındığında, bu tür şirketlerin varlıklarını sürdürebilmeleri son derece önem arz etmektedir. Aile şirketlerinde bulunan ataerkil yapı, aidiyet duygusu ve işi başkasıyla paylaşmama gibi duygularla hareket edilmesi sebebiyle şirketlerin ömrü kısa olabilmektedir. Yapılmış olan çalışmalarda ortalama bir aile şirketinin ömrü 24 yıl sürmektedir (Çemberci, 2013). Aile işletmelerinde sahiplik üç gruba ayrılmaktadır. Bunlar; tek patron, kuzenler birlikteliği ve kardeş ortaklığı şeklinde tanımlanmaktadır. Birçok batı ülkesinde ve Amerika'da aile işletmelerinin %75'i tek bir kişinin işletme kontrolünü elinde bulundurduğu tek patron niteliğini bulundurmaktadır. Bu tip aile işletmelerinde temel problem yeterli sermayeyi elde edememektir. Bu problemi çözebilmek için halka açılma yoluna gidilmektedir. Bu da beraberinde birçok problemi getirmektedir (Korkmaz, Savaş ve Yahyaoğlu, 2012).

Bir çok ülkede az miktarda sermaye yatırılarak ekonominin büyük bölümünün az sayıda ailenin kontrolünde tutulduğu, nakit akım ve kontrol ayrımı sağlayan yapılar mevcuttur. Bu durum vekalet sorunlarına ve kaynakların yanlış yönde kullanılmasına sebep olmakta, dolayısıyla ülke ekonomisi olumsuz yönde etkilenerek makroekonomik sorunlara yol açmaktadır (Yılgör ve Yücel, 2012). Aile şirketlerini diğer şirketlerden ayıran bir takım özellikler bulunmaktadır. Bunlardan birisi de şirketin yönetiminde ve stratejiler üzerinde aile ilişkilerinin, aile kültürünün büyük etkisi olması ve bu ilişkinin işin önüne geçmesidir. Bu sebeple, aile şirketleri uzun vadeli kararlar alırken şirketin geleceğiyle beraber kendi geleceklerini de ön planda tutmaktadırlar (Yıldırım, 2007).

Aile şirketlerinin devamlılığının önünde engel oluşturan aileden, şirketten yada ekonomik çevre tarafından kaynaklanan nedenlerin olduğu söylenmektedir. Aile şirketlerinin faaliyetine devam ettiği çevre şartları, yönetimin tutumları, kullanmış oldukları teknoloji türü, şirketin kültürel yapısının oluşum süreci ve nasıl yapılandığı, şirketin devamlılığında karşılaşılan sorun teşkil eden problemler olmalarına karşın, şirketin alacak olduğu kararlarda (stratejik ve yönetsel) ilk kuşak yatırımcılar her zaman son sözü söylemekte ve daha baskın olmaktadır (Yelkikalan ve Aydın, 2010).



**Şekil 6 Aile İşletmelerinde Bulunan Roller**

Kaynak: (Fındıkçı, 2007).

Aile İşletmelerinin yapılanmasının kökeninde, ailenin iş yapması ve işletme kurması olduğu söylenmiştir. Kökeninde aile birlikteliğinin olduğu bu yapı, belirli bir sahiplik oranı ile bir şirket kurulmasını ve daha sonra bu şirketin yönetilmesini sağlarlar. Aile bireylerinin kendi şahsi menfaatlerini, işletme ve ailenin ortak çıkarlarını barındıran bu yapı, kimi zaman doğal olarak çıkar çatışmalarına sebep olabilir. Çünkü bu yapıda her karakterin farklı bir tanımı ve değeri vardır (Fındıkçı, 2007).

Şekil 6’da görüldüğü gibi aile işletmesinde bulunan roller 4 gruba toplanabilir. Bunlar; ailenin üstlenmiş olduğu roller, sahiplik hakkı ve hissedarlık, yani sahiplik yapısından gelmiş olan roller, işletmenin faaliyetlerinden dolayı ortaya çıkan roller ve yönetim kademesindeki kişilerin sahip olduğu roller olarak belirtilmiştir. Tüm bu rollere bakıldığında çoğu aile şirketi, biz bir aileyiz iş bizim şirket bizim hepimize yetecek oranda var düşüncesine sahiptirler. Bu nedenle şirket içindeki rollerini netleştirmek istemezler. Ancak netleştirmek zorunda kaldıklarında bunun için geç kalmış olabilirler. Dolayısıyla işler yolunda giderken, kişiler arasında çatışmalar ve karmaşalar yaşanmazken iş bölümlerinin netleştirilmesi kadar roller arasındaki hassas noktalarında netleştirilmesi gerekir. Aile üyeleri ile hissedarlar arasındaki farkların ve aile üyesi olup hissedarlık hakkı bulunmayan fakat yönetimde bulunan kişiler ve benzeri arasındaki farkların netleştirilmesi herkesin yeni bir hız kazanmasını



sağlayacaktır. Böylece insanların zamanla birbirine düşmesi, aralarında karmaşa yaşanması engellenmiş olacaktır (Fındıkçı, 2007).

Aile işletmelerini iç içe geçmiş 4 çember olarak düşünecek olursak her çemberin farklı noktalarında yer alan rakamların yani Şekil 6'da gösterilmiş olunan bölümlerin her biri başka bir rolü ifade etmektedir. Bunlar aşağıda bulunan Tablo 1'de gösterilmiştir.

1	Aile üyeleri içerisinde yer alan bu grubun şirkette herhangi bir işlevi yoktur. Şirket hisselerine sahip değildir. Şirket yönetiminde yer almamaktadır.
2	Bu grupta yer alan kişiler şirkette hisseye sahiptir ancak yönetimde herhangi bir işlevi bulunmamaktadır. Ailenin dışarıdan şirkete dahil ettiği ancak herhangi bir işlevi olmayan gruptur.
3	Bu grupta, aile üyesi olmayan, şirkette yönetimde bulunmayan, şirket hisselerine sahip olmayan, şirkete aile tarafından alınmış profesyonel kişiler bulunmaktadır.
4	Şirket hisselerine sahip olmayan, aile fertlerinden olmayan, işletmenin faaliyetleri içerisinde bulunmayan, şirketin almış olduğu kararlarda etkisi bulunan yani yönetimde bulunan kişiler bu grupta yer almaktadır. (profesyonel üst düzey yöneticiler).
5	Bu grupta yer alan kişiler şirkete ortak olan ve aile üyesi olan kişilerdir. Fakat bu kişiler şirketin yürütmüş olduğu faaliyetlerde ve şirket yönetiminde yer almamaktadır. Yani şirkette herhangi bir işlevleri bulunmamaktadır. Sadece kan bağı bulunmaktadır.
6	Aile üyesi olmalarına rağmen şirkete ortak değildirler. Şirketin yönetiminde herhangi bir söz hakları yoktur. Sadece şirkette kendisine iş verilen kişiler bu grupta yer almaktadır. İkinci, üçüncü dereceden kan bağı bulunan kişilerdir.
7	Şirkete ortak olmayan aile üyesi olan, profesyonel çalışan ve yöneticiler bu grupta yer almaktadır.

8	Bu grupta, aile üyesi olmayan, aktif iş hayatı içinde bulunmayan, şirkete ortak olan ve karar verme noktasında bulunan dışarıdan yatırımcı konumundaki kişiler bulunmaktadır.
9	Şirkete ortak olan, aile üyesi olan, şirkette yürütülen faaliyetlerde aktif rol alan ancak yönetici becerisine sahip olmayan kişiler bu grupta yer almaktadır. Ortakların çalışma durumları olduğunda bu grupta yer alırlar.
10	Şirkette ortaklık hakkı bulunan, aile üyesi olan, işletmenin yürütmüş olduğu faaliyetlerde iş akışında bulunmayan, fakat yönetimde verilen kararlarda söz sahibi olan yani yönetimde yer alacak beceriye sahip olan aile üyelerinden oluşan kişiler bu grupta yer almaktadır.
11	Bu grupta, şirkette ortaklık hakkı bulunmayan, aile üyesi olan, şirketin yürütmüş olduğu faaliyetlerde iş akışında aktif rol alan ve karar verme yani yönetici konumunda bulunan kişiler bulunmaktadır. Aile üyesi olan ikinci yada üçüncü derece akrabalık bağı bulunan kişiler yer almaktadır.
12	Şirkete ortak olan, aile üyesi olmayan, şirketin yürütmüş olduğu faaliyetlerde iş akışında ve yönetimde aktif olarak rol alan, yönetici becerilerine sahip olan dışarıdan yatırımcı konumunda olan kişiler bu grupta yer almaktadır.
13	Bu grupta, şirkete ortak olan, şirketin yürütmüş olduğu faaliyetlerde iş akışında aktif olarak rol alan, yönetimde bulunan, aile üyesi olan kişiler yer almaktadır. Kısacası bu grup bütün rollerin bir araya geldiği, genellikle şirketi kuran, aynı kan bağına sahip olan, işin birinci dereceden sahipleri bulunmaktadır.

**Tablo 1 Aile İşletmesinde Bulunan Roller**

Kaynak: (Fındıkçı, 2007).

### **2.3.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği**

Kurumsal yatırımcılar büyük çaptaki firmalar olup iktisadi kuruluşlardan oluşmaktadır. Bu iktisadi firmaların içinde, bankalar, sigorta fonları, emeklilik fonları, yatırım fonları vb. fonlar bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcılar sermaye piyasalarında büyük hacimli işlemler gerçekleştiren yatırımcılardır. Bu yatırımcılar yatırım maksadıyla menkul kıymet alıp satmaktadırlar. Menkul kıymetlerin bu kuruluşlar

tarafından alınması firmalara oldukça cazip gelmektedir çünkü bunlar belli bir istikrarı yakalamış ve bilinçli yatırımcılardır (Öztürkçü, 2012).

Ülkemiz, gelişme aşamasında bulunan diğer devletler gibi finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeleri gecikmeli olarak yaşayan ülkeler arasına girmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı temel problemlerin yanında, ülkemizin kendine has ekonomik problemleri de kurumsal yatırımcıların istenen düzeye ulaşamamış olmalarına sebep olmaktadır. Bu problemlerin çözülmesini ve makul düzeydeki yatırım ortamının yaratılmasını takiben, sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların pay oranlarında gözle görülür bir artış meydana geleceği öngörülmektedir. Kurumsal yatırımcılara büyük oranda talep gösterilmesinin nedeni ekonomik yapıda meydana gelen değişim olarak gösterilmektedir (Sakınç, 2008).

Kurumsal yatırımcılar yapmış oldukları her yatırımda inançlı sahiplik esasına uymak zorundadırlar. İnançlı sahiplik esası, şahsına emanet edilen fonları, basiret sahibi, sağduyulu ve zeki bir insanın şahsi yatırımlarında göstermiş olduğu inanç ve sağduyuyu göstererek yönetme şeklidir. Söz konusu yatırım, inançlı sahiplik esasına uyulduğunu kanıtlayan bazı kriterlere ihtiyaç duyulmasına sebep olmaktadır. Bu kriterler, menkul kıymetlerine yatırımın yapılan işletmelerin bazı özelliklerinin gözlemlenmesi yoluyla bulunabilmektedir. Söz konusu olan işletme özellikleri, iki yönden değerlendirilerek bulunabilir. Birincisi, inançlı sahiplik esasına göre faaliyetlerine devam eden kurumsal bir yatırımcının, önemsemesi gereken işletme özelliklerinden faydalanabilir. İkincisi, daha önce yapılmış olan uygulamalı bir çalışmanın önderliğinde, bazı işletme özelliklerinin belirlenmesiyle mümkün olmaktadır (Kandır, 2010).

Kurumsal yatırımcılar riski üstlerinde toplayarak, bireysel yatırımcılara göre tek başlarına yapabileceklerinden daha iyi risk ve getiri dengesi sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcıların özelliklerinden bir tanesi de portföy çeşitlendirmesini ulusal ve uluslararası pazarlarda yapabilmesidir. Kurumsal yatırımcılar geniş ve likiditesi yüksek olan sermaye piyasalarına yatırım yaptıkları için yüksek likidite elde edebilmektedirler. Kurumsal yatırımcıların bilgiyi bulma ve işleme yeteneği sermaye piyasalarındaki bireysel yatırımcılara göre daha fazladır. Bunun yanı sıra, kurumsal yatırımcılar bankalara göre özel bilgilere değil, halka açık bilgilerden faydalanmakta ve uyumlaştırılmış aktif ve pasifleri ellerinde tutmaktadırlar. Kurumsal yatırımcı olan,

özel emeklilik fonları ve hayat sigortası firmalarının, uzun vadeli fon kaynaklarını elde tutmaları, emeklilik fonları ve hayat sigortası firmalarının yüksek risk ve getiriye sahip olan finansal varlıkları portföylerinde tutmalarını sağlamaktadır (Sakınç, 2008).

Kurumsal yatırımcıların işletmelerle alakalı tercihlerinin diğer yatırımcılardan farklı olduğu söylenmektedir. Söz konusu olan bu farklılığa neden olarak ise, vekâlet teorisi, piyasa anomalileri ve inançlı mülkiyet esasları gösterilmektedir. Bireysel yatırımcılar şirketlerde yatırım yetkisini kurumsal yatırımcılara verdikten sonra sadece kurumsal yatırımcıların yapmış oldukları yatırım tercihlerini denetleyebilmektedirler. Piyasa anomalileri ise, bireysel girişimcilerle kurumsal yatırımcıların yapmış olduğu tercih farklılığının ikinci bir sebebidir. Geçmişte meydana gelen fiyat dalgalanmalarını profesyonel bir şekilde gözlemleme imkanına sahip olan kurumsal yatırımcıların, piyasa anomalilerinin dalgalanmalarını takip edebilmek için, farklı seçenekler üzerinde durmaları ve bu seçenekleri geliştirmeleri gerekmektedir (Kandır, 2010).

### **2.3.3. Devlet Sahipliği**

Devlet sahipliği, devletin herhangi bir şirket, endüstri veya şirket varlıkları üzerinde sahip olduğu hisse oranında söz sahibi olmasıdır. Devletlerin sahip oldukları şirketler genellikle kar amacı gütmeyen şirket görüntüsü vermektedir. Kar elde etmekten daha çok sosyal sorumluluğunu yerine getirmesi beklenmektedir. Devlet sahipliği yıllarca tartışılmıştır. Bazıları devlet sahipliğine karşı çıkmakta bazıları ise bunu savunmaktadır (Öztürkçü, 2012).

Bütün ülkelerde vatandaşlar, ödemiş oldukları vergilerin bir bedeli olarak devletten çeşitli hizmetler talep ederler. Devlet ise vatandaşların beklentisi olan bu hizmet karşılığında, vatandaşlarından vergi toplar ve toplamış olduğu bu vergilerle de kamu kurumları adıyla bir takım harcamalar yapmaktadır. Devlet, bu şekilde vatandaşlara hizmet etmek için kurmuş olduğu bu kuruluşların aynı zamanda sahibi olmuş olur. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede yaygın biçimde görülen Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT), genel olarak bütün ülkelerde, devletin ekonomik yaşama müdahale etmesinin bir sonucu olarak ortaya çıkmış ve özellikle 20.yüzyıl içerisinde büyük değer kazanan kuruluşlar olmuşlardır (Korkut, 2007).

Sosyo ekonomik nedenlerden dolayı ülkemizde KİT'ler kurulmuş aynı zamanda da geliştirilmiştir. Ekonomik yada siyasal açıdan hangi sisteme mensup olursa olsun hemen hemen tüm ülkelerdeki bu kuruluşlar ülkemiz açısından çok önemli

bir yere sahiptir. Kurtuluş Savaşı'nın kazanılmasından sonra, siyasal alanda da kazanılmış olan özgürlüğün ekonomik açıdan sağlanacak kalkınma ile korunabileceği gerçeğinden hareketle bu alanda bilinçli bir politika seyredilmiştir (Sakınç, 2008).

Devletin işletmelere sahip olmasının veya kurmasının finansal veya stratejik birçok sebebi vardır. Firmalarda devlet sahipliğinin sebeplerinden birkaç tanesi şöyledir; devlet ve millet faydası, sosyal sorumluluk, kar amaçlı işletmeler ve örnek işletme olmak gibi sebeplerdir. Devlet firmalarında, sosyal olarak toplumdaki insanların ve kamunun yararı göz önünde tutulmuş olup işletmenin yürütmüş olduğu faaliyetlerin bütünü kar odaklı değildir. Huzur evleri, çocuk esirgeme kurumları, devlete ait sağlık kurumları, sigorta ve emeklilik kurumları gibi amacı kar elde etmek olmayan işletmelerde devlet sahipliğindedir. Bu tip amacı kar elde etmek olmayan kuruluşlar ülkedeki insanların yararı göz önünde tutularak kurulmuştur. Fakat; Tüpraş, İpragaz, Gima, Sek Süt, Eti Bank gibi kuruluşlar şu an özelleştirilmiş olsalar dahi kar amacı güden ve kamu yararı göz önünde tutularak oluşturulan kurumlardır (Büyükmert, 2015).

#### **2.3.4. Geniş Tabanlı Sahiplik Yapısı**

Şirketlerin ortakları arasında hakim hissedarların (kontrol eden hissedar) örnek verecek olursak; aile, kurumsal yatırımcı veya devlet gibi ortakların bulunmadığı şirketlerde sermaye birçok yatırımcı tarafından şirkete getirilmektedir. Bu tip şirketlere geniş tabanlı (dağımk) hisse sahipliğine sahip şirketler denmektedir. Geniş tabanlı (dağımk) hisse sahipliği olan şirketlerde, üst düzey yöneticiler doğal olarak şirketteki alınan kararlarda söz sahibi olan en etkili kişi konumunda olmaktadır. Söz konusu şirketlerde, hakim ortak bulunmaması sebebi ile şirketin yönetim kurulu seçilirken, hiçbir bireysel hissedarın doğrudan etki edememesi nedeniyle seçilen yönetim kurulu üyeleri hisse senedi sahiplerine eşit mesafede bulunan kişiler içerisinden seçilmektedir (Sayman, 2012).

Geniş tabanlı sahiplik yapısı olan işletmelerde sahiplik ile kontrolün ayrışması sonucunda, temel çıkar çatışmaları hisse sahipleri ile yöneticiler arasında olmaktadır. Bu durum, yöneticilerin şirketin yürütmüş olduğu faaliyetlerde söz sahibi olmasını ve sahip olduğu bu gücü kendi şahsi çıkarları doğrultusunda kullanabilmesi riskini ortaya çıkarmakta ve dolayısıyla şirketin hissedarları bu durumdan zarar görmektedir (Karabıyık, 2011). Geniş tabanlı sahiplik yapısının görüldüğü işletmelerde sermaye

girişleri ve borç öz sermaye oranları oldukça yüksektir. Bu tür işletmelerin kaynak sağlama yönünden sıkıntıları olmaması sebebi ile bu tür işletmeler maddi duran varlıklarına kolay bir şekilde yatırım yapabilmektedir. Ayrıca bu tür işletmelerde uzmanlaşma seviyesinin yüksek olması sebebiyle varlık çeşitliliği de oldukça yüksektir (Güngör, 2012).

Geniş tabanlı sermaye sahipliği yararlarının yanında mevcut olan birtakım giderleri de kapsamaktadır. Buna göre; en önemli işlem gideri yöneticiyi gözleme maliyetidir. Hisse sahiplerinin denetim eksikliği sebebi ile yöneticiler işletme işlerine yönelik olarak alacakları kararlar hakkında kendi menfaatleri doğrultusunda hareket etmeye yönelebilirler. Bu sebeple geniş tabanlı sahiplik yapısının yaygın olduğu ortaklıklarda yöneticileri hisse sahipleri lehine hareket etmeye teşvik edecek bir takım mekanizmalara gereksinim duyulmaktadır. Dolayısıyla bu tip ortaklıklarda vekalet sorunu daha belirgin ve vekalet maliyeti daha çok olmaktadır. Bu maliyetin devamında yöneticiyi işe alma ve yöneticiyi işten çıkarma maliyetleri gelmektedir. Hisse sahiplerinin elinden alınarak yöneticiye devredilen kontrol mekanizması yöneticiden hesap sorulması olanağını en az düzeye indirmektedir (Öztürkçü, 2012).

Dağınık sahiplik yapısında kontrolün yöneticilerin elinde bulunması sebebiyle, hissedarlar şirket kaynaklarını doğrudan doğruya yönetememektedir. Dolayısıyla hissedarların elde edecekleri kar yöneticilerin vermiş oldukları kararlara bağlıdır. Diğer bir deyişle dağınık sahiplik yapısında, yöneticiler hissedarların refahını maksimize etme amacının dışında hareket ederek negatif net bugünkü değere sahip olan yatırımları rahat bir şekilde hayata geçirebileceklerdir. Bu durum şüphesiz şirket yöneticilerinin, hissedarlara göre oldukça güçlü hale gelmesinde büyük rol oynayacaktır. Bununla beraber, finansal piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde, şirket hissedarları gerek zaman tasarrufu gerekse faaliyet çeşitliliğinin sağlanabilmesi sebebiyle bütün kontrolü yöneticilerin elinde tuttuğu bu yapıdan vazgeçemeyecektir. Diğer bir deyişle küçük girişimcilerin çeşitli üstünlükler sağlayabildiği dağınık sahiplik, girişimciler yönünden önemli bir sermaye birlikteliği olarak ifade edilebilmektedir. Genel ekonomi açısından dağınık sahipliğin sağlamış olduğu en önemli üstünlük, dağınık sahipliğin tarzı sayesinde sermayenin daha rahat bir şekilde tabana yayılmasını sağlanarak, toplumun refah düzeyinin artırılması olarak tanımlanabilmektedir. Girişimci açısından dağınık sahiplik yapısının bulunduğu şirketlerde ki diğer bir üstünlük ise tabana yayılmış olan sermayesi sayesinde bu

şirketlerin diğer şirketlere nazaran kar payı miktarını daha fazla artırmasıdır (Sayman, 2012).

### **2.3.5. Yönetici Sahipliği**

Bir şirketin hisse senetlerinin, şirket yöneticileri tarafından elde tutulduğu sahiplik yapıları yönetici sahipliği olarak tanımlanmaktadır. Yönetim kademesinin şirket hisse senetlerine sahip olması, başka bir ifade ile yöneticiler, hisse senetlerinin çoğunluğuna sahibi olmasalar bile, şirket hisse senetlerine sahip olan yöneticiler olması halinde şirket sahiplik yapısı yönetici sahipliği olarak ifade edilmektedir (Oruç, 2012).

İşletme hisse senetlerinin büyük bir kısmına, belirli hisse senedi sahiplerinin sahip olması durumunda, sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olduğu durumu ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla sahiplik yoğunlaşmasının yüksek buna karşılık halka açıklık düzeyinin düşük olduğu işletmelerde hisse senedi sahiplerinin aynı zamanda yönetici olma ihtimalinin yüksek olmasından söz edilebilir. Bu duruma benzer fakat ters olan bir durum ise yöneticinin temsil maliyetleri doğrultusunda hisse sahibi olmasıdır. Bu duruma yönetici sahipliği de denir (Bayrakdaroğlu, 2010).

Şirketlerde yönetici sahipliği, genellikle geniş tabanlı sahiplik yapısına sahip şirketlerde görülür. Bunun sebebi, geniş tabanlı sahiplik yapısı bulunan şirketlerde hakim hissedar bulunmadığı için hisse sahipleri, yöneticileri belirli oranda hissedar yaparak şirketin vekalet maliyetlerinden kurtulmayı amaçlamaktadırlar. Başka bir neden ise geniş tabanlı sahiplik yapısı bulunan şirketlerde hisse sahiplerinin, yöneticiler üzerinde yeteri düzeyde kontrol kuramamasıdır. Bu durumda hisse sahiplerinin, şirketin sürdürmüş olduğu faaliyetlerin ne oranda verimli olduğunu tespit etmeleri zorlaşır ve bu sürecin takibi için ek bir maliyet ortaya çıkar. Hisse sahipleri, yöneticileri şirketlere hissedar yaparak şirketin verimliliğinin artmasını ve ek maliyetlerden kurtulmayı amaçlarlar. Yönetici olarak şirkette görev alan kişiler şirket için elbette verimli çalışmalar yapacaktır fakat hem yönetici hem de hisse sahibi oldukları zaman daha verimli ve etkin olarak çalışacaklardır. Böylelikle yöneticilerin, kişisel çıkarları doğrultusunda değil de hisse sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket etmelerini sağlarlar (Büyükmert, 2015).

Jensen ve Meckling'in temsil kuramına göre şirketlere yeni ortaklar dahil edildiğinde, yönetici sahipliğinin bulunduğu şirketlerde yöneticilerin (şirket

sahiplerinin) şirkete karşı taşınmış oldukları teşvikler değişmektedir. Bu kuramda; yönetici sahipliği bulunan şirketlerin yöneticilerinin (sahiplerinin) hisse oranlarında meydana gelen azalmayla birlikte, şirketin yöneticileri (sahipleri) ile yeni hissedarları arasında çıkar ayrışmazlığı olabileceğine işaret edilir. Yönetici sahiplerin hisse oranlarında meydana gelen azalmanın sonucu olarak, şirket yöneticileri şirketin değerini maksimize etmek yerine özel (şahsi) harcamalarını artırma eğilimi içine girmekte ve bu nedenle şirket yöneticileri ile şirkete yeni dahil olan ortaklar arasında çıkar çatışmaları meydana gelmektedir. Dolayısıyla şirket performansı da bu durumdan olumsuz yönde etkilenecektir (Bulut, Çankaya ve Er, 2009).

### **2.3.6. Çalışan Sahipliği**

İnsan doğası gereği aidiyet duygularına sahip bir varlık olarak, içgüdülerinden gelen bir etkileşimle sahip olduğu her varlığa daha çok ilgi göstermekte ve daha çoğuna sahip olmak istemektedir. Bu sahiplik ister manevi değerler olsun ister maddi, her iki yönden de sahip olma duygusu sahip olunan varlıklar üzerinde kontrol etme, varlığının devam etmesi ve maksimum ilgi gibi birçok olumlu duyguların gelişmesine sebep olmaktadır. Bu duyguları insanoğlu kendi ile kıyasladığında; sahip olduğumuz ev, eşya, eş ve çocuklarımız gibi maddi ve manevi değeri olan varlıklar bizim sahipliğimizde olduğundan daima olumlu bir düşünceye sahip oluruz ve çoğu zaman ilgimizi yoğun bir şekilde sahip olduğumuz nesnelere yöneltiriz. Aynı şekilde sahip olduğumuz her kıymetin en iyi şekilde korunması ve o varlığın geleceği için çabalarız (Büyükmert, 2015).

Çalışan sahipliği, şirkette çalışan (memur, işçi vb.) kişilerin şirket hisselerine sahip olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu durum, şirket ortakları ile şirket çalışanları arasında bir vekalet probleminin oluşmaması için yapılmaktadır. Bununla beraber, çalışanların motivasyonunu üst düzeyde tutmak ve teşvik etmek amacıyla şirketin hissedarları, kendi servetlerini maksimize edecek şekilde şirketin yapmış olduğu her türlü faaliyet de maksimum çaba gösterilmesi için çalışanları şirkete hissedar olarak kabul etmektedirler (Sayman, 2012).

Ülkemizde bu durum ilk kez Kardemir Karabük Demir Çelik Fabrikasında görülmüştür. Fabrikada çalışan işçilerin yarısından çoğuna şirket hisseleri satılarak şirket özelleştirilmiş ve böylece çalışanların sahip olduğu işletme türü ortaya çıkmıştır. Bu tür şirketlerde hissedarlık, şirket çalışanları ve şirketin hissedarı olan çalışanların



adına, şirket yöneticilerinin çalışanlara ve hissedarlara karşı olan davranışlarında önemli değişiklikler meydana getirmekte ve sendikacılık, çalışma ilişkileri ve toplu pazarlık anlayışında önemli değişiklikler meydana gelmektedir. Kısacası, çalışan sahipliğinin olduğu şirketlerdeki özelleştirme yöntemi diğer özelleştirme yöntemlerine nazaran farklı sonuçlar ortaya koymaktadır (Ersöz vd., 2011).

Çalışanları mülkiyet sahibi yapma planını, Amerika Birleşik Devletleri gibi gelişmiş olan bazı ülkelerde, hem iflas etme tehlikesi bulunan şirketler hem de finansal kaynak ve vergi muafiyeti sağlamak isteyen şirketler tercih etmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde ve geçiş ekonomilerinde özelleştirme yapmanın sosyal boyutlarını ve dolayısıyla özelleştirme karşıtı olan muhalefeti düşürücü bir etkiye sahip olması sebebiyle, devlet kurumlarının özelleştirilmesinde böyle bir yöntem uygulanmaktadır (Sakinç, 2008).

Çalışanların Hisse Senedi Sahipliği Planını (ESOP) şu şekilde tanımlayabiliriz: şirket çalışanlarına şirket hisselerinin bir kısmının verilmesi ya da çalışanların, şirketin yürütmüş olduğu faaliyetler sonucunda elde etmiş olduğu kardan, şirket verimliliğinden ve şirket performansından dolayı yolla değil doğrudan yolla etkilenmesini sağlamak olarak ifade edilebilmektedir (Sayman, 2012).

Yapılan birçok çalışmada, çalışanların sahip olduğu işletmelerin, klasik işletmelere kıyasla daha verimli ve karlı oldukları ve performanslarının daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Çalışanların sermayeye ortaklığının sağlamış olduğu diğer faydalar ise işçi işveren ilişkilerini geliştirmesi, grevler sebebiyle kaybedilen zamanı azaltması, olası işyeri kapanmalarını önlemesi, işletmeye olan bağlılığı artırarak iş değiştirmeleri azaltması ve iş deneyimini artırması, işletmelerde ortak amaç ve kimlik yaratması, vergi avantajları sağlamasıdır. Diğer yandan, çalışanların sermayeye ortaklığı, çalışanların motivasyonunu, işletmeye bağlılığını, sadakatini artırmakta; çalışanların işletmelerin amaç ve hedeflerinden haberdar olmalarını sağlamaktadır (Atasoy, 2009).

#### **2.4. Sahiplik ve Kontrol**

Şirketlerde sahiplik ve kontrol nadiren birbirlerinden ayrılmıştır. Çoğunlukla büyük pay sahipleri (kontrol edenler) kontrol ettikleri şirketlerde belli bir oranda özsermayeye sahiptirler. Bazı özsermaye sahipleri ise sahip oldukları sermaye miktarının büyük oranda olmasının karşılığında sahibi oldukları şirket üzerinde

kontrolün bir kısmını elinde tutmaktadır. Sonuç olarak şirketlerin ortaklık yapısı (şirketin özsermaye sahiplerinin kim oldukları ve şirket sahiplerinin özsermaye pozisyonlarının büyüklüğü) kurumsal yönetimin potansiyel açıdan önem arz eden bir unsurdur (Kıyılar ve Belen, 2005).

Sahiplik ile kontrol birbirleriyle örtüşürse ortaya çıkan çıkar çatışmaları azalacak ve dolayısıyla şirket değeri yükselecektir. Ancak sahiplik, şirket değeri ve kontrol arasındaki ilişkinin bu kadar basit olmadığını da söylemek gerekmektedir. Örneğin, bir şirketin sahipliğinin yönetimdeki kişilerin elinde bulunduğunu düşünürsek bu durum, yöneticilerle hisse sahiplerinin çıkarlarının aynı yönde olmasına yarayabilir. Bununla beraber yöneticilerle hisse sahiplerinin çıkarları ne kadar az olur ise, yüksek orandaki özsermaye sahipliği yöneticilere, diğer hissedarlar tarafından büyük bir tepki gösterilmesi tehlikesiyle karşı karşıya gelme korkusu olmadan kendi çıkarları doğrultusunda hareket etme açısından daha büyük bir özgürlük sağlayabilir; dolayısıyla bu durum yöneticilerin yerini sağlamlaştırabilir. Sonuç olarak yönetici sahipliğinin şirket değeri üzerindeki nihai etkisi, sağlamlaştırma ve paralelleştirme etkilerinin aynı hizaya gelmesi durumuna bağlıdır (Kıyılar ve Belen, 2005).

Sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması şirketlerin ortaklık yapısına göre ele alındığında; tek kişi tarafından yönetilen şirketlerle, özellikle aile içindeki kişilerden birinin yönetimde bulunduğu aile şirketlerinde durum benzerdir. Günümüzde kamu sahipliğinde şirketin performansı düşerken, şirkete yeni hissedar veya yönetime yabancı bir ortak alındığında şirketin performansı çoğalmaktadır (Karabıyık, 2011).

Bir hissenin bir oy hakkı taşıdığı ve hisse sahiplerinin diğer şirketleri kontrol etme mekanizmaları oluşmadığı zamanlarda, sahiplik ile kontrol birbirine denktir. Ancak farklı oy ve farklı kar payı hakkı imtiyazı taşıyan pay senetlerinin piyasaya ihraç edilmesi ve holding (piramit) şirket yapılarının çoğalmasıyla, sahiplik ve kontrol birbirinden ayrıştırılmış, daha düşük ortaklık payları ile şirketlerin kontrolünü elde tutabilme imkanı sağlanmıştır (Yılıgör ve Yücel, 2012).

Sahiplik ve kontrol ilişkisini incelerken nihai ortağın kontrolü elinde tutmak ve kontrol gücünü artırmak için şu yöntemlerin kullanıldığı görülmektedir: Farklılaştırılmış oy hakları, piramit yapılar ve karşılıklı hissedarlık.

### 2.4.1. Farklılaştırılmış Oy Hakları

Azınlığın kontrol ettiği yapıların en bariz formu, farklılaştırılmış oy haklarıyla iki veya daha fazla sınıf hisse senedi ihraç etmiş bir şirkettir. Çok sınıflı böyle bir özsermaye yapısı, birden çok şirket yaratılmasına dayanmayan tek azınlığın kontrol ettiği yapıdır (Belen, 2008).

İki sınıflı özsermaye yapısında nakit akım ile kontrol haklarının ayrılmasını ayarlamak çok kolaydır. Basit olarak bir planlayıcı, halka veya diğer hisse sahiplerine dağıtılmış olan hisselerle hiç oy hakkı vermeden, tüm oy haklarını, kontrol edenlerin ellerindeki belli bir kısım hisse senetlerine verebilir (Belen, 2008).

Basit olmasına rağmen bu form, azınlığın kontrol ettiği yapıların en yaygın olanı değildir. Bazı hukuk sistemlerinde işletmeler hukukunun, yüksek ve düşük oylu hisse senetleri arasındaki oy hakkı oranına ilişkin sınırlandırmaları veya çıkarılmasına izin verilen yüksek veya düşük oy haklı hisse senetleri arasındaki sayısal orana ilişkin sınırlandırmalar bunun bir sebebini oluşturabilir. Bu sınırlandırmalar örtülü olarak, kontrol edenlerin elinde tutması gereken nakit akım hakkının asgari sınırını belirler. Ancak bu kısıtlamalar dahi, farklılaştırılmış oy hakkı yapılarının geriden gelen popülaritesini tam olarak tanımlayamamaktadır (Belen, 2008).

Bir hisse bir oy kuralından sapan hisse senetlerine, kar payında ayrıcalıklı hisse senetler, oy hakkından yoksun hisse senetleri, oy hakkında ayrıcalıklı çift özellikli hisse senetleri ve altın hisseler örnek olarak gösterilebilir (Sakinç, 2008).

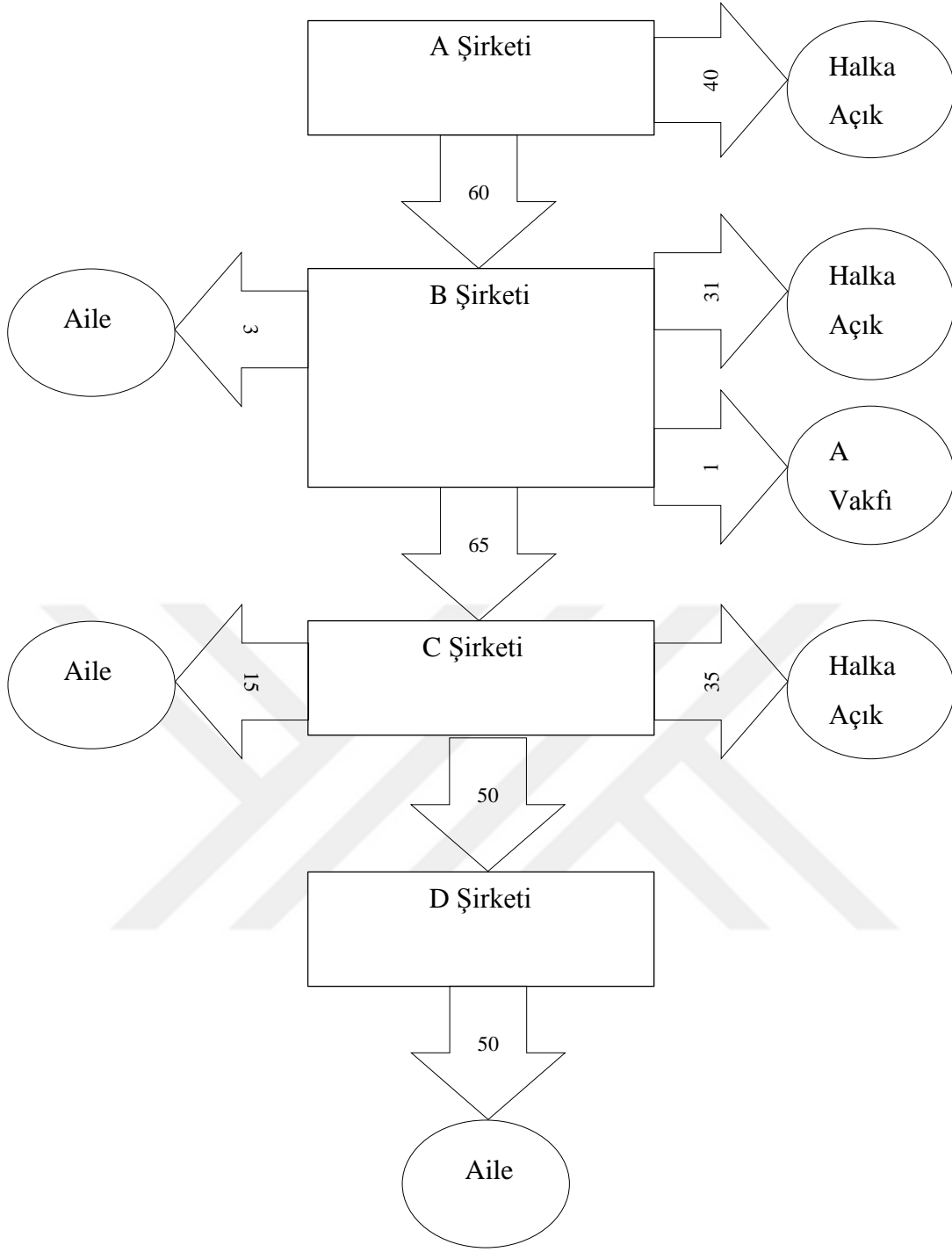
Farklı oy ayrıcalığının kullanımına örnek verecek olursak, A şirketinin 2017 yılı sonu itibariyle toplam hisse senetlerinin yaklaşık %10'una tekabül eden A Grubu hisse senetlerine 1 milyon oy hakkı ayrıcalığı tanınmıştır. Diğer grup hisse senetlerinin ise sadece 1 oy hakkı vardır. Bu durum kontrol eden aile işletmede %100'e yakın bir kontrol hakkı sağlamaktadır. (Belen, 2008).

### 2.4.2. Piramit Yapılar

İşletme kontrolünü belirli kişilerde tutmak için kullanılan yöntemlerden bir tanesi de piramit yapısıdır. Eğer bir kişi ya da kurum, halka açık bir işletmede, hisse sahibi olduğu bir başka işletme ya da işletmeler zinciri ile ortak oluyorsa piramit yapı söz konusudur (Sakinç, 2008).

Piramit yapı ana şirkete nakit akımından daha çok kontrol hakkı üzerinde daha fazla imkan tanımaktadır. Bunun nasıl olduğunu basit bir örnek piramit yapı üzerinde görelim. A firması B firmasının %51'ine sahip olsun. B firması da C firmasının %51'ine sahip olsun. Bu örnekte A firması C firmasının kontrolünü elinde tutmasına rağmen A firması C firmasının nakit akım hakkının %25'ini talep etme hakkına sahiptir. Görüldüğü üzere asıl maksat nakit akım hakkına sahip olmak yerine kontrol hakkına sahip olmaktır (Sakınç, 2008). Kontrolü elinde bulundurmanın özel yararları olabileceği gibi maliyetleri de olabilir. Piramit yapının kontrol hakkına öncelik vermesi sebebiyle nakit akım hakkı ile arasındaki ayrımın artmasına sebep olmaktadır. Bu durum ise ara şirketlerin performansının düşmesine sebep olmaktadır (Öztürkçü, 2012).

Kontrol zincirinde daha fazla halka açık işletme olması durumunda işletmelerin halka açıklık paylarına göre veya en büyük hissedarın tutmuş olduğu paylara göre kontrol ve nakit akım hakkı arasındaki fark daha da büyüyebilecektir. Aşağıda üç kademeli bir piramit örneği olarak A Şirketin' de Ailenin kontrol ve nakit akım haklarını gösteren şema sunulmaktadır. Şemada A Şirketi piramidin en altındaki (tabandaki) işletmeyi temsil etmektedir. Piramidin tepesindeki işletme ise tamamı aileye ait olan D Şirketidir. Kontrol zinciri içinde üç halka açık işletme olduğundan kontrolde büyük kayıplara uğramadan nakit akım hakkı daha aşağıya çekilebilmektedir. Şemanın en altında hesaplamaların nasıl yapıldığı gösterilmektedir. Buna göre A Şirketinde ailenin nihai olarak kontrol hakkı %60 ve nakit akım hakkı %27,15' tir. Kontrol hakkı ile nakit akım hakkı arasındaki fark ise 0,3285'tir. (Belen, 2008).



A Şirketi Ailenin

Kontrol Hakkı (Oy Hakkı) =%60

Nakit Akım Hakkı:  $(0,60*0,65*0,50)+(0,60*0,03)+(0,60*0,65*0,15)=\%27,15$

### 2.4.3. Çapraz Sahiplik

Bir şirkette, kendisini kontrol eden kişinin veya kontrol zinciri içinde bulunan şirketlerden herhangi birinin hissesine sahipse bu sahiplik yapısı çapraz sahiplik olarak ifade edilmektedir. Örneğin; B şirketi A şirketinde %20 oy hakkına sahipse, halka açık C şirketi B şirketinde %20 oy hakkına sahipse ve A şirketi de C şirketinde %20 oy hakkına sahipse; C şirketi A şirketinin en büyük hissedarıdır ve piramit yapıda sahiplik sağlanmış olur. Aynı zamanda, A şirketinin C şirketi ile çapraz hisse sahipliği söz konusu olmaktadır (Oruç, 2012).

Grant ve Kirchmaier (2005)'e göre çapraz sahiplik iki işletmenin birbirlerinin hisse senetlerine sahip olarak yaşça büyük sahiplerinin birbirlerinin yönetim kurullarında yer alıp birlikte oy kullandıkları, düşmanca ele geçirmelere karşı savunmaya yönelik hisse sahipliği ilişkisidir.

Çapraz sahiplik Asya'da yaygın olarak kullanılmaktadır. Bunun en önemli nedeni kontrolü elinde bulunduran nihai ortağın kimliğini kamufle etmektir. Nihai ortak kontrolü elinde tuttuğu bir başka işletme vasıtasıyla diğer bir işletmeye ortak olabilir (Öztürkçü, 2012).

### 2.5. Sahiplik Yoğunluğu

Büyük hisse sahipleri tarafından sahip olunan adi hisse senedi yüzdesi, sahiplikteki dağılım oranını ve sahiplik yapısında büyük hisse sahiplerinin ne derece var olduğunu göstermektedir. Bu ölçüm hisse sahiplerinin yoğunlaşmış ve dağılmış olma derecesini anlatmaktadır. Eğer tanımdaki en büyük "n" hisse sahibinin sahip olduğu tedavüldeki adi hisse senedi yüzdesi nispeten yüksekse söz konusu işletmenin, işletme ile ilgili önemli derecede söz hakkı olan "n" hisse sahibi tarafından hakim olduğu söylenebilir. Sahiplerin dağılık olduğu işletmelere göre bu işletmelerde büyük hisse sahiplerinin yatırım kararları ve yönetim politikaları konularında daha büyük etkisi olmaktadır. Diğer hisse sahiplerinin toplam sahiplik yüzdesi azınlık hisselerin dağılımı hakkında bilgi vermekte ve bu yüzdenin yüksek olması, dağılık sahipliğin olduğunu göstermektedir (Kulalı, 2013).

Sahiplik yoğunluğu; hakim hissedar olarak adlandırılan ortağın, işletme hisselerinde büyük oranda paya sahip olduğu, geri kalan kısmının ise azınlık hisse

sahiplerinin elinde bulundurduğu durumu ifade eder. Yaygın (dağılmış) sahiplik yapısı ise birçok küçük hissedarın bir çok işletmede yatırım yaptığı durumu ifade eder (Ayrıçay ve Kalkan, 2013).

Çetenak ve Ersoy (2015), sahiplik yapısında farklılık yaratan öğelerden birinin de sahiplik yoğunlaşması olduğunu söylemiştir. Sahiplik yoğunlaşması, bir işletmenin öz sermayesinin büyük bir bölümüne bir veya birkaç kişinin sahip olması, dolayısıyla işletme üzerindeki sahiplik hakkının ve kontrol gücünün bir veya birkaç kişinin elinde toplanmasıdır.

Finans literatüründe uzun seneler egemen olan görüş işletme sahipliğinin çok sayıda küçük yatırımcı arasında dağıldığıdır. Fakat bu varsayım sadece Amerika ve İngiltere için geçerli gibi görülmektedir. İngiltere'deki sahiplik yapısı tarihsel olarak Amerika ile benzeşmektedir: çok sayıda halka açık işlem gören işletme vardır ve bunların çoğunda göreceli olarak dağılmış (yaygın) bir elde tutma söz konusudur. Almanya'nın sermaye sahipliği ise tarihi olarak baktığımızda Amerika'dan daha fazla yoğunlaşmıştır. Ek olarak Japonya ve Almanya'da kurumsal yönetim açısından bankalar daha önemli bir role sahiptirler. Bu farklar araştırmacıları, banka odaklı (Japonya ve Almanya) ekonomiler ile piyasa odaklı ekonomiler (İngiltere ve Amerika) arasındaki farklılıkları bulmaya yönlendirmektedir (Belen, 2008).

Sermaye sahipliğinin daha yoğun olduğu şirketlerde, yöneticilerin aynı anda hisse sahibi olma olasılığı çok daha fazladır. Bu şirketlerde yönetim ve sermayedarlığın aynı kişilerde toplanması sonucu yöneticiler işletmenin karlılık durumunu maksimize etmeye çalışacaklardır. Sermaye sahipliğinin yoğun olduğu işletmelerde iyi yönetimden dolayı bütün hissedarlar fayda sağlarken, portföy çeşitlendirmesi olmadığı durumlarda sadece büyük ortakların zarar göreceği düşünülmektedir (Berezneak, 2007).

Sahiplik yoğunluğu düşük firmalarda, firmanın hissedarlarının firma yöneticileri arasında olmak zorunda kalmamaları ve yönetici olma şansını elde edememeleri gibi sebeplerle bu tip firmalarda rahatlıkla sermaye yapısı ile kontrol ayırımına gidilebilmektedir. Bununla beraber, sahiplik yoğunluğu fazla olan şirketlerde ise şirket hissedarlarının şirket yönetiminde görev almak gibi bir zorunluluğu olması nedeniyle sermaye yapısı ile kontrol ayırımına açık bir şekilde ulaşılabilir (Sayman, 2012).

Yoğunlaşmış sahiplik yapısındaki temel çatışma büyük hissedarlar ile küçük hissedarlar arasında gerçekleşmektedir. Bu duruma sebep olan konu ise büyük hissedarın şirketi kontrolü elinde bulundurup kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesidir. Büyük hissedarlar kontrolü elinde tutarak küçük yatırımcılardan fon toplayabilir ve küçük hissedarları mülkiyetsizleştirme yoluna gidebilirler.

Sahiplik yoğunluğu fazla olan firmalarda denetimin zayıf olması sebebiyle ve firmanın finansal bilgilerinin yeteri kadar açık (şeffaf) olmaması gibi sebepler ile yabancı kaynak maliyetleri çok fazla olabilmektedir. Sahiplik yoğunluğu fazla olan firmaların genellikle küçük firmalar olması sebebiyle sahiplik yoğunluğu az olan firmalara kıyasla daha çok oto finansmana gitme mecburiyeti ortaya çıkmaktadır. Buna göre, ek sermayeye ihtiyaç olduğunda mevcut hissedarların firma dışı varlıklarını firma sermayesine ekleme durumu ile karşı karşıya kalılabilmektedir. Söz konusu durum, sahiplik yoğunluğu fazla olan firmaların kaldıraç oranının sahiplik yoğunluğu az olan firmalara kıyasla daha düşük olmasıyla sonuçlanmaktadır (Sayman, 2012).

Sermaye yapısında yoğunlaşma ile sermaye yapısı arasındaki ilişkileri inceleyen bazı çalışmalarda değişkenler arasında negatif bazılarında ise değişkenler arasındaki ilişkinin pozitif olduğu belirtilmiştir. Değişkenler arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu söyleyen çalışmaların dayandığı temel varsayım şirketin kontrolü problemidir. Yani kontrol eden hissedarlar borç miktarını artırarak kontrol gücünü zayıflatmak istememektedir. Sahiplik yoğunlaşması ile borç miktarı (sermaye yapısı) arasında negatif bir bağlantı olduğunu söyleyen görüşe göre ise yoğunlaşmanın çok fazla olduğu işletmelerde riskin düşürülmesi çabaları öne çıkmaktadır. Buna göre yoğunlaşma ne kadar çok ise şirketin hakim ortağı yöneticilere risk almaması yönünde o oranda baskı kuracaktır. Bu gibi durumda yönetim kadrosundakiler, borçlanmayı düşürmeye çalışacaklardır (Öztürkçü, 2012).

1990'lı yılların ortalarından itibaren dört büyük ülkeyi (ABD, İngiltere, Almanya, Japonya) ve dışındaki ülkeleri de kapsayacak şekilde özsermaye sahiplik yoğunluğu üzerine yapılan çalışmalar artış göstermiştir. Yoğunlaşmış sahiplik yapıları, ABD ve İngiltere de büyük ölçekli işletmelerde daha çok dağınık (geniş) tabanlı sahiplik yapısı görülürken diğer ülkelerde bu duruma tipik olarak rastlanmaktadır. Bununla birlikte yapılan bu genelleme, sermaye yoğunluğunun derecesi ve blok



sermayedarların kimlikleri bakımından ülkeler arasında bulunan mühim farklılıkları gizlemektedir (Belen, 2008).

Sermaye sahipliğinin yoğun olduğu şirketlerde, yönetici konumunda bulunan kişilerin şirket hisselerine sahip olma olasılığı da daha yüksektir. Bu tip şirketlerde yönetimle ortaklığın bir olmasının sonucu olarak, yöneticiler işletme karlılığını maksimize etmeye çalışırlar. Sahiplik yoğunlaşmasının fazla olduğu şirketlerin daha iyi yönetildiği ve daha iyi kontrol edildiği düşünülse bile şirket hisse senetlerinin daha çok satılmasının sonucu olarak çeşitlenme imkanları sınırlı kalacaktır. Bütün hisse sahipleri işletmenin iyi bir şekilde yönetilmesi durumundan yarar görürken, portföy çeşitlenmesi yapılmadığında bu durumdan sadece büyük ortaklar zarar görür. Diğer taraftan sahiplik yoğunluğunun daha az olduğu şirketlerde ise hisse sahipleri yönetimden ayrılmaktadır. Bu tip şirketlerde profesyonel yöneticilerin işletmenin kaynaklarını daha verimli bir şekilde kullanma ve işletmenin hem varlıklarını hem de satışlarını maksimize etme ihtimali daha yüksektir (Büyükkara, 2002).

### **2.5.1. Kontrol Eden Hissedarın Sahip Olduğu Hisse Oranı**

İşletmede bulunan büyük hissedarın sahip olduğu hisse senedi oranı, işletmenin en büyük hissesine sahip olan hissedarın, toplam hisse senedi içinde sahip olduğu pay olarak ifade edilmektedir. En büyük hissedarın sahip olduğu hisse payının çok olduğu işletmelerde sahiplik ve kontrol tek elde birleşmektedir. Bu sebeple bu tip işletmelere yoğunlaşmış sahiplik yapısının var olduğu işletmeler denilmektedir. Yoğunlaşmış sahiplik yapısının olduğu işletmelere örnek olarak aile işletmeleri, halka kapalı işletmeler ve şahıs işletmeleri gösterilebilir.

En büyük ortağın sahip olduğu hisse senedi payının çok olması, ortaklarla yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından doğacak temsil maliyetlerini düşürmektedir. Bunun sebebi en büyük ortağın hisse senedi payı çoğaldıkça, ortağın yönetimi izleme isteğinin o oranda artmasıdır. Ayrıca en büyük ortağın sahip olduğu hisse senedi payının çok olması ona hakim hissedar sıfatını kazandırmaktadır. Hakim hissedar işletmeye kendi yöneticilerini yerleştirmesi sebebiyle yöneticilerin fırsatçılığının da önüne geçilmektedir (Güngör, 2012).

Birinci veya ikinci büyük hissedar, kurumsal yabancı ya da yerli yatırımcılardan oluşabileceği gibi aile şirketi de olabilmektedir. Bu durumda şirketlerdeki hakim ortaklar şirketten şirkete farklılıklar gösterebilmekte ve hakim

ortakların pay oranlarının ayrıştırılıp analiz edilmesi oldukça güçleşebilmektedir. Bununla beraber büyük hissedarın pay oranını belirlemek ve matematiksel olarak hesaplayıp analize dahil etmek daha kolay olmaktadır. Genel bir biçimde ifade edecek olursak, büyük hissedarın değişken olarak kullanılması hem aile şirketlerinin hem de yerli ve yabancı yatırımcılardan oluşan kurumsal şirketleri de dolaylı olarak içinde barındırmaktadır.

Bu tez çalışmasında 2017 yılında BIST te işlem gören imalat sektörüne dahil 181 şirketin % 5 den daha büyük paya sahip olan ortağının bulunup bulunmadığı KAP sitesinden incelenmiş ve 77 şirket analize dahil edilmiştir. Bunun sebebi kapsam ve sınırlılıklar kısmında açıklanmıştır.

### **2.5.2. Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı (Halka Açıklık Oranı)**

SPK tarafından 23.07.2010 tarih ve 21/655 sayılı karar ile alınan ve 2010/30 sayılı SPK Haftalık Bülteninde yayımlanan, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) işlem gören firmalara dair fiili dolaşımdaki pay oranı teriminin ve bu terimin kullanım alanlarının belirlenmesine dair aşağıdaki kararlar alınmıştır (SPK, 2010);

-Fiili dolaşımdaki pay oranı kavramının, İMKB’de hisse senetleri işlem gören işletmelerin halka açıklık oranlarını gösteren bir terim olarak tanımlanmasına ve

1. Kamu tüzel kişiliğinin sahipliğindeki,
2. Firma kurucuları ve yakın aile üyeleri (kurucu veya eşlerin üstsoy ve altsoy, ikinci derece dâhil yan soy hısımları) ile ilişkili kuruluşların (bağlı ortaklıklar, iş ortaklıkları, grup firmaları, iştirakler vb.) sahip olduğu,
3. Firma sermayesinin %5 ve daha çoğuna sahip olan gerçek ve tüzel kişi ortakların sahip olduğu,
4. Firma Yönetim Kurulu üyeleri, üst düzey yöneticilerin ve yakın aile üyelerinin (üye ve yöneticilerin veya eşlerinin üstsoy ve altsoy, ikinci derece dahil yan soy hısımları) sahip olduğu,
5. Firmaların sandık ve vakıflarının mülkiyetindeki,
6. Teminat olarak verilen,
7. Hukuken kısıtlı olan ve alım satıma konu edilemeyen,
8. Yasaklı,

9. Hacizli,

payların, fiili dolaşımdaki pay oranı tanımına dahil edilmemesine,

-Borsa’da hisseleri işlem gören bütün işletmelerin, fiili dolaşımdaki pay oranı kıstasları kapsamına dâhil olan tüzel ve gerçek kişilerin kimlik ve unvan bilgilerini, sicil numaraları ile birlikte her ayın ilk işlem günü Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)’na bildirmesine,

-Firmaların fiili dolaşımdaki pay oranlarının, MKK tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden kamuya ilan edilmesine, karar verilmiştir.

Halka açık şirket Sermaye Piyasası Kanununda (SPKN) belirtildiği gibi, hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan şirketler olarak ifade edilmektedir. SPKN’ye göre hissedar sayısı 250 kişiden çok olan şirketler halka açık şirketler olarak kabul edilmektedir. Halka açık şirketler sayesinde, şirketlerin hisselerinin küçük tasarruf sahipleri tarafından alınabilmesinin mümkün olması sebebiyle dağınık (geniş) bir tabanda temsil edilmiş olacak ve böylelikle sermaye piyasalarının temel amaçlarından birisi olan sermayenin tabana dağılması sağlanmış olacaktır (Sayman, 2012).

Halka açıklık oranı, hisse senetleri halka açılmış bir şirketin hisse senetlerinin ne kadarının organize bir piyasada alınıp satıldığını gösteren bir orandır. Başka bir şekilde ifade edilecek olursa halka açıklık oranı, şirketteki hakim ortakların elinde bulunmayan ve piyasada fiyatlanmış olan hisse senetlerinin toplam hisse senetlerine oranını göstermektedir (Sayman, 2012). Halka açıklık oranı matematiksel olarak hesaplanabilmesi kolay olduğu için kontrol eden hissedarın pay oranı değişkeni oluşturulurken bu orandan faydalanılmıştır.

Bu kapsamda Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) internet sitesi verilerine göre 2017 yılında BIST’ te işlem gören imalat sektörüne dahil 77 şirketin sahiplik yapısının incelenmesi adına söz konusu işletmelerin halka açıklık oranları verilerine ulaşılmıştır. Bu oranlardan faydalanılarak temel bağımsız değişken oluşturulmuş ve modelde kullanılmıştır.

### 3. ŞİRKETLERİN SAHİPLİK YAPISI İLE SERMAYE YAPISI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Bu bölümde, öncelikle sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar (literatür) açıklanmıştır. Yapılan çalışmalarda kullanılan değişkenlerin neler olduğu ve ne gibi modellerin kullanıldığı araştırılmıştır. Daha sonra ise yine literatürden yararlanmak suretiyle oluşturduğumuz model test edilmiş ve elde edilen bulgular sunulmuştur.

Kurumsal yönetime ilişkin son zamanlardaki ampirik çalışmalar, şirketlerin büyük bir kısmının hâkim hissedarlar tarafından yönetildiğini göstermektedir (Claessens, Djankov ve Lang, 2000; La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer ve Vishny, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny, 1998; La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer, 1999).

Egemen bir hissedarın olduğu şirketlerde temel vekalet problemi (agency problem), kontrol eden pay sahipleri ile dış yatırımcılar arasındadır. Bu durum bir şirketin finansman kararlarını, özellikle kaldıraçla ilgili seçimlerini etkileyebilir. Mevcut sermaye yapısı literatürü, sahiplik yapısı ve borç sahipliği arasındaki ilişkiyi sahipliğin geniş ölçüde halka yayılmış olduğu şirketler varsayımıyla incelemektedir. Bu çalışmaların sonuçları ise belli ölçüde karışıktır. Bunun bir nedeni şirketlerin sahiplik yapısının farklı olması olabilir ve çalışmanın temel problemini de bu soru oluşturmaktadır.

Bazı çalışmalar, borç düzeyinin yöneticilerin öz sermaye sahipliği ile pozitif yönde ilişkili olduğunu bulmuşlardır (Berger, Eli ve Yermack, 1995; Harris ve Raviv, 1988a, 1988b; Leland ve Pyle, 1977; Stulz, 1988). Bazı ampirik çalışmalar ise yöneticilerin sahipliği ile borç seviyeleri arasında olumsuz bir ilişki olduğunu savunmaktadır (Friend ve Lang, 1988).

Bu konuda yapılan bir kısım çalışmalar ise, nakit akış haklarının ve kontrol haklarının ayrımının sermaye yapısını nasıl etkilediğini araştırmaktadır. Bu çalışmalar dış pay sahiplerinin sömürülme riskinin borç seviyeleri üzerindeki etkisini

araştırmaktadır. Bu çalışmalarda borç, kontrol gücünü pekiştirme mekanizmalarına benzeyen bir sömürü aracı olarak görülmektedir.

Kim ve Sorensen (1986) ve Agrawal ve Mandelker (1987) Amerikan firmaları için; Friedman, Johnson ve Mitton (2003) Asya firmaları için; Boubaker (2007) Fransız firmaları için; ve Holmén ve Högfeldt (2004) İsveç firmaları için yaptıkları çalışmaların sonucunda hepsi de borç ve kontrol arasında pozitif bir ilişki olduğuna dair delilleri ortaya koymaktadır. Diğer bir ifadeyle araştırmacılar kontrol eden hissedarın payı arttıkça firmalarda borç düzeyinin arttığını göstermektedirler. Nielsen (2005) ABD firmaları için, kaldırıcı bir sermaye yapısı ile zayıf pay sahipliği arasında ödünleşme (trade-off) olduğunu ampirik olarak kanıtlamaktadır. Bu sonuçlar, borcun sömürüye yardımcı olacağını göstermektedir çünkü borç kontrol eden hissedara ekonomik kaynaklar üzerinde daha fazla güç vermektedir.

Faccio vd. (2000), yukarıdaki görüşleri yumuşatmaktadır. Buna göre ABD’de şirketler açısından borç, yönetimde etkin ve disipliner bir rol oynamaktadır. Avrupa’da ise, daha savunmasız olan piramidin (holding şirketlerin) altındaki şirketler genellikle borçlandırılmamaktadır. Öte yandan, Asya’da durum farklı olup piramide dahil şirketler üzerinde borçlandırmaya yönelik güçlü baskı vardır. Bununla birlikte aşırı borç kaldırıcı, firmaları iflasa maruz bırakmakta, bu da şirketi kontrol edenlerin şirket üzerindeki hem ortak hem de özel kazançlarının kaybolmasına yol açmaktadır. Holderness, Kroszner ve Sheehan (1999), yöneticilerin sahipliği ile finansal kaldırıcı arasında hiçbir ilişkisi olmadığını ve yönetsel hisse sahipliğinin borç kaldırıcıyla birlikte artmadığını göstermektedir.

Ellul (2009), pek çok ülkeden aile şirketlerini incelediği büyük bir örnekleme benzer şekilde doğrusal olmayan bir ilişkiyi ortaya koymaktadır. Aile firmaları kendine has özelliklere sahip olup kontrollü firmaların (kontrol eden egemen bir hissedarın bulunduğu) bir alt kümesidir (Anderson, Mansi ve Reeb, 2003; Croci, Doukas ve Gonenc, 2011).

Aile şirketleri, borç finansmanını tercih etmektedir çünkü borç finansmanı ailenin payları üzerinde seyreltici bir etki yaratmamaktadır (şirketteki pay oranları değişmemektedir). De La Bruslerie ve Latrous (2012), borç seviyeleri ile kontrol eden pay sahiplerinin sermayedeki payları arasındaki ilişkinin üzerine ampirik bir çalışma yapmışlardır. Çalışmada bu ilişkinin doğrusal olmadığı hipotezi test edilmiştir.

Araştırmacılara göre sermaye yapısı kararları, kontrol eden hissedarların seyreltme olmadan kontrol gclerini koruma (borç kontrol gücünü azaltmaz) ihtiyacı ile firmanın riskini düşürme (borç riski artırır, dolayısıyla finansal sıkıntı durumunda kontrol eden hissedarlar kendileri de zarar görür) hedefleri arasındaki dengeye bağlıdır. Dolayısıyla, kontrol eden pay sahiplerinin sahipliği ile borç seviyeleri arasındaki ilişki karmaşık ve ters U şeklinde olabilir. Çalışmada bu ilişkiyi keşfetmek için 1998-2009 döneminde Fransız hisse senedi piyasasında SBF 250 endeksinden listelenen firmaların ilgili verileri kullanılmıştır.

Fransız bağlamı, araştırmayı çeşitli nedenlerle yapmak için özellikle iyi bir platform sağlamaktadır. Birincisi, La Porta vd. (1999) tarafından belgelendiği üzere Fransa'da kurumsal yönetim sistemi; sahiplik yapılarında yüksek bir mülkiyet konsantrasyonu, aile kontrolündeki işletmeler, aile üyelerinin yönetimde bulunması, dış pay sahiplerinin iyi korunmasının nispeten eksikliği ve kanunların uygulamasında etkin olmayan bir sistem özelliklerini barındırmaktadır (Türkiye'nin kurumsal yönetim sistemi de benzer özelliklere sahiptir). Fransız firmaları daha çok banka finansmanına dayanmakta ve otofinansman imknları gittikçe azalmaktadır. Fransız kurumsal yapısı, finansman kararlarındaki diğer ülkelerle olan farklılıkları açıklamak açısından önemlidir (Alves ve Ferreira, 2011; Cheng ve Shiu, 2007). Araştırmada sadece bir Fransız şirketleri kullanılmakla farklı kurumsal yapılardan kaynaklanabilecek bozulma olasılığı ortadan kaldırılmıştır.

De La Bruslerie ve Latrous (2012) alışmaları sonucunda, kontrol eden pay sahiplerinin firmalardaki sahiplik oranlarının firmaların borç seviyesini (sermaye yapısı) farklı şekillerde etkilediğini ve bir ödünleşme (trade-off) ilişkisinin olduğunun desteklendiğini göstermektedirler. Araştırmacılar özellikle, kontrol eden pay sahiplerinin sahiplik payı ile borç seviyeleri arasında ters U şeklinde bir ilişki olduğunu kanıtlamaktadır. Buna göre, borç başlangıçta artmakta (seyreltilmemiş korunma etkisi) ve daha sonra kontrol eden ortakların nakit akış hakları arttika gittikçe azalmaktadır (risk azaltma ve teşvik etkisi). Bu da kontrol eden hissedarın payları arttika teşviklerinin değişmesinden kaynaklanmaktadır (başlangıçta daha çok kontrol gücünü kaybetmemek daha sonrasında ise yani kontrol gücü yüksekken daha çok riskten kaçınma teşvikleri). Doğrusal olmayan ilişki, bir işletmenin sermaye yapısının yalnızca belirli spesifik faktörlere değil aynı zamanda kontrol eden pay sahiplerinin nakit akış haklarına da bağlı olduğunu kabul eder.

Toraman ve Okuyan (2009) tarafından yapılan çalışmada, şirketlerin sahiplik yapısı ele alınmış ve sahiplik yapısında yoğunlaşmanın finansman kararları üzerine olan etkisi incelenmiştir ve IMKB’de işlem gören finans sektöründe bulunmayan 2005-2007 dönemini kapsayan 194 şirket üzerinde analiz yapılmıştır. Çalışmada, Kısa Vadeli Borçlar/Pasiflerin Toplamı, Uzun Vadeli Borçlar/Pasiflerin Toplamı, Toplam Borç/Pasiflerin Toplamı bağımlı değişkenler olarak kullanılmakta olup, bağımsız değişkenler ise; En büyük ortağın, En büyük üç ortağın, En büyük beş ortağın şirketteki sahiplik oranlarıdır. Ayrıca kontrol değişkenleri olarak da, Net Çalışma Sermayesi/Dönen Varlık, Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar, (Faiz ve vergi öncesi kar+Amortisman)/Toplam Varlıklar ve Varlık Büyüklüğü kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, sahiplik yapısındaki yoğunlaşmayla şirketin borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır. Çalışmada yatay kesit regresyon yöntemi kullanılmıştır.

Brailsford, Oliver ve Pua (2002), Avustralya firmaları üzerinde yaptıkları çalışmada kontrol ve borç arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna göre başlangıçta ilişki pozitif, ancak belli bir dönüm noktasından sonra bu ilişkinin negatifleştiği sonucuna varmışlardır. Brailsford vd. (2002)’e göre içerdekiler (yöneticiler ve kontrol eden hissedarlar) finansal sıkıntı riskinden kaynaklanabilecek bir kontrol kaybını önlemek istediklerinden dolayı kontrol edilen şirketin borç oranını sınırlamaktadırlar.

Sayman (2012) tarafından yapılan, 1998-2009 arasındaki yıllarda IMKB’de işlem gören imalat sektörü şirketlerini kapsayan çalışmada, şirketlerin ortaklık yapısında bulunan çeşitliliğinin ve şirketlerin halka açıklık durumlarının, şirketlerin performansını ya da değerini etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, şirketlerin ortaklık yapısı ile sermaye yapısı kararları ve piyasa değerleri arasında bir ilişki olduğu saptanmıştır. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır.

Boubaker (2007), Fransa’daki CAC 40 dışındaki 377 firma üzerinde yaptığı çalışmada azınlık kontrolünün olduğu şirketlerde (pyramid, farklı grup hisseler gibi azınlık kontrolünü sağlayan yapılarla) borç finansmanı (sermaye yapısı) konusunu incelemiştir. Azınlık kontrollü şirketlerde kontrol eden hissedarlar düşük nakit akım hakkına sahip olduğu için çıkarları azınlık hissedarlarla (küçük hissedarlar)

ayrışmaktadır. Araştırmacı kontrol hakkı ile nakit akım hakkının yüksek oranda ayrıştığı (ki bu ayrışma aynı zamanda şirketlerin sömürülme olasılığının yüksek olduğunu göstermektedir) firmalarda düşük kaldıraç oranlarının olduğunu sunmaktadır. Bunun nedeni olarak da borç finansmanının getirmiş olduğu kısıtlamaların fazlalığını ifade etmektedir. Şirketlerde kontrol gücüne etki eden ikinci büyük hissedarın olması durumunda bu dış finansman sağlayıcıları tarafından (borç verenler diyebiliriz) sömürüye karşı bir güvence olarak algılanmaktadır. Dolayısıyla bu firmalarda yüksek borç düzeyleri görülmektedir.

Oruç (2012), pay senetleri IMKB’de işlem gören, 2002-2010 yılları arasındaki dönemi kapsayan 162 şirket üzerinde yapmış olduğu çalışmada, şirketlerin ortaklık yapısı ile şirketlerin temel kararları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak, Toplam Borç/Toplam Varlıklar, KVB/Toplam Varlıklar, UVB/Toplam Varlıklar kullanılmış olup, En büyük ortağın payı, En büyük diğer ortağın payı, Yönetimdeki hissedarların payı, Dağınık sahiplik yapısı, Holding sahipliği, Yabancı sahiplik, Devlet sahipliği, Vakıf sahipliği, Kurum sahipliği ve Aile sahipliği bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, şirkette hakim olan ortakla sermaye yapısı kararları arasında pozitif bir ilişki olduğu bulunmuştur. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır.

Büyükmert (2015) tarafından yapılan çalışmada, şirketlerin ortaklık yapısı ve etkileri finansal boyutu ile incelenmiştir. Şirketlerin ortaklık yapıları çerçevesinde; sahiplik yoğunlaşması, aile işletmesi, yabancı ortağın payı, holdinge veya bir gruba bağlı olup olmamasının, sermaye yapısı ve kârlılık üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Ayrıca sermaye yapısının; sahiplik yoğunlaşması, kârlılık ve duran varlıklar ile olan etkileşimleri de araştırılmıştır. Çalışmada, BIST’te faaliyet gösteren 133 şirketin ortaklık yapıları ve 2010 ile 2013 yılları arasındaki dönemi kapsayan finansal verileri kullanılmıştır. Uygulama kapsamında, 8 adet hipotez belirlenmiş olup belirlenen hipotezler, ANOVA ve Regresyon Analizi ile test edilmiştir. Hipotez testleri sonucunda, şirketlerin ortaklık yapısının sermaye yapısı üzerinde etkisinin olduğu, kârlılık üzerinde ise etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Holmén ve Högfeldt (2004), yaptıkları çalışmada ailelerin şirketlerde kontrol güçlerini devam ettirmelerinin bir nedeni olarak yatırımcı korumasının zayıf olduğu bir ortamda faaliyet gösterdikleri ve dolayısıyla halka yüksek oranda açılmaları



durumunda güçlü konuma geçecek olan yöneticiler tarafından sömürülmekten korktukları için mi kontrolü devam ettirdiklerini sormaktadırlar. Ya da aileler kontrol gücünün değeri olduğu için mi aile kontrolünü sürdürmektedirler. Araştırmacılar nakit akım hakları ile oy hakları ayıran menkul kıymet dizaynları ile İsveç ve diğer ülkelerdeki aile kontrollü şirketlerin frekansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Ve bu durum hukuk sistemlerinden ve yatırımcı korumasından etkilenmemektedir.

Doğan (2016a) tarafından yapılan çalışmada, ortaklık yapısının finansman kararları üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışma 2005-2012 yılları arasındaki dönemi kapsayıp pay senetleri BİST’de ( Borsa İstanbul) işlem gören imalat sektöründe faaliyet gösteren 136 şirketin verilerinden faydalanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler dengeli panel veri niteliği olup ampirik analizlerde White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucuna göre, hakim ortağın sermayedeki payı, varlıkların karlılığı ve şirket büyüklüğü değişkenlerinin sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Doğan (2016b) çalışmasında, sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkinin nasıl ve hangi yönde olduğunu belirlemeye çalışmıştır. Çalışmada 2005-2012 yılları arasındaki dönemi kapsayan BİST imalat sektöründe kesintisiz olarak işlem gören 136 şirketin verilerinden faydalanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler dengeli panel veri niteliği bulundurmaktadır. Ampirik testlerde White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yönteminden ve T-testinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucuna göre, yönetici sahipliği ve yabancı sahipliğinin sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Faccio vd. (2000), kaldıraç ile (sermaye yapısı) şirketlerin kontrol eden hissedarları tarafından sömürüye maruziyet derecesini regrese etmişlerdir. Sömürüye maruziyet derecesinin ölçüsü olarak da kontrol eden hissedarın nakit akım hakkının kontrol hakkına oranını kullanmışlardır (nihai nakit akım hakkı /oy hakkı). Diğer bir bağımsız değişken olarak da kreditorlerin haklarının bir ölçüsünü kullanmışlardır. Araştırmacılar kreditorlerin korunmasının zayıf olduğu durumlarda, ilişkili taraflardan (grup şirketleri) borçlanma imkanı olan şirketlerdeki düşük NakitAkım/Oy Hakkı oranlarının kaldıraç düzeyini artırdığını tespit etmişlerdir. Bu durumda yüksek kaldıraç düzeyleri kontrol eden hissedara sömürmek üzere daha fazla kaynağı

kullanma imkanı vermektedir. Fakat korunmanın güçlü olduğu durumlarda ise NakitAkım/Oy Hakkı oranlarının kaldıraç düşürdüğünü tespit etmişlerdir. Bu durumda ise azınlık hissedarlar ve dışsal kreditorler sömürüye daha açık olan grup şirketlerini kaldıraç düzeyi konusunda sınırlamaktadır.

Ege ve Nur Topaloğlu (2017) tarafından yapılan, 2009-2015 yılları arasında BIST 30 endeksi kapsamında bulunan işletmeler üzerinde yaptığı çalışmada, ortaklık yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişken, finansal kaldıraç oranı olup, bağımsız değişken olarak ise, en büyük ortağın payı, en büyük ikinci ortağın payı, en büyük üçüncü ortağın payı, yabancı ortağın payı, kurumsal ortağın payı ve halka açıklık oranı kullanılmıştır. Ayrıca kontrol değişkenleri olarak da, toplam varlıkların logaritması ve aktif karlılık oranı kullanılmıştır. Çalışma sonucuna göre, işletmelerin ortaklık yapısıyla sermaye yapısı kararları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır.

Bayrakdaroğlu (2010) tarafından yapılan, 2005-2009 yılları arasında IMKB' de faaliyet gösteren işletmeler üzerinde yaptığı çalışmada, sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler; varlıkların karlılığı ve özsermayenin karlılığı olup, bağımsız değişken olarak ise, en büyük ortağın payı, en büyük üç ortağın payı, en büyük beş ortağın payı, yabancı ortağın payı, yönetici sahipliği ve halka açıklık oranı kullanılmıştır. Ayrıca kontrol değişkeni olarak da, satışların büyüklüğü ve kaldıraç oranı kullanılmıştır. Çalışma sonucuna göre, sahiplik yapısıyla finansal performans arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Fakat yoğunlaşma ve halka açıklık oranıyla finansal performans arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılrken, yönetici ve yabancı sahipliğiyle finansal performans arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu çalışmada da panel veri analizi kullanılmıştır.

### **3.1. Uygulamada Kullanılan Değişkenler**

Bu kısımda çalışmamızda kullanılan bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri bu kısımda açıklanmıştır. Kullanılan değişkenler aşağıda gösterildiği üzere literatürde sıklıkla kullanılan değişkenler arasından seçilmiştir.

### 3.1.1. Bağımlı Değişken

Sermaye yapısının (kaldıracın) literatürde defter değeri veya piyasa değeri kullanılarak farklı ölçüleri kullanılmaktadır. Antoniou, Guney ve Paudyal (2008), defter değeri olarak toplam borçların toplam varlıklara bölünmesi oranı (TB/TV) olarak tanımlanan defter değeri kaldıracını kullanmıştır. Kaldıracın literatürde kullanılan diğer bir ölçüsü piyasa değerine dayalı kaldıraç olup toplam borcun defter değerinin, özkaynakların piyasa değeri artı toplam borcun defter değerine (TB/(Özsermayenin Piyasa Değeri+TB)) oranı olarak ölçülür. Veri sınırlamaları genelde borcun yalnızca defter değerine dayanarak ölçülmesine neden olmaktadır (De La Bruslerie ve Latrous, 2012).

### 3.1.2. Bağımsız Değişkenler

**Kontrol Eden Hissedar Pay Oranı;** Kontrol eden hissedarın pay oranı değişkeni bulunurken (şirketteki büyük ortakların pay oranları) şirketlerin fiili dolaşımdaki pay oranları kullanılmıştır. Bu değişkenin hesaplanmasında ise (1-fiili dolaşımdaki pay oranı) formülü kullanılmıştır. Doğan (2016a), büyük ortağın pay oranı ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Bu tez çalışmasındaki beklenti kontrol eden hissedar ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki olduğudur. Büyükmert (2015), en büyük ortağın payı ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Bulmuş olduğu bu sonuç bu tez çalışmasındaki beklenen ilişkiyi destekler niteliktedir. Brailsford vd. (2002), De La Bruslerie ve Latrous (2012)' un bulmuş oldukları ilişki ters u şeklindedir (kontrol eden hissedarın pay oranı arttıkça kaldıraç oranı artmakta belli bir noktadan sonra kontrol eden hissedarın pay oranı arttıkça kaldıraç oranı azalmaktadır) ve kısmen de olsa bu ilişkiyi destekler niteliktedir. Bu ilişki literatürde "riskten kaçınma" veya "korunma" olarak adlandırılmaktadır.

**Büyüme Fırsatları;** Literatürde genellikle sermaye yapısını etkileyen kontrol değişkenleri de modele dahil edilir ve bunlardan birisi de büyüme fırsatları değişkenidir. De La Bruslerie ve Latrous (2012), Rajan ve Zingales (1995) büyüme fırsatları değişkenini hesaplarken piyasa değeri/defter değeri oranını kullanmıştır. Bu doğrultuda bu tez çalışmasında PD/DD oranı kullanılmıştır. Opler ve Titman (1994), Bradley, Jarrell ve Kim (1984) ve Titman Sheridan ve Wessels Roberto (1988) kaldıraç ve büyüme fırsatları arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Myers (1977) düşük

yatırım sorunu, büyüme ve borç arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu tez çalışmasındaki beklenti literatürde bulunmuş sonuçlar ile aynı doğrultudadır.

**Firma Büyüklüğü;** Firma büyüklüğü değişkeni, toplam varlıkların logaritması (LOGTV) kullanılarak hesaplanmıştır (De La Bruslerie ve Latrous, 2012; Faccio, Lang H.P. ve Young, 2001). Rajan ve Zingales (1995), firma büyüklüğünün iflas ihtimalini temsil ettiğini ve küçük şirketlerde yüksek olduğunu söylemektedir. Bu tez çalışmasındaki beklenti firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki olduğudur. Birkaç ampirik çalışma, kaldıraç ve firma büyüklüğü arasındaki ilişkide belirsiz sonuçlar vermiştir (Kim ve Sorensen, 1986; Rajan ve Zingales, 1995). Sayman (2012), işletme büyüklüğü ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Doğan (2016a, 2016b), Ege ve Nur Topaloğlu (2017), bu tez çalışmasındaki beklentiyi destekler nitelikte sonuçlara ulaşmıştır.

**Varlıkların Yapısı;** Bu değişken hesaplanırken, Bloch ve Kremp (1999), De La Bruslerie ve Latrous (2012), maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranını kullanmıştır. Bu tez çalışmasında da aynı hesaplama yöntemi kullanılmıştır. Sayman (2012), varlık yapısı ile kaldıraç arasında anlamsız bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Büyükmert (2015), varlıkların yapısı ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Rajan ve Zingales (1995) maddi varlıkların krediler için teminat olarak vaat edilebileceğini ve bu nedenle borcun temsil maliyetlerini azaltabileceğini iddia etmektedir. Myers (1977), borçlanma nedeniyle düşük yatırım probleminin maddi varlıkları daha fazla olan işletmeler için zayıf olduğunu önermektedir. Buna göre maddi varlıkları çok olan işletmeler borçlanma yoluna gitmekten çekinmemektedir. Bu sebeplerden dolayı bu tez çalışmasındaki beklenti varlıkların yapısı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki olduğudur.

**Karlılık;** Firma karlılığı kazançların (faiz, vergi ve amortisman öncesi) toplam varlıklara oranı ((FVÖK+Amortisman)/TV)) ile ölçülmüştür (De La Bruslerie ve Latrous, 2012). Sayman (2012), karlılık ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında anlamlı bir ilişki tespit edememiştir. Büyükmert (2015), karlılık ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Myers ve Majluf (1984), karlılığı yüksek olan firmaların iç kaynakları daha fazla olduğu için daha az borç kullandıklarını ileri sürmektedir. Bu tez çalışmasındaki beklenti karlılık ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında negatif bir ilişki olduğudur. Birkaç ampirik çalışma, kârlılık

ve kaldıraç arasında olumsuz bir ilişki bulmuştur (Doğan, 2016a, 2016b; Ege ve Nur Topaloğlu, 2017; Friend ve Lang, 1988). Bulunan bu sonuçlar bu tez çalışmasındaki beklentiyi destekler niteliktedir.

<b>Bağımlı Değişken</b>	<b>Hesaplama Yöntemi</b>	<b>Değişken Kodu</b>	<b>Literatür</b>
Sermaye Yapısı(kaldıraç)	Toplam Borç/(Özsermayenin Piyasa Değeri+Borcun Piyasa Değeri)	SY	De La Bruslerie ve Latrous (2012)
<b>Bağımsız Değişken</b>			
Kontrol Eden Hissedar Pay Oranı	1-Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	KEH	
<b>Kontrol Değişkenleri</b>			
Büyüme Fırsatları	Piyasa Değeri/Defter Değeri	BF	De La Bruslerie ve Latrous (2012) Rajan ve Zingales (1995)
Firma Büyüklüğü	Ln (Toplam Varlıklar)	FB	De La Bruslerie ve Latrous (2012) Faccio, Lang H.P. ve Young (2001)
Varlıkların Yapısı	Maddi Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar	VY	Bloch ve Kremp (1999) De La Bruslerie ve Latrous (2012)
Karlılık	(FVÖK+Amortisman)/Toplam Varlıklar	K	De La Bruslerie ve Latrous (2012)

**Tablo 2: Bağımlı Değişken ve Bağımsız Değişkenler**

### 3.2. Model

$$SY_i = \alpha_i + \beta_1 KEH_i + \beta_2 BFi + \beta_3 FB_i + \beta_4 VY_i + \beta_5 K_i + \epsilon_i$$

SY<sub>i</sub>: Sermaye Yapısı(kaldıraç)

a<sub>i</sub>: Sabit

KEH<sub>i</sub>: Kontrol Eden Hissedar Pay Oranı

BF<sub>i</sub>: Büyüme Fırsatları

FB<sub>i</sub>: Firma Büyüklüğü

VY<sub>i</sub>: Varlıkların Yapısı

K<sub>i</sub>: Karlılık

ε<sub>i</sub>: Hata terimi

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SY	77	.4432056	.2311807	.0424756	.8847353
KEH	77	.6214506	.2065468	.0671	.9932
BF	77	1.899318	1.724506	-3.024954	8.532482
FB	77	19.20621	1.572064	15.78039	24.36513
VY	77	.3474859	.1972683	.0001561	.914385
K	77	.1109051	.0906641	-	.4073439

**Tablo 3: Özet İstatistikler**

Değişkenlere ait özet istatistikler Mean (ortalama), Std.Dev. (standart hata), Min. (minimum değer), Max. (maksimum değer) Tablo 3’de gösterilmiştir.

Kurulan modelin güvenilir tahminler verebilmesi için bazı varsayımları sağlaması gerekmektedir. Bu varsayımlar araştırmanın yöntemi kısmında açıklanmıştır. Bu varsayımları test edebilmek için aşağıdaki değişen varyans, çoklu doğrusal bağlantı ve normallik testleri yapılmıştır.

### 3.2.1. Değişen Varyans Testi

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity	
Ho: Constant variance	
Variables: fitted values of Kaldıraç	
chi2(1)	0.26
Prob > chi2	0.6080

**Tablo 4: Breusch-Pagan Değişen Varyans Testi**

Tablo 4’de bulunan değişen varyans testi sonuçlarına göre chi2 olasılık değeri %5 den büyük olması sebebiyle, Ho: Constant variance (sabit varyans) hipotezi kabul edilmiştir. Yani modelde değişen varyans sorunu bulunmamaktadır. Değişen varyans hata terimi varyansının aynı kalmayıp bağımsız değişken ile birlikte değişmesi halinde ortaya çıkmaktadır.

### 3.2.2. Çoklu Doğrusal Bağlantı Testi

Variable	VIF	1/VIF
FB	1.13	0.886684
K	1.13	0.887078
VY	1.09	0.920079
BF	1.06	0.940824
KEH	1.05	0.952677
Mean VIF	1.09	

**Tablo 5: çoklu doğrusal bağlantı VIF testi**

Tablo 5’de bulunan çoklu doğrusal bağlantı (VIF) testi sonuçlarına göre, VIF değerinin 1 den büyük olması bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu bulunmadığını işaret etmektedir. Yani bağımsız değişkenler arasında güçlü bir ilişki bulunmamaktadır.

### 3.2.3. Normallik Testi

Shapiro-Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
hata	77	0.97220	1.849	1.344	0.08946

Tablo 6: Shapiro-Wilk Normallik Testi

Tablo 6’da bulunan Shapiro-Wilk normallik testi sonuçlarına göre olasılık değeri %5 ten büyük olduğu için hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğu sonucuna ulaşmaktayız.

### 3.3. Regresyon Analizi Sonuçları

Yukarıda yapılan değişen varyans, çoklu doğrusal bağlantı ve normallik testlerinin sonuçlarına göre kurulan model varsayımları sağlamakta ve güvenilir tahminler verebilmektedir. Buna göre regresyon analizi yapılmasında herhangi bir sakınca bulunmamaktadır.

Source	SS	df	MS	Number of obs	77	
				F(5, 71)	4.90	
Model	1.041258	5	.2082516	Prob > F	0.0007	
Residual	3.02052628	71	.042542624	R-squared	0.2564	
Total	4.06178427	76	.05344453	Adj R-squared	0.2040	
				Root MSE	.20626	
Kaldıraç	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KEH	-.1954957	.1173584	-1.67	0.100**	-.4295016	.0385103
BF	-.0460889	.0141445	-3.26	0.002*	-.0742922	-.0178857
FB	.0305588	.0159827	1.19	0.060**	.0013098	.0624275
VY	.0455678	.1250361	0.36	0.717	-.2037472	.2948828
K	-.5690049	.2770698	-2.05	0.044*	1.121466	-.0165435
_cons	.1125862	.2988586	0.38	0.708	-.4833208	.7084933

\*% 5 anlam düzeyinde anlamlı

\*\*%10 anlam düzeyinde anlamlı

Tablo 7: Regresyon Analizi Sonuçları



Tablo 7'deki regresyon analizi sonuçlarına göre F istatistik değeri %5'ten küçük olduğu için modelin anlamlı olduğu sonucuna ulaştık. R-squared değerine baktığımızda ise bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkende meydana gelen değişimleri yaklaşık olarak % 26 düzeyinde açıkladığı görülmektedir.

%10 anlamlılık düzeyinde kontrol eden hissedarın pay oranında (KEH) meydana gelen 1 birimlik artış kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.1954957 birimlik etkiye sebep olmaktadır. Ve yine %10 anlamlılık düzeyinde firma büyüklüğü (FB) değişkeninde meydana gelen 1 birimlik artış kaldıraç üzerinde pozitif yönde 0.0305588 birimlik etkiye sebep olmaktadır.

Çalışma sonucunda elde ettiğimiz bulgular sahiplik yoğunluğu ile sermaye yapısı (kontrol eden hissedarın payı ile kaldıraç) arasındaki ilişkinin beklentimize paralel olarak negatif yönlü olduğunu desteklemektedir. Büyükmert (2015)'de en büyük ortağın payı ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Faccio vd. (2000)' e göre ABD'de şirketler açısından borç, yönetimde etkin ve disiplinli bir rol oynamaktadır. Avrupa'da ise, daha savunmasız olan piramidin (holding şirketlerin) altındaki şirketler genellikle borçlandırılmamaktadır. Öte yandan, Asya'da durum farklı olup piramide dahil şirketler üzerinde borçlandırmaya yönelik güçlü baskı vardır. Bununla birlikte aşırı borç kaldırıcı, firmaları iflasa maruz bırakmakta, bu da şirketi kontrol edenlerin şirket üzerindeki hem ortak hem de özel kazançlarının kaybolmasına yol açmaktadır. Brailsford vd. (2002), De La Bruslerie ve Latrous (2012), kontrol ve borç arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna göre başlangıçta ilişki pozitif, ancak belli bir dönüm noktasından sonra bu ilişkinin negatifleştiği sonucuna varmışlardır. Araştırmacıların bulmuş olduğu bu ilişki belli bir noktadan sonra negatif yönde olduğu için bulmuş olduğumuz sonucu desteklemektedir. Brailsford vd. (2002)'e göre göre içerdekiler (yöneticiler ve kontrol eden hissedarlar) finansal sıkıntı riskinden kaynaklanabilecek bir kontrol kaybını önlemek istediklerinden dolayı kontrol edilen şirketin borç oranını sınırlamaktadırlar. De La Bruslerie ve Latrous (2012)'a göre sermaye yapısı kararları, kontrol eden hissedarların seyreltme olmadan kontrol güçlerini koruma (borç kontrol gücünü azaltmaz) ihtiyacı ile firmanın riskini düşürme (borç riski artırır, dolayısıyla finansal sıkıntı durumunda kontrol eden hissedarlar

kendileri de zarar görür) hedefleri arasındaki dengeye bağlıdır. Dolayısıyla, kontrol eden pay sahiplerinin sahipliği ile borç seviyeleri arasındaki ilişki karmaşık olabilir ve ters U şeklinde olabilir.

Firma büyüklüğü ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında yine beklentimize paralel olarak pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Rajan ve Zingales (1995), firma büyüklüğünün iflas ihtimalini temsil ettiğini ve küçük şirketlerde yüksek olduğunu söylemektedir. Doğan (2016a, 2016b), Ege ve Nur Topaloğlu (2017), firma büyüklüğü ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Bu tez çalışmasında bulunan sonuçlar literatürde bulunan bu sonuçları destekler niteliktedir.

% 5 anlamlılık düzeyinde ise büyüme fırsatları (BF) ve karlılık (K) değişkenleri anlamlı çıkmaktadır. Bu anlamlılık düzeyinde diğer değişkenler sabitken büyüme fırsatlarında meydana gelen 1 birimlik artış kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.0460889 birimlik etkiye, karlılık değişkeninde meydana gelen 1 birimlik değişim ise kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.5690049 birimlik etkiye sebep olmaktadır.

Çalışmada büyüme fırsatları ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında hipotezimize paralel olarak negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Opler ve Titman (1994), Bradley vd. (1984) ve Titman Sheridan ve Wessels Roberto (1988), kaldıraç ve büyüme fırsatları arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Myers (1977), büyüme ve borç arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu tez çalışmasında bulunan sonuçlar literatürde bulunan bu sonuçları destekler niteliktedir.

Çalışmada karlılık ve sermaye yapısı (kaldıraç) arasında hipotezimize paralel olarak negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Myers ve Majluf (1984), karlılığı yüksek olan firmaların iç kaynakları daha fazla olduğu için daha az borç kullandıklarını ileri sürmektedir. Birkaç ampirik çalışma, kârlılık ve kaldıraç arasında olumsuz bir ilişki bulmuştur (Doğan, 2016a, 2016b; Ege ve Nur Topaloğlu, 2017; Friend ve Lang, 1988). Çalışmanın bulguları bu açıdan da literatürle uyumludur.

Analiz sonucuna göre literatürde kabul gören %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde varlıkların yapısı (VY) değişkeni anlamlı çıkmamıştır. Dolayısıyla varlıkların yapısı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki bekleyen hipotezimize karşın analiz sonucunda varlıkların yapısı ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

## SONUÇ

Bu çalışmada sahiplik yapısının (kontrol eden hissedarın) sermaye yapısı (kaldıraç) üzerine etkisi olup olmadığı incelenmiştir. Bu kapsamda BIST’te faaliyet gösteren imalat sektörüne dahil 77 şirketin 2017 yılına ait verilerinden yararlanılmıştır.

Uygulamada kullanılan bağımlı değişken yani sermaye yapısı kavramı Toplam Borç/(Özsermayenin Piyasa Değeri+Borcun Piyasa Değeri) formülü kullanılarak hesaplanmıştır. Sahiplik yapısını ifade eden değişken ise (kontrol eden hissedarın pay oranı) 1-fiili dolaşımdaki pay oranı formülü ile hesaplanmıştır. Diğer bağımsız değişkenler ise, Piyasa Değeri/Defter Değeri (Büyüme Fırsatları), Ln\_Toplam Varlıklar (Firma Büyüklüğü), Maddi Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar (Varlıkların Yapısı) ve (FVÖK+Amortisman)/Toplam Varlıklar (Karlılık) formülleri kullanılarak hesaplanmıştır. Analizde sahiplik yapısının (Kontrol eden hissedarın pay oranı) sermaye yapısı (kaldıraç) üzerine olan etkisini ve diğer bağımsız değişkenlerin (Büyüme Fırsatları, Firma Büyüklüğü, Varlıkların Yapısı, Karlılık) sermaye yapısı (kaldıraç) üzerine olan etkisini tespit edebilmek için regresyon analizi yapılmıştır.

Uygulamada kullanılan verilerin regresyon analizi varsayımlarına uygunluğu, değişen varyans (Breusch-Pagan) testi, çoklu doğrusal bağlantı (VIF) testi ve hata terimlerinin normal dağılıp dağılmadığı varsayımı Shapiro-Wilk Normallik testi ile test edilmiştir. Yapılan testler sonucunda gerekli varsayımlar sağlanmış ve regresyon analizi uygulanması açısından herhangi bir sakınca bulunmamıştır.

Uygulama sonuçlarına göre, % 5 anlamlılık düzeyinde büyüme fırsatları (BF) ve karlılık (K) değişkenleri anlamlı çıkmaktadır. Buna göre büyüme fırsatlarında meydana gelen 1 birimlik artış kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.05 birimlik etkiye, karlılık değişkeninde meydana gelen 1 birimlik değişim ise kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.57 birimlik etkiye sebep olmaktadır.

%10 anlamlılık düzeyinde ise kontrol eden hissedarın pay oranında (KEH) meydana gelen 1 birimlik artış kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.20 birimlik etkiye sebep olmaktadır. Ve yine %10 anlamlılık düzeyinde firma büyüklüğü (FB) değişkeninde meydana gelen 1 birimlik artış kaldıraç üzerinde pozitif yönde 0.03 birimlik etkiye sebep olmaktadır. Literatürde kabul gören %5 ve %10 anlamlılık

düzeyinde varlıkların yapısı (VY) değişkeni anlamlı çıkmamıştır. Dolayısıyla varlıkların yapısı ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Bulunan bu sonuçları hipotezlerimizle karşılaştırdığımızda; Hipotez1: Kontrol eden hissedar ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki vardır şeklinde kurulmuştur. Analiz sonucunda da negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hipotez2: Büyüme fırsatları ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki vardır şeklinde kurulmuştur. Analiz sonucunda da negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hipotez3: Firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır şeklinde kurulmuştur. Analiz sonucunda da pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hipotez4: Varlıkların yapısı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır şeklinde kurulmuştur. Analiz sonucunda varlıkların yapısı ile kaldıraç arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Hipotez5: Karlılık ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki vardır şeklinde kurulmuştur. Analiz sonucunda da negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla bulunan sonuçlar, Hipotez4 dışında diğer hipotezleri destekler niteliktedir.

Şirketlerin sahiplik yapısı; ülkelerin ekonomik ve politik koşulları, şirketin bulunmuş olduğu sektör, şirketin bulunduğu ülke ve benzeri birçok durumdan etkilenebilmektedir. Bundan dolayı şirketlerin finansal olarak uyguladıkları yöntem ve politikalar da farklılık gösterebilmektedir. Dolayısıyla bu farklılıkları en az düzeye indirebilmek için, farklı sektörlerden şirketlerin uygulamaya dahil edilmesi kullanılan değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığını engelleyeceği için, çalışmada dahil edilen sektör imalat sektörü ile sınırlı tutulmuştur. Ayrıca finansal verilerine ulaşılamayan ve uygulamanın amacı doğrultusunda analize uygun görülmeyen şirketler kapsam ve sınırlılıklar bölümünde detaylı olarak açıklanmıştır. Bu durum uygulamanın sonuçlarını engelleyebilecek nitelikte değildir.

Şirketlerin sermaye yapısının sahiplik yapısı tarafından etkilendiği çalışma sonucunda kanıtlanmıştır. Finans literatüründe sermaye yapısı konusu henüz tam olarak çözümlenmemiş olup literatürde de giderek sahiplik yapısının sermaye yapısını etkilediği görüşü öne çıkmaktadır. Bu anlamda elde edilen bulgunun literatüre önemli katkı sağladığı düşünülmektedir. Sermaye yapısı konusunda ileride yapılacak çalışmaların şirketlerin sahiplik yapısını da dikkate almaları gerektiği görülmektedir.

## KAYNAKÇA

- Agrawal, A. ve Mandelker, G. N. (1987). Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. *The Journal of Finance*, 42(4), 823–837. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb03914.x>
- Akpınar, O. (2016). Sermaye Yapısının Firma Performansına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (11), 290–302.
- Alves, P. F. P. ve Ferreira, M. A. (2011). Capital structure and law around the world. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(3), 119–150. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2011.02.001>
- Anderson, R. C., Mansi, S. A. ve Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00067-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00067-9)
- Antoniou, A., Guney, Y. ve Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(01), 59. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002751>
- Ata, H. A. ve Ağ, Y. (2010). Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi. *Istanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri Ve İstatistik Dergisi*, 11, 45–60.
- Atasoy, Y. (2009). *Çalışanların Sermaye Ortaklığı (Çalışanları Hisse Senedi Edindirme) Konusunda Şirketler ve Çalışanlar Üzerine Bir Uygulama ve Türkiye İçin Öneriler*. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Ayrıçay, Y. ve Kalkan, G. (2013). Sahiplik Yapısı ve Temsilcilik Teorisi. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(2), 153–174. Retrieved from <http://dergipark.ulakbim.gov.tr/ksuibf/article/view/5000039309>
- Başaran, Ü. (2008). *İmkb’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermeye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi*. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İmkb Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11–20.
- Belen, M. (2008). *Bir Kurumsal Yönetim Modeli Olarak Türkiye’de Nakit Akım Haklarının Ötesinde Kontrol Hakları Sağlayan Şirket Kontrol Biçimlerinin Finansal Etkinliğinin Testi (Piramit Yapılar, Çapraz Hissedarlık ve İki Sınıflı Hisseler)*. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Berezneak, E. (2007). *Bankalarda Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi: Türkiye Uygulaması*. Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Berger, P. G., Eli, O. ve Yermack, D. L. (1995). Management Entrenchment and

Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*.

- Berk, N. (2003). *Finansal Yönetim* (7. Baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Bloch, L. ve Kremp, E. M. (1999). Ownership and Voting Power in France. *SSRN Electronic Journal*, (July). <https://doi.org/10.2139/ssrn.200632>
- Boubaker, S. (2007). On the relationship between ownership-control structure and debt financing: new evidence from France. *SSRN Electronic Journal*, 5(1), 1–34. Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1003361](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1003361)
- Bradley, M., Jarrell, G. ve Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39(3), 857. <https://doi.org/10.2307/2327950>
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R. ve Pua, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting and Finance*, 42(1), 1–26. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00001>
- Büker, S., Aşıkoğlu, R. ve Sevil, G. (1997). *Finansal Yönetim* (2. Baskı). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Kütüphane ve Dökümantasyon Merkezi.
- Bulut, H. İ., Çankaya, F. ve Er, B. (2009). Yönetici Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İmkb Örneği. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1(11), 101–121.
- Burca, N. (2008). *Sermaye Yapısı ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişkinin Değişik Borsalarda Mukayeseli Olarak İncelenmesi*. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Burucu, H. ve Öndeş, T. (2014). Finansal Hiyerarşi ve Dengeleme Teorisinin Geçerliliğinin Türk İmalat Sanayi Firmalarında Test Edilmesi. *Sakarya İktisat Dergisi*, 61–76.
- Büyükkara, Z. G. (2002). *Sermaye Sahipliği Yapısının Şirket Performansına Etkileri İmkb'de Bir Uygulama*. Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Büyükmert, N. (2015). *İşletmelerde Sahiplik Yapısının Karlılık ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Uygulama*. Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Çağıl, G. (2001). *Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Yapısı*. Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Can, R. (2013). *Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Kuramı ve Borsa İstanbul (Bist) 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama*. Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Çemberci, M. (2013). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türk Aile İşletmelerinin Yönetim İlkelerine Adaptasyonunun Değerlendirilmesi. *Akademik Bakış Dergisi*, (34), 1–15.
- Çetenak, E. H. ve Ersoy, E. (2015). Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul da Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakis (Ege Academic Review)*, 15(4), 509–521. <https://doi.org/10.21121/eab.2015416651>

- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2009). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (5. Baskı). Bursa, Zonguldak: Ekin Basım.
- Cheng, S. R. ve Shiu, C. Y. (2007). Investor protection and capital structure: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1), 30–44. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2006.03.002>
- Claessens, S., Djankov, S. ve Lang, L. H. . (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Croci, E., Doukas, J. A. ve Gonenc, H. (2011). Family Control and Financing Decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860–897. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2011.00631.x>
- De La Bruslerie, H. ve Latrous, I. (2012). Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test of a Trade-off Hypothesis on French Firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 22(4), 111–130. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2012.06.001>
- Diñçergök, B. (2010). *Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelenmesi*. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Doğan, M. (2016a). Mülkiyet Yapısının Finansman Kararları Üzerindeki Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (70).
- Doğan, M. (2016b). Yönetici ve Yabancı Sahipliğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri: Bist’ te İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 14(28), 49–69.
- Ege, İ. ve Nur Topaloğlu, T. (2017). Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2), 471–492. <https://doi.org/10.18506/anemon.285974>
- Ellul, A. (2009). Control Motivations and Capital Structure Decisions. *SSRN Electronic Journal*, (January), 1–61. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1364661>
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2009). *Finansal Yönetim* (5. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ersöz, H. Y., Özdemir, S., Yavuz, A., Akgeyik, T. ve Şenocak, H. (2011). Özelleştirmede Çalışanların Mülkiyet Sahipliği: Kardemir Örneği. *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, (46), 3–42.
- Faccio, M., Lang H.P., L. ve Young, L. (2001). Debt and Corporate Governance. *The Economics of Transition*, 16(2), 293–334. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0351.2008.00307.x>
- Faccio, M., Lang, L. H. P. ve Young, L. (2000). Debt and Expropriation. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.239724>
- Fındıkçı, İ. (2007). *Aile Şirketleri* (Alfa Yayın). İstanbul.
- Friedman, E., Johnson, S. ve Mitton, T. (2003). Propping and tunneling. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 732–750. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2003.08.004>
- Friend, I. ve Lang, L. H. P. (1988). An empirical test of the impact of self interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, XLIII(2), 271–282.

<https://doi.org/10.1002/9781118763520.ch16>

- Geçili, M. (2014). *İşletmeler Üzerinde Etkili Olan Sermaye Yapısı Kararları İle Bu Kararları Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi*. Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Gençtürk, M. (2003). Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkileri. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(2), 231–251.
- Grant, J. ve Kirchmaier, T. (2005). Corporate Control in Europe. *Corporate Ownership and Control*, 2(2), 65–76. <https://doi.org/10.3917/redp.124.0471>
- Güngör, S. (2012). *Sahiplik yapısı ve temettü ilişkisi: imkb’de bir uygulama*. Hitit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Gürsoy, C. T. (2014). *Finansal Yönetim İlkeleri* (3. Baskı). İstanbul: Beta Basım.
- Han, O. ve Ala, S. (2006). Şirket Yapıları ve Kuruluş Aşamaları. *Kosgeb Girişimciliği Geliştirme Merkezi*.
- Harris, M. ve Raviv, A. (1988a). Corporate Governance Voting Rights anti Majority Rules. *Journal of Financial Economics*, 20, 203–235. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90045-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90045-1)
- Harris, M. ve Raviv, A. (1988b). Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 20(C), 55–86. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90040-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90040-2)
- Holderness, C. G., Kroszner, R. S. ve Sheehan, D. P. (1999). Were the good old days that good? changes in managerial dtock ownership since the great depression. *Journal of Finance*, 54(2), 435–469.
- Holmén, M. ve Högfeltd, P. (2004). A law and finance analysis of initial public offerings. *Journal of Financial Intermediation*, 13(3), 324–358. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2003.11.003>
- Investing.com - Hisse Senedi ve Finans Haberleri. (n.d.). Retrieved March 26, 2018, from <https://tr.investing.com/>
- Kamuyu Aydınlatma Platformu. (n.d.). Retrieved March 26, 2018, from <https://www.kap.org.tr/>
- Kandır, S. Y. (2010). Kurumsal Yatırımcıları İMKB Şirketlerine Yönelik Yatırım Tercihlerinin Araştırılması. *İmkb Dergisi*, 11(44), 31–60.
- Karabıyık, H. (2011). *Türkiye’de Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: İmkb’de Sektörel Karşılaştırma*. Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Karadeniz, E. (2008). *Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi*. Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Kargın, S. (2006). *Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı*. Manisa Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.



- Kayalı, C. A. ve Terim, B. (2009). Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye’de İmalat Sanayi Örneği. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(1), 125–154.
- Kim, W. S. ve Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(02), 131–144. <https://doi.org/10.2307/2330733>
- Kıyılar, M. ve Belen, M. (2005). Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri, Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi. In *İSMMM 1. Uluslararası Muhasebe Denetimi ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu* (pp. 1–33).
- Korkmaz, M., Savaş, K. ve Yahyaoğlu, G. (2012). Kurumsal Aile İşletmelerinde Stratejik Yönetimin Çalışanlar Üzerinde Etkisi. *Akademik Bakış Dergisi*, (28), 1–15.
- Korkut, S. (2007). Parlamenter Denetim Kapsamında Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Denetlenmesi: TBMM KİT Komisyonunun Denetim Prosedürü ve KİT’lerin Denetiminde Geleceğe Dönük Öngörüler. *Yasama Derneği Dergisi*, 5–48.
- Kulalı, G. (2013). *Doğrudan Yabancı Yatırımlarda Sahiplik Yapısının Analizi*. Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. ve Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1998). Law and Finance Rafael La Porta , Florencio Lopez-de-Silanes ,. *Journal of Political Economy*, 106(6), 11131–55. <https://doi.org/10.1086/250042>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- Leland, H. E. ve Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371. <https://doi.org/10.2307/2326770>
- Merkezi Kayıt İstanbul: Türkiye’nin Merkezi Saklama Kuruluşu. (n.d.). Retrieved March 26, 2018, from <https://www.mkk.com.tr/>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. ve Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nielsen, A. E. B. (2005). Corporate Governance, Leverage and Dividend Policy. *SSRN Electronic Journal*, 1–47. <https://doi.org/10.2139/ssrn.906339>
- Okuyan, H. A. ve Taşçı, M. (2010). İmkb’de İşlem Gören Reel Sektör İşletmelerinde Sermaye Yapısının Belirleyicileri. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 21(76), 55–72.
- Onay Özkaya, M. ve Muter Şengül, C. (2006). Aile şirketlerinde kurumsallaşma ve ikinci kuşağın kurumsallaşma konusuna bakış açısı. *Dokuz Eylül Üniversitesi*

- İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(1), 109–126.
- Öner Kaya, E. (2014). Sermaye Yapısı ve Kaldıraç. In N. Aypek (Ed.), *Finansal Yönetimin Temelleri* (7th ed., pp. 437–480). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Opler, T. C. ve Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *The Journal of Finance*, 49(3), 1015–1040. <https://doi.org/10.2307/2329214>
- Oruç, E. (2012). *Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Finansal Kararları Üzerine Etkisi: İmkb Uygulaması*. Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Özdemir, M. (1997). *Finansal Yönetim* (1st ed.). Sakarya: Gazi Kitabevi.
- Öztürkçü, A. (2012). *Sermaye Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı*. Yüzüncü Yıl Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Poyraz, E. (2008). *Finansal Yönetim* (1st ed.). Muğla: Ekin Basım.
- Rajan, R. G. ve Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Şahin, E. E. (2012). *İmkb’de İşlem Gören Spor Firmalarının Sermaye Yapısının Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz*. Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Sakınç, İ. (2008). *Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri ile İlişkisi*. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Sayılgan, G. ve Uysal, B. (2011). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz: 1996-2008. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 66(4), 101–124.
- Sayman, Y. (2012). *Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İmkb’ de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama*. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- SPK. (2010). Haftalık Bülten, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, 2010/30.
- Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights. *Journal of Financial Economics*, 20(C), 25–54. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)
- Tarı, R. (2012). *Ekonometri* (8th ed.). İzmit: Umuttepe Yayın.
- Taşkın, F. D. ve Coşkun, S. (2015). Ortaklık Yapılarının Finansman Kararları Üzerine Etkisi: Bist Enerji Firmaları İncelemesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(1), 105. <https://doi.org/10.16953/deusbed.98286>
- Titman Sheridan ve Wessels Roberto. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol. 43, N(Wiley for the American Finance Association), 1–19. Retrieved from url: <http://www.jstor.org/stable/2328319>
- 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), 72–81.
- Umutlu, G. (2008). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısı ve Piyasa Zamanlama İlişkisi*. Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.

- Yelkikalan, N. ve Aydın, E. (2010). Aile İşletmelerinin Yaşamlarını Sürdürebilmesinde Sonraki Kuşakların Duygusal Sahiplik Algılamasının Rolü ve Önemi. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 8(2), 82–120.
- Yener, E. ve Karakuş, R. (2012). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(2), 75–98.
- Yıldırım, A. F. (2007). *Türk Aile İşletmelerinde Kurumsallaşmayı Engelleyen Aile Değerleri Üzerine Isparta İlinde Bir Çalışma*. Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Yıldırım, D. (2011). *Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye ve Portekiz Piyasalarında Bir Uygulama*. Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Yılgör, A. G. ve Yücel, E. (2012). İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi Sahiplik Ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8(16).
- Yücel, E. (2006). *Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana'da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama*. Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

## TABLolar LİSTESİ

Tablo 1 Aile İşletmesinde Bulunan Roller.....	48
Tablo 2: Bağımlı Değişken ve Bağımsız Değişkenler .....	75
Tablo 3: Özet İstatistikler.....	76
Tablo 4: Breusch-Pagan Değişen Varyans Testi.....	77
Tablo 5: çoklu doğrusal bağlantı VIF testi.....	77
Tablo 6: Shapiro-Wilk Normallik Testi .....	78
Tablo 7: Regresyon Analizi Sonuçları .....	78



## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti Oluşumu ....	20
Şekil 2: Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti Oluşumu .....	21
Şekil 3: Geleneksel Yaklaşımına Göre Optimal Sermaye Yapısı ve Piyasa Değeri .....	22
Şekil 4: Modigliani-Miller Yaklaşımına Göre Optimal Sermaye Yapısı .....	26
Şekil 5: Finansal Kaldıraçın Bigbee'nin Hisse Senedi Değeri Üzerindeki Etkisi .....	30
Şekil 6 Aile İşletmelerinde Bulunan Roller .....	46

## EKLER

Ek 1: Analize Dahil Şirketler

Sıra	Kod	Şirket Unvanı
1	ATEKS	AKIN TEKSTİL A.Ş.
2	ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
3	ARSAN	ARSAN TEKSTİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
4	ATPET	ATLANTİK PETROL ÜRÜNLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
5	AYES	AYES ÇELİK HASIR VE ÇİT SANAYİ A.Ş.
6	BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.
7	BAKAB	BAK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
8	BNTAS	BANTAŞ BANDIRMA AMBALAJ SANAYİ TİCARET A.Ş.
9	BTCİM	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
10	BRKSN	BERKOSAN YALITIM VE TECRİT MADDELERİ ÜRETİM VE TİCARET A.Ş.
11	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ İŞLETMESİ A.Ş.
12	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
13	BURCE	BURÇELİK BURSA ÇELİK DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.
14	BUCİM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
15	CUSAN	ÇUHADAROĞLU METAL SANAYİ VE PAZARLAMA A.Ş.
16	DARDL	DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.
17	DERİM	DERİMOD KONFEKSİYON AYAKKABI DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
18	DESA	DESA DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
19	DGKLB	DOĞTAŞ KELEBEK MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
20	DOGUB	DOĞUSAN BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.

21	DYOBY	DYO BOYA FABRİKALARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
22	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
23	EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.
24	EGSER	EGE SERAMİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
25	EKIZ	EKİZ KİMYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
26	EMKEL	EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ş.
27	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
28	ERSU	ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.
29	FRIGO	FRİGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
30	GENTS	GENTAŞ GENEL METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
31	GEREL	GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
32	GOLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
33	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
34	HATEK	HATEKS HATAY TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.
35	HEKTS	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.
36	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
37	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.
38	IZFAS	İZMİR FIRÇA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
39	IZOCM	İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
40	JANTS	JANTSA JANT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
41	KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
42	KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
43	KATMR	KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

44	KNFRT	KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
45	KRSTL	KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.
46	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN SANAYİ A.Ş.
47	LUKSK	LÜKS KADİFE TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.
48	MEGAP	MEGA POLİETİLEN KÖPÜK SANAYİ A.Ş.
49	MNDRS	MENDERES TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
50	NUHCM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
51	OZBAL	ÖZBAL ÇELİK BORU SANAYİ TİCARET VE TAAHHÜT A.Ş.
52	OZRDN	ÖZERDEN PLASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
53	PARSN	PARSAN MAKİNA PARÇALARI SANAYİİ A.Ş.
54	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
55	PRZMA	PRİZMA PRES MATBAACILIK YAYINCILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
56	RODRG	RODRİGO TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
57	RTALB	RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ VE MAKİNA SANAYİ TİCARET A.Ş.
58	SANFM	SANİFOAM SÜNGER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
59	SAMAT	SARAY MATBAACILIK KAĞITÇILIK KIRTASIYECİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
60	SARKY	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
61	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
62	SAYAS	SAY REKLAMCILIK YAPI DEKORASYON PROJE TAAHHÜT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
63	SEKUR	SEKURO PLASTİK AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
64	SELGD	SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.



65	SILVR	SİLVERLİNE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
66	SODSN	SODAŞ SODYUM SANAYİİ A.Ş.
67	SKTAS	SÖKTAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
68	TKURU	TAZE KURU GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
69	TMPOL	TEMAPOL POLİMER PLASTİK VE İNŞAAT SANAYİ TİCARET A.Ş.
70	TUCLK	TUĞÇELİK ALÜMİNYUM VE METAL MAMÜLLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
71	TUKAS	TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
72	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
73	ULUSE	ULUSOY ELEKTRİK İMALAT TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş.
74	ULUUN	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
75	VKING	VİKİNG KAĞIT VE SELÜLOZ A.Ş.
76	YATAS	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
77	YONGA	YONGA MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

**Ek 2: Analiz Dışı Tutulan Şirketler**

Sıra	Kod	Şirket Unvanı
1	ACSEL	ACISELSAN ACIPAYAM SELÜLOZ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
2	ADANA, ADBGR, ADNAC	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.
3	ADEL	ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
4	AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.
5	AKCNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

6	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
7	ALCAR	ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
8	ALKA	ALKİM KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
9	ALYAG	ALTINYAĞ KOMBİNALARI A.Ş.
10	ANACM	ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.
11	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
12	ASUZU	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
13	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
14	ASCEL	ASİL ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
15	ASLAN	ASLAN ÇİMENTO A.Ş.
16	AVOD	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.
17	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.
18	BALAT	BALATACILAR BALATACILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
19	BANVT	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.
20	BASCM	BAŞTAŞ BAŞKENT ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
21	BSOKE	BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.
22	BLCYT	BİLİCİ YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
23	BRKO	BİRKO BİRLEŞİK KOYUNLULULAR MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
24	BOLUC	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
25	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
26	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
27	BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.
28	BRISA	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

29	BURVA	BURÇELİK VANA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
30	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
31	COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
32	CELHA	ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.
33	CEMAS	ÇEMAŞ DÖKÜM SANAYİ A.Ş.
34	CEMTS	ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
35	CMBTN	ÇİMBETON HAZIRBETON VE PREFABRİK YAPI ELEMANLARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
36	CMENT	ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI T.A.Ş.
37	CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
38	DAGI	DAGI GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
39	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAMÜLLERİ SANAYİİ A.Ş.
40	DENCM	DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
41	DEVA	DEVA HOLDİNG A.Ş.
42	DIRIT	DİRİTEKS DİRİLİŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
43	DITAS	DİTAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA İMALAT VE TEKNİK A.Ş.
44	DOBUR	DOĞAN BURDA DERGİ YAYINCILIK VE PAZARLAMA A.Ş.
45	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK A.Ş.
46	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
47	EGPRO	EGE PROFİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
48	EPLAS	EGEPLAST EGE PLASTİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
49	ERBOS	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
50	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
51	ESEMS	ESEM SPOR GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
52	FMIZP	FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM

		TESİSLERİ A.Ş.
53	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
54	GEDZA	GEDİZ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
55	GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.
56	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.
57	IHGZT	İHLAS GAZETECİLİK A.Ş.
58	ISDMR	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK A.Ş.
59	KAPLM	KAPLAMIN AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
60	KRDMA, KRDMB, KRDMD	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
61	KRTEK	KARSU TEKSTİL SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
62	KRSAN	KARSUSAN KARADENİZ SU ÜRÜNLERİ SANAYİİ A.Ş.
63	KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
64	KERTV	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
65	KLMSN	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
66	KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
67	KORDS	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.
68	MAKTK	MAKİNA TAKIM ENDÜSTRİSİ A.Ş.
69	MRDIN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
70	MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.
71	MERKO	MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
72	DMISH	MİŞH DEKORASYON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
73	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN KAĞIT VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
74	NIBAS	NİĞBAŞ NİĞDE BETON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

75	OLMIP	OLMUKSAN INTERNATIONAL PAPER AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
76	ORMA	ORMA ORMAN MAHSULLERİ İNTEGRE SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
77	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
78	OYLUM	OYLUM SINAİ YATIRIMLAR A.Ş.
79	PENGD	PENGUEN GIDA SANAYİ A.Ş.
80	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
81	PINSU	PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
82	PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
83	POLTK	POLİTEKNİK METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
84	ROYAL	ROYAL HALI İPLİK TEKSTİL MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
85	SAFKR	SAFKAR EGE SOĞUTMACILIK KLİMA SOĞUK HAVA TESİSLERİ İHRACAT İTHALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
86	SERVE	SERVE KIRTASIYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
87	SEYKM	SEYİTLER KİMYA SANAYİ A.Ş.
88	SODA	SODA SANAYİİ A.Ş.
89	SNPAM	SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİİ A.Ş.
90	TATGD	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.
91	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
92	TRKCM	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.
93	TMSN	TÜMOSAN MOTOR VE TRAKTÖR SANAYİ A.Ş.
94	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
95	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
96	TBORG	TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.

97	USAK	UŞAK SERAMİK SANAYİİ A.Ő.
98	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ő.
99	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ő.
100	VANGD	VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DİŐ TİCARET A.Ő.
101	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ő.
102	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ő.
103	YBTAS	YİBİTAŐ YOZGAT İŞÇİ BİRLİĞİ İNŞAAT MALZEMELERİ TİCARET VE SANAYİ A.Ő.
104	YUNSA	YÜNSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ő.

## ÖZGEÇMİŞ

Hüseyin TAŞBAŞ 25.08.1992 tarihinde Karabük ili Eskipazar ilçesinde doğdu. Karabük Mesleki ve Teknik Anadolu Lisesin' den mezun olduktan sonra Cumhuriyet Üniversitesi, Zara Veysel Dursun Uygulamalı Bilimler Yüksek Okulu, Bankacılık ve Finans bölünden mezun oldu.

