

Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi, BİST 100 Şirketleri ile Kurumsal Yönetim Endeksi Şirketleri Etkisi: Karşılaştırması¹

Yunus Emre KAHRAMAN (https://orcid.org/0000-0002-0306-5227), Osmaniye Korkut Ata University, Türkiye; yunusemrekahraman@osmaniye.edu.tr

The Effect of Ownership Structure on Capital Structure Decisions: Comparison of BIST 100 Companies and Corporate Governance Index Companies²

Abstract

In this study, the effects of the ownership structure of the companies on the capital structure were examined by panel data analysis. The 2009-2018 data of the companies in the BIST 100 Index and the Corporate Governance Index were used. The financial leverage ratio, return on assets and company growth rate of the companies included in the BIST 100 Index are negatively affected, while the capital share of the second largest partner, company size and the structure of assets are positively affected. In the companies in the Corporate Governance Index, it was observed that the financial leverage ratio, the capital share of the second largest partner and the capital share of the third largest partner had a significant positive relationship; the financial leverage ratio and the capital share of the most considerable partner were negatively affected.

Keywords : Ownership Structure, Capital Structure Decisions, Corporate Governance.

JEL Classification Codes : E22, G32, G34.

Öz

Bu çalışmada, firmaların sahiplik yapısının sermaye yapısına olan etkileri panel veri analizi ile incelenmiştir. BİST 100 Endeksi ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan firmaların 2009-2018 dönem verileri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, BİST 100 Endeksinde yer alan firmaların finansal kaldıraç oranı, aktif kârlılık ve şirket büyüme oranından olumsuz yönde, en büyük ikinci ortağın sermaye payı, şirket büyüklüğü ve varlıkların yapısı olumlu yönde etkilenmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki firmalarda ise finansal kaldıraç oranı, en büyük ikinci ortağın sermaye payı ve en büyük üçüncü ortağın sermaye payının anlamlı olumlu bir ilişki, finansal kaldıraç oranı ve en büyük ortağın sermaye payından negatif yönde etkilediği görülmüştür.

¹ Bu çalışma Yunus Emre Kahraman'ın Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Anabilim Dalında hazırlanmış olduğu "Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler ile BİST 100 Endeksinde Bulunan Şirketlerin, Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi" başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

² This study is derived from Yunus Emre Kahraman's PhD dissertation titled "The Effect of Ownership Structure of the Companies in the Corporate Governance Index and the Companies in the BIST 100 Index on the Capital Structure Decisions" presented at the Social Sciences Institute, Accounting and Finance Department of Muğla Sıtkı Koçman University.

Anahtar Sözcükler : Sahiplik Yapısı, Sermaye Yapısı Kararları, Kurumsal Yönetim.

1. Giriş

Dünyada meydana gelen ekonomik gelişmeler firmaları finansal alanda kendilerini geliştirmeye itmektedir. İşletmelerde varlıkların devam etmesi oldukça önemli bir noktadır. Firmalar açısından önemli konuları belirlemede, hissedarlar ve yöneticilerin etkileri tartışılmazdır. Bu sebeple, sahiplik yapısı çok daha önemli bir konu haline gelmektedir. Bu doğrultuda işletmelerin sahiplik yapısının sermaye yapısı kararlarına etkileri incelenmiştir.

Sahiplik, nesne ve değerlerde hak sahibi ve duruma göre farklı şekillerde tanımlanabilmektedir. Taşınır - taşınmaz mülkiyete göre veya hukuksal ve toplumsal olmak üzere farklı tanımlamalar yapmak mümkündür. Sahiplik üzerine yapılan birçok tanımlamalardan bazıları şu şekilde ifade edilmektedir:

"Sahiplik" kavramı ile benzer manada olan mülkiyet, Arapça "mulk" sözünden türemektedir. "Mulk" ek aldıktan sonra "mülkiyyet" olarak değişmiştir. Kelime anlamı olarak: isim olarak; ev veya dükkân arazi gibi taşınmaz, ikinci olarak vakıfa ait olmayıp doğrudan birinin zilliyetine ait yer ve yapı, üçüncü olarak ise bir devletin egemenliğinde bulunun bir topraklar bütünü veya ülke gibi anlamlardır". Malik ise mülkiyetin sahibi olan kişiyi ifade etmektedir. Hukuksal anlamda malik; bir şahsa ait olan ve yasalar üzerinde bir taşınmazı isteği gibi kullanma hakkı veya mülkiyet olarak tanımlanmaktadır (TDK, 2021).

Sahiplik yapısı içerisinde yer alan farklı sahipliklerin işletmelerin kararları üzerinde farklı hakları mevcuttur.

Sahiplik yapısının açıklanmasına sahiplik kavramı üzerinden yaklaşmak bu yapının açıklanmasını zorlaştırmaktadır. Sahiplik kavramının yanında sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği kavramlarına değinmek, sahiplik yapısının daha net anlaşılmasına olanak sağlamaktadır (Oruç, 2012: 4).

Sermaye yapısı ise bir işletmenin borç ve özsermaye oranını göstermektedir (Markopoulou & Papadopoulos, 2008: 30). Sermaye yapısı, işletmelerin varlıklarını nasıl yönettiği ve finanse ettiğini belirlemektedir. İşletmeler sermaye oranını belirlemek için borç/defter değeri oranını kullanmaktadır (De Jong et al., 2008: 1305).

Sermaye yapısı üzerine farklı yaklaşımlar vardır. Bunlar literatürde sermaye yapısı teorileri olarak tanımlanmaktadır. Sermaye yapısı teorilerinin ortak amacı sermaye maliyetlerini minimuma inmektedir ve bu durum iyi olarak kabul görmektedir (Markopoulou & Papadopoulos, 2008: 31).

Sermaye yapısı teorileri, finansal kaldıraçın etkilendiği değişkenleri açıklamaktadır. Sermaye yapısı teorilerini incelediğimizde karşımıza iki sınıf çıkmaktadır, bunlar klasik sermaye yapısı ile modern sermaye yapısı teorileri olarak görülmektedir. Klasik sermaye yapısı teorileri, borç ve özkaynak oranındaki değişimlerin etkileri üzerine yoğunlaşan Net Gelir Teorisi, Net Faaliyet Geliri Teorisi, Geleneksel Teori ve Modigliani-Miller Teorisi'dir. Modern sermaye yapısı teorileri ise sermaye yapısı kararlarındaki değişimlere neden olan etkilere dikkat çeken, Finansal Hiyerarşi Teorisi, Dengeleme Teorisi, İşaret Etkisi (Sinyal) Teorisi, Piyasa Zamanlama Teorisi, Temsilcilik (Vekâlet) Maliyetleri Teorisi, Asimetrik Bilgi Teorisi, Finansal Sıkıntı Maliyetleri Teorisi ve Vergi Faktörü Teorisi'dir.

Sahiplik yapısı firmaların sermaye yapısı kararları üzerine oldukça etkili bir kavramdır. Ekonomide ortaya çıkan çeşitli sahiplik yapılarının farklı firmalar üzerinde farklı sonuçlar gösterdiği literatürde yapılan çalışmalarda değinilen önemli bir konudur. Firmaların sahiplik yapılarının sermaye yapısı kararlarındaki değişimi firma performansını etkilemektedir. Bu iki kavram birçok araştırmacı tarafından incelenmiş ve optimal sermaye yapıları üzerine tahminlerde bulunulmuştur. Allen ve Gale (1992: 503), Yener (2002: 11), Deesomsak vd. (2004: 393), Driffield vd. (2006: 1), Büyüktortop (2007: 32), King ve Santor (2007: 2), Başaran (2008: 10), Liv vd. (2009: 471), Toraman ve Okuyan (2009: 5), Cepedes vd. (2010: 248), Sayman (2012: 12), Santos vd. (2014: 1064), Büyükmert (2015: 20), Erdoğan (2016: 161), Doğan (2016: 13), Çinko ve Kasaboğlu (2017: 155), Ozili ve Uadiale (2017: 160), Temiz ve Dalkılıç (2018: 172), Ceylan (2018: 194) ve Gupta (2019: 37) çalışmalarında sahiplik yapılarının sermaye yapısı kararlarında belirgin bir etkilerinin olduğu sonucuna varmıştır.

Sermaye yapısı kararlarında sahiplik yapısı oldukça önemli bir yere sahiptir. Hissedarlar ve yöneticiler arasındaki ilişki, sahiplik yapısı ile bu durumda firma performansı ile ilişkilidir. İşletme kontrolünün kimde olduğu, sermaye kararlarında kimin daha etkili olduğu, azınlık ve çoğunluk hissedarların farkları gibi birçok durum, sahiplik yapısının önemini tekrar tekrar gözler önüne sermektedir.

Sahiplik yapısı ve sermaye yapısı arasındaki ilişki, kurumsal yönetim açısından incelenen bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Dengeleme, finansal hiyerarşi ve işaret teorisi gibi yaklaşımlar bu ilişkiyi analiz etmek için kullanılmaktadır. Dengeleme yaklaşımı, risk ve getiri dengesine odaklanarak sahiplik yapısının sermaye yapısını etkileyebileceğini savunmaktadır. Finansal hiyerarşi yaklaşımı ise şirketlerin finansman kararlarını bir hiyerarşiye tabi tutarak sahiplik yapısının sermaye yapısını etkileyebileceğini vurgulamaktadır. İşaret teorisi yaklaşımı ise bilgi asimetrisi ve işaretler aracılığıyla sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Bu yaklaşımların kullanılması, sahiplik yapısı ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi anlamak ve şirketlerin finansal kararlarını etkileyen faktörleri analiz etmek açısından önemli olmaktadır.

Firmalar için oldukça önemli olan sahiplik ve sermaye yapılarının firma performansı üzerindeki etkilerini daha iyi anlamak adına gerçekleştirilen bu çalışmada, Kurumsal Yönetim Endeksi ve BİST 100 Endeksi'nde yer alan firmalar üzerinde araştırma yapılmıştır.

Bu iki endekste yer alan firmaların 2009-2018 yılları arasındaki dönem verileri ile çalışılmış ve Panel Veri Analizi kullanılarak test edilmiştir.

2. Literatür

2.1. Yabancı Ülkelerde Yapılan Çalışmalar

Demsetz ve Lehn (1985), yapmış oldukları çalışmalarında Amerika'da yer alan 511 firmanın sahiplik yapılarını incelemiş, firma üzerindeki etkileri ve firma değeri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Finans kurumu, mülkiyet yapısı ve firma büyüklüğünün sahiplik yapısı üzerinde etkilerinin olduğunu belirtmiştir. Ayrıca sahiplik yapısının firma performansı üzerinde etkisinin olduğu da gözlemlenmiştir.

Morck vd. (1988), Fortune 500 de yer alan 371 işletmenin 1980 yılındaki verilerini kullanarak işletme değerinin yönetici sahipliğinden ne derece etkilendiğini araştırmıştır. Çalışmalarının sonucunda, yönetici sahipliğinin işletme performansı üzerinde etkilerinin olduğu belirtilmiştir.

Lehman ve Waigand (2000), Almanya'da faaliyet içerisinde olan 361 firmanın 1991-1996 yılları arasındaki verileri kullanılarak gerçekleştirildikleri çalışmalarında, sahiplik yapısı ile kurumsal performans arasındaki ilişki irdelemiştir. Araştırmanın neticesinde, sahiplik yoğunluğunun firma performansını olumsuz etkilediği, en büyük ortağın sermaye payının ise firma performansına katkıda bulunduğu belirtilmektedir.

Blondel vd. (2002), Fransa'da halka açık 250 işletmenin 1993-1998 dönemleri arasındaki performans verilerinden yola çıkarak geliştirdikleri çalışmada, firmaların sahiplik yapılarını incelemişlerdir. İşletmelerin çoğunluklu olarak aile sahipliğini tercih ettikleri ve sahiplik yapısının firma performansı üzerinde etkilerinin olduğu belirtilmiştir.

Mitton (2002), Doğu Asya'da bulunan Tayland, Filipinler, Kore, Malezya ve Endonezya'da faaliyet icra eden 399 firmanın sahiplik yapısı ile kurumsal yönetim performansı arasında mevcut olan ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmasının sonucunda, sahiplik yoğunluğu yüksek olan firmaların düşük sahiplik yoğunluğa sahip firmalara oranla kriz zamanlarını daha iyi idare ettikleri sonucuna varmıştır.

Hiraki vd. (2003), Japonya'da yer alan firmaların 1985-1998 yılları arasındaki verileri kullanarak gerçekleştirdikleri çalışmalarında, sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki mevcut olan ilişki durumunu irdelemişlerdir. Araştırmada, sahiplik yapısının firma performansı üzerinde etkilerinin olduğu, özellikle yönetici sahipliğinin firma performansına katkı sağladığı belirtilmiştir.

Srear ve Thesmar (2004), Fransa'da yer alan firmaların 1994-2000 yılları arasındaki verilerinden yola çıkarak, işletmelerin performansları ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmalarının sonucunda, Aile işletmelerinin diğer sahiplik türlerine göre daha yüksek performansa sahip olduğunu belirtmişlerdir.

Zheka (2005), Ukrayna'da faaliyet icra eden 283 firmanın 2000-2001 yılları arasındaki dönem verilerinden istifade ederek, sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışmasının sonucunda, yönetici sahipliğinin firma performansını olumsuz yönde etkilerken, devlet sahipliğinin olumlu yönde etkilediğini belirtmiştir.

Driffield vd. (2006), çalışmalarında 1994-1998 yılları arasındaki dönem verilerini kullanarak, Kore, Malezya, Tayland ve Endonezya'da yer alan firmaların sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi irdelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, farklı sahiplik yapılarının firma değerini ve sermaye yapısı kararlarını etkilediği belirtilmiştir.

King ve Santor (2007), Kanada'da yer alan 613 işletmeyi ele aldıkları çalışmada, 1998-2005 yılları arasındaki verileri kullanmışlardır. Araştırmada, aile sahipliğinin sermaye yapısı ve işletme performansı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Aile sahipliğinin işletme üzerinde etkili olduğunu, finansal kaldıraç oranı ve toplam aktife bağlı olarak firma performansının ve sermaye yapısının etkilendiğini belirtmişlerdir.

Nasr vd. (2009), 29 farklı ülkeden özelleştirilmiş firmaların 1980 ile 2003 yılları arasındaki verilerini incelemişlerdir. İncelemede dikkat edilen husus firmaların kârlılık oranı ile sahiplik yapısındaki ilişkidir. Araştırmanın sonucunda, devlet sahipliğinin benimsendiği firmaların en düşük kârlılık oranına sahip olduğu belirlenmiştir.

Liv vd. (2009), Çin'de faaliyet icra eden gösteren firmaların sahiplik yapıları ile sermaye yapıları arasındaki mevcut olan ilişkiyi irdelemişlerdir. Çalışmada, sermaye yapısı kararlarının sahiplik yapısından her koşulda etkilendiği, kamu sahipliğini benimseyen işletmelerin borç oranının fazla olduğu, aksine yabancı sahipliği olan işletmelerin borçtan kaçındığı gözlemlenmiştir.

Cespedes vd. (2010), Latin Amerika'da yer alan firmaların 1996-2005 yılları arasındaki verilerini kullanarak gerçekleştirdikleri çalışmalarında, sahiplik yapısının sermaye yapısı kararlarına etkilerini incelemişlerdir. Araştırmada, sahiplik yoğunluğunun fazla olduğu firmaların daha istikrarlı ve kontrollü olduğu, ayrıca kaldıraç oranı ile pozitif bir ilişki içinde olduğu belirtilmiştir.

Ruan vd. (2011), Çin'de faaliyet gösteren 500 işletmeyi inceledikleri çalışmalarında, 2002-2007 dönem verilerini kullanmışlardır. Çalışmada, yönetici sahipliği ile sermaye yapısındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırmanın sonucunda, belli bir oranda yönetici sahipliği ile kaldıraç oranı negatif ilişki içindeyken, bu oranın dışında pozitif yönlü bir yol izlemektedir. Bu durumu u modeli olarak tanımlamışlardır.

Beuselinck vd. (2013), Güney Avrupa'da faaliyet gösteren firmaların 2002-2007 yılları arasındaki dönem verileri kullanılarak gerçekleştirdikleri çalışmada, bu firmaların sahiplik yapılarını incelemişlerdir. Çalışmalarının sonucunda, işletmelerdeki yabancı sahipliğin hem kurumsal kaliteyi artırdığı hem de kârlılığı olumlu yönde etkilediği belirtilmiştir.

Santos vd. (2014), 2002-2006 yıllarını kapsayan çalışmalarında Avrupa'daki 12 ülkeden 649 firmayı inceledikleri araştırmalarında, sahiplik yapısı ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişki üzerinde çalışmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, aile işletmelerinin kaldıraç oranının yasal çevre ve kurumsallıktan etkilendiği, sermaye yoğunluğu ile kaldıraç oranının ise negatif ilişki içinde olduğu belirtilmiştir.

Djebali ve Belanes (2015), 2006-2010 yılları arasında Fransa'da faaliyetlerini sürdüren işletmelerin aynı yıldaki verilerini kullanarak yaptıkları araştırmalarında, sahiplik yapısı ile kâr payı arasındaki ilişki üzerinde çalışmışlardır. Araştırmanın sonucunda, sahiplik yoğunluğu ile kâr payı arasında olumlu bir sonuç olduğu ve aile işletmelerinin en az temettü dağıtan işletmeler olduğu belirtilmiştir.

Ozili ve Uadiale (2017), Nijerya'da yer alan 27 firmanın 2006-2015 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sahiplik yoğunluğunun sermaye yapısı kararları üzerindeki etkilerinin araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, sahiplik yoğunluğu ile banka kârlılığı arasında olumlu bir ilişkinin olduğu saptanmıştır.

Gupta (2019), 2011-2015 yılları arasında Hindistan'da yer alan 212 firmanın dönem verileri kullanılarak yaptığı çalışmada, sahiplik yapısı, sermaye yapısı ve AR-GE yatırımları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmanın sonucuna göre, Hindistan'daki firmaların yüksek kaldıraç oranına sahip olmaları AR-GE yatırımlarına olanak sağlarken, kurumsal sahiplik ile negatif bir ilişki içindedir. Aile sahipliğine sahip firmalarda ise bu durum tam tersidir. Ayrıca yabancı sahiplik ile AR-GE yatırımları arasında pozitif bir ilişki vardır.

Yukarıda yer alan çalışmalar incelendiğinde, çalışmalar genel olarak sahiplik yapısı ile finansal performansı araştırır niteliktedir. Farklı ülkelerde ve farklı zamanlarda gerçekleştirilmiş bu çalışmaların sonuçlarında sahiplik yapısının firma performansına olan etkileri, yönetici sahiplik ve devlet sahipliği gibi faktörlere göre değişikliği gösterdiği sonuçlarına ulaşmışlardır. Özellikle en büyük ortağın sermaye payı ile aile sahipliğinin firma performansını olumlu yönde etkilediği sonuçlarına ulaşmışlardır.

2.2. Türkiye'de Yapılan Çalışmalar

Ülgen (2005), Türkiye'de yer alan 135 yabancı ortaklı işletme üzerine gerçekleştirdiği çalışmada, yabancı ortaklığın firma üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda, yabancı sermayeli işletmelerin diğerlerine göre daha iyi performans sergilediği gözlemlenmiş ve yabancı sahipliğin firma performansı üzerinde olumlu etkilerinin olduğu belirtilmiştir.

Toraman ve Okuyan (2009), İMKB'de yer alan 194 işletmenin 2005-2007 yılları arasındaki dönem verileri kullanılarak gerçekleştirdikleri çalışmalarında, sermaye yapısı üzerinde etkili olan değişkenleri araştırmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, aile işletmeleri ve yabancı ortaklı işletmelerin sermaye yapısı kararları üzerinde etkilerinin olduğu belirtilmiştir.

Bayrakdaroğlu (2010), İMKB’de faaliyet gösteren işletmelerin 2005 ila 2009 yılları finansal değerlerini kullanarak, sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmaya göre, firma performansının sahiplik yapısından etkilenmesinin bazı değişkenlere bağlı olduğu belirtilirken, sahiplik yoğunluğu ve halka açıklık oranı gibi değişkenlerin firma performansını etkilemede önemli rol oynadığı saptanmıştır.

Tanrıöven ve Aksoy (2010), İMKB’de işlem gören 113 firmaya ait 1996-2009 yılları arasındaki verilerini kullanarak gerçekleştirdikleri çalışmalarında, sahiplik yoğunluğu ile firma performansı arasındaki ilişkiyi irdelemişlerdir. Araştırmalarının sonucunda, yönetim kurulu büyüklüğü ile kâr payının pozitif bir ilişki içinde olduğu, sahiplik yoğunluğundaki artışın getiri oranını olumsuz etkilediği belirtilmiştir.

Sayman (2012), İMKB’de işlem gören 117 imalat firmasının 1998-2009 yılları arasındaki dönem verilerine kullanarak gerçekleştirdiği araştırmasında, sermaye yapısı, sahiplik yapısı ve firma performansı arasında mevcut olan ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmasının neticesinde, firmaların sahiplik yapılarının, sermaye yapısı kararlarını ve firma performansını etkilediğini belirtmiştir.

Büyükmert (2015), BİST’te işlem gören 133 firmanın 2010-2013 arasındaki verileri ile sahiplik yapısı ve sermaye kararları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmasında, yabancı sahipliği, aile sahipliği, en büyük ve diğer üç büyük ortağın sermaye payı, devlet sahipliği ve çalışan sahipliklerini ele almış ve sermaye yapısı kararlarının sahiplik yapısından etkilendiğini belirtmiştir.

Erdoğan (2016), 2002-2010 yılları arasında BİST’te yer alan 162 firmanın aynı dönem verileri kullanarak gerçekleştirdiği çalışmasında, sahiplik yapısının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkilerini incelemiştir. Araştırmasının sonucunda, sahiplik yapısının sermaye yapısını pozitif etkilerinin olduğunu, ayrıca sahiplik yoğunluğunun finansman tercihlerinde borçlanmaya yönelten bir etken olduğunu belirtmiştir.

Doğan (2016), 2005-2012 yılları arasında BİST’te faaliyet gösteren firmaların verileri ile sermaye yapısı ile yabancı ve yönetici sahipliği arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmasının sonucunda, işletmelerin sermaye yapısı kararlarının yabancı ve yönetici sahipliğinden etkilendiğini belirtmiştir.

Çınko ve Kasaboğlu (2017), BİST’te işlem gören 150 firmanın 2005-2013 yılları arasındaki verilerini inceleyerek yaptıkları araştırmalarında, sermaye yapısı ile kurumsal sahiplik arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırmada, kurumsal sahiplik ile finansal kaldıraç oranı arasında ilişkinin negatif olduğu belirtilmiştir.

Temiz ve Dalkılıç (2018), BİST’te yer alan 137 işletmenin 2012-2016 dönem verilerini kullanarak, sahiplik yapısının sermaye yapısı üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Çalışmada, halka açıklık oranı ile finansal kaldıraç oranının ters bir ilişki sürdürdüğü, en büyük ortağın payı, yabancı ortağın payı ve kurumsal ortağın payının finansal kaldıraç olumlu yönde etkilediği belirtilmiştir.

Ceylan (2018), BİST'te işlem gören 10 bankanın 2005-2015 yılları arasındaki dönem verileri karşılaştırılarak, sermaye yapısı ile mülkiyet yoğunlaşması arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmasının sonucunda, en büyük ortağın sermaye payının, halka açıklık oranının, banka büyüklüğünün ve aktif kârlılığın sermaye yapısı üzerinde etkilerinin olduğunu belirtmiştir.

Yukarıda çalışmaların sonucunda; işletme performansı ve sermaye yapısı üzerine kararları üzerine etkisi olduğu göstermektedir. Yapılan çalışmalar yabancı sahipli işletmelerin diğerlerine göre daha iyi performans gösterdiği ve yabancı sahipliğinin işletme performansı üzerinde olumlu etkileri olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır. Ayrıca bu çalışmalar sahiplik yapısının işletme performansı üzerine etkili olduğu ve sahiplik yoğunluğu ile kamuya açık olma düzeylerinin sahiplik etkisinin belirlenmesi önemli faktörler olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır. Sahiplik yoğunluğu ile yatırım getiri arasında negatif bir ilişki olduğu, sahiplik yapısının sermaye kararlarının etkilediği ve yabancı, yönetici ve çalışan sahipliğinin sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu sonuçlarına da ulaşmışlardır. Bu çalışmalar bize sahiplik yapısının işletme performansı ve sermaye yapısını kararları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

3. Yöntem ve Bulgular

Çalışmanın amacı, kurumsal yönetim endeksinde bulunan işletmelerin sermaye yapısı kararlarını ve sahiplik yapılarını gözlemleyerek, kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkilerini daha net açıklayabilmektir. Bu kapsamda çalışmanın amacı BİST 100 ve kurumsal yönetim endeksinde yer alan işletmelerin sermaye yapılarının sahiplik yapılarından ne derece etkilendiğini incelemek ve kurumsal yönetimin önemini ortaya çıkarmaktır.

BİST 100 endeksi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (Borsa İstanbul) işlem gören en likit 100 hisse senedini kapsayan bir endekstir. Bu endeksin, Türkiye ekonomisi ve finans piyasaları üzerinde önemli bir etkisi olduğu düşünülmektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, BİST 30 ve BİST 50 endekslerindeki şirketlerin yanı sıra, kurumsal yönetim ilkelerine uyumu değerlendirilen 20 şirketi içerir. Bu endeks, şirketlerin kurumsal yönetim standartlarına uygunluğunu ölçmek için kullanılan bir gösterge olarak kabul edilir. Bu endekslerde yer alan şirketler, Türkiye ekonomisi ve finans piyasalarında önemli bir rol oynamakta ve bu nedenle birçok araştırmacı tarafından ilgi odağı olmaktadır. Bu örneklem, Türkiye'deki finansal ve kurumsal piyasaların performansı ile ilgili araştırmaların yapıldığı bir çerçeve sağlamaktadır. Bu nedenle, bu örneklem seçimi, ilgili konular hakkında daha kapsamlı bir anlayış geliştirmek için önemlidir.

Yönetim endeksinde yer alan şirketler, genellikle büyük ölçekli şirketlerdir ve hisse senetlerinin halka açık kısmı, diğer şirketlere göre daha fazladır. Bu durum, şirket kontrolünün hissedarlar tarafından yöneticilere devredilmesi anlamına gelir ve sermaye yapısı kararları da genellikle üst düzey yöneticilere bırakılır. Bu şekilde, hissedarlar ile yöneticiler arasındaki temsil maliyetleri en aza indirgenmeye çalışılır. Üst düzey yöneticiler,

şirketin sermaye yapısını oluştururken, finansal sıkıntılara ya da iflas maliyetlerine neden olmamak için borçlanma yoluna pek başvurmazlar. Bunun yerine, hissedarlara başarılı olduklarını göstermek için özsermayeyi tercih ederler. Bu şekilde, yöneticiler sermaye yapısı kararlarından daha fazla yararlanabilirler. Sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişki önemli bir veri olarak kabul edilir.

Çalışmanın örneklemini, kurumsal yönetim endeksinde ve BİST 100 endeksinde bulunan toplam 99 firma oluşturmaktadır. Örneklem seçilirken, hem BİST 100 hem de kurumsal yönetim endeksinde bulunan firmalara sadece kurumsal yönetim endeksinde yer verilmiş ayrıca, BİST 100 endeksinde bulunan 3 banka ve 4 GYO, kurumsal yönetim endeksinde bulunan 6 banka ve 4 GYO örneklem dışı bırakılmıştır. Örneklem BİST 100 endeksinde bulunan 60 ve kurumsal yönetim endeksinde bulunan 39 şirketin 2009-2018 yılları arasındaki 10 yıllık verilerini içermektedir.

Araştırmada kullanılan değişkenler; finansal kaldıraç oranı, en büyük ortağın sermaye payı, en büyük ikinci ortağın sermaye payı, en büyük üçüncü ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı ortağın sermaye payı, kurumsal ortağın sermaye payı, aktif kârlılık, şirket büyüklüğü, büyüme oranı ve varlıkların yapısıdır. Araştırmada kullanılan verilerin hepsi Analiz Expert programından elde edilmiştir.

Araştırmada 3 tür veri kullanılmaktadır. Panel veri, yatay kesit veri ve zaman serisi, bu 3 tür veri ekonometrik analizler için kullanılmaktadır (Tatoğlu, 2018). Araştırmada kullanılan BİST Kurumsal Yönetim Endeksi ve BİST 100'de bulunan işletmelerin 2009-2018 yılları arasındaki verileri panel veri olarak adlandırılmaktadır. Çalışmada birden firma olduğundan zaman serisi, birden fazla dönem olduğundan yatay kesit analizi yapmak mümkün değildir. Panel veri analizi çalışma için uygulanacak en verimli analizdir.

Çalışma kapsamında genel olarak:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + u_{1it} \quad (1)$$

panel veri modeli kullanılmaktadır.

Tablo: 1
Kurumsal Yönetim Şirketleri Peseran Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	t-bar	cv10	cv5	cv1	z(t-bar)	p-value	Durağanlık
Finansal Kaldıraç, lags (3)	2,610	-2,050	-2,160	-2,360	21,201	1,000	Durağan
Enbüyük Ortak, lags (3)	2,610	-2,050	-2,160	-2,360	21,201	1,000	Durağan
En Büyük 2 Ortak, lags (3)	2,610	-2,050	-2,160	-2,360	21,201	1,000	Durağan
En Büyük 3 Ortak, lags (3)	2,610	-2,050	-2,160	-2,360	21,201	1,000	Durağan
Halka Açıklık, lags (3)	2,610	-2,050	-2,160	-2,360	21,201	1,000	Durağan
Yabancı Ortak, lags (3)	2,610	-2,050	-2,160	-2,360	21,201	1,000	Durağan
Kurumsal Ortak, lags (3)	2,610	-2,050	-2,160	-2,360	21,201	1,000	Durağan
Aktif Kârlılık, lags (3)	2,610	-2,050	-2,160	-2,360	21,201	1,000	Durağan
Şirket Büyüklüğü, lags (3)	2,610	-2,050	-2,160	-2,360	21,201	1,000	Durağan
Şirket Büyüme Oranı, lags (3)	2,610	-2,050	-2,160	-2,360	21,201	1,000	Durağan
Varlıkların Yapısı, lags (3)	2,610	-2,050	-2,160	-2,360	21,201	1,000	Durağan

Kurumsal yönetim endeksindeki şirketlerin verileri üzerinde yapılan Peseran testi sonuçlarına göre, t-bar istatistiği değerleri bütün güven düzeylerinde verilen kritik değerlerden büyük olduğundan verilerin durağan olduğu ve analize uygun olduğu belirlenmiştir.

Tablo: 2
BİST Şirketleri Peseran Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	t-bar	cv10	cv5	cv1	z(t-bar)	p-value	Durağanlık
Finansal Kaldıraç, lags (3)	2,610	-2,030	-2,130	-2,320	25,865	1,000	Durağan
En Büyük Ortak, lags (3)	2,610	-2,030	-2,130	-2,320	25,865	1,000	Durağan
Ey Büyük 2 Ortak, lags (3)	2,610	-2,030	-2,130	-2,320	25,865	1,000	Durağan
En Büyük 3 Ortak, lags (3)	2,610	-2,030	-2,130	-2,320	25,865	1,000	Durağan
Halka Açıklık, lags (3)	2,610	-2,030	-2,130	-2,320	25,865	1,000	Durağan
Yabancı Ortak, lags (3)	2,610	-2,030	-2,130	-2,320	25,865	1,000	Durağan
Kurumsal Ortak, lags (3)	2,610	-2,030	-2,130	-2,320	25,865	1,000	Durağan
Aktif Kârlılık, lags (3)	2,610	-2,030	-2,130	-2,320	25,865	1,000	Durağan
Şirket Büyüklüğü, lags (3)	2,610	-2,030	-2,130	-2,320	25,865	1,000	Durağan
Şirket Büyüme Oranı, lags (3)	2,610	-2,030	-2,130	-2,320	25,865	1,000	Durağan
Varlıkların Yapısı, lags (3)	2,610	-2,030	-2,130	-2,320	25,865	1,000	Durağan

BİST şirketlerinin değişkenleri de durağan mı diye belirlemek için Peseran Testi kullanılmış ve sonuçlar, kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerdeki gibi güven düzeylerinde t-bar istatistiğinin mutlak değerinin daha büyük olduğunu göstermiştir. Bu nedenle, BİST şirketlerinin verilerinin analize uygun ve durağan olduğu belirlenmiştir.

Tablo: 3
Kurumsal Yönetim Şirketleri Panel Veri Analizi Sonucu

Finansal Kaldıraç Oranı	Coef	Robust Std. Error	z	p>z
En Büyük Ortağın Sermaye Payı	-0,2984934	0,0965345	-3,09	0,002
En Büyük 2. Ortağın Sermaye Payı	0,45922245	0,1798495	2,55	0,011
En Büyük 3. Ortağın Sermaye Payı	0,2386709	0,1046107	2,28	0,023
Halka Açıklık Oranı	-0,1584551	0,101354	-1,56	0,118
Yabancı Ortağın Sermaye Payı	0,1099463	0,1292111	0,85	0,395
Kurumsal Ortağın Sermaye Yapı	0,2382874	0,1376171	1,73	0,083
Aktif Kârlılık	-0,0013634	0,002677	-0,63	0,529
Şirket Büyüklüğü	0,024051	0,0135719	1,84	0,066
Şirket Büyüme Oranı	0,207812	0,0035052	5,99	0,000
Varlıkların Yapısı	0,0153702	0,0741001	0,21	0,836
CONS	0,1385552	0,0649004	2,13	0,033

Finansal Kaldıraç Oranı = 0.138552 - 0.2984934 En Büyük Ortak Sermaye Payı + 0.4592245 En Büyük 2. Ortak + 0.2386709 En Büyük 3. Ortak + 0.0209812 Şirket Büyüme Oranı

Modelin denklemi yukarıda gösterildiği gibidir. 1 birim en büyük ortağın sermaye payındaki artışı Finansal Kaldıraç Oranını %29 azaltmakta, 1 birim en büyük ikinci ortağın sermaye payındaki artışı Finansal Kaldıraç Oranını %45 artırmakta, 1 birim en büyük üçüncü ortağın sermaye payındaki artışı Finansal Kaldıraç Oranını %23 artırıyor ve 1 birim şirket büyüme oranındaki artışı Finansal Kaldıraç Oranını %2 artırmaktadır.

Tablo: 4
BİST 100 Şirketleri Panel Veri Analizi Sonuçları

Finansal Kaldıraç Oranı	Coef	Robust Std. Error	z	p>z
En Büyük Ortağın Sermaye Payı	-0,0442	0,0947	-0,47	0,643
En Büyük 2. Ortağın Sermaye Payı	0,4143	0,1665	2,49	0,015
En Büyük 3. Ortağın Sermaye Payı	-0,5151	0,2937	1,75	0,084
Halka Açıklık Oranı	0,0162	0,0569	0,28	0,777
Yabancı Ortağın Sermaye Payı	0,3237	0,1906	1,70	0,094
Kurumsal Ortağın Sermaye Yapı	-0,0965	0,1606	-0,60	0,550
Aktif Kârlılık	-0,0031	0,0013	-2,29	0,026
Şirket Büyüklüğü	0,0709	0,0150	4,70	0,000
Şirket Büyüme Oranı	-0,0065	0,0028	-2,30	0,025
Varlıkların Yapısı	0,9542	0,3826	2,49	0,015
CONS	-0,1234	0,0879	-1,40	0,165

Finansal Kaldıraç Oranı = 0.1234 + 0.4143 En Büyük 2. Ortak - 0.0031 Aktif Kârlılık + 0.0709 Şirket Büyüklüğü - 0.065 Şirket Büyüme Oranı + 0.9542 Varlıkların Yapısı

Modelin denklemini yukarıda gösterildiği gibidir. 1 birim en büyük ikinci ortağın sermaye payındaki artışı finansal kaldıraç oranını %41 artırmakta, 1 birim aktif kârlılık artışı finansal kaldıraç oranını %0,3 azaltmakta ve 1 birim şirket büyüklüğü artışı finansal kaldıraç oranını %7 artırmakta, 1 birim şirket büyüme oranı artışı finansal kaldıraç oranını %6 azaltmakta ve 1 birim varlıkların yapısındaki artış finansal kaldıraç oranını %95 artırmaktadır.

4. Sonuç

Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan işletmelerin finansal kaldıraç oranı ile çalışmada kullandığımız değişkenler arasındaki ilişki incelendiğinde, finansal kaldıraç oranı ile bağımsız değişkenler olan en büyük, en büyük ikinci ortak, en büyük üçüncü ortak ve kurumsal ortağın sermaye payı arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Ancak en büyük ortağın sermaye payı ile arasındaki ilişki negatif iken, en büyük ikinci ortak ve en büyük üçüncü ortak ve kurumsal ortağın sermaye payı arasındaki ilişki pozitifdir. Bunun yanı sıra diğer bağımsız değişkenler ile arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamaktadır. Kontrol değişkenleri incelendiğinde ise şirket büyüklüğü ve şirketin büyüme oranı ile finansal kaldıraç arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki var, diğer kontrol değişkenlerinin ise finansal kaldıraç oranı ile anlamlı bir ilişkisi yoktur. Çalışmada elde edilen bulgular Driffield vd. (2006: 2), King ve Santor (2007: 3), Büyükmert (2015: 140), Ceylan (2018: 194) ile Temiz ve Dalkılıç (2018: 172)'ın çalışmaları ile paralellik göstermektedir.

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi panel veri analizi sonuçlarına göre, finansal kaldıraç oranı sadece en büyük üçüncü ortağın ve kurumsal ortağın sermaye payı ile anlamlı bir ilişki içerisindedir. Ayrıca, finansal kaldıraç oranı yabancı ortağın sermaye payı ile pozitif, en büyük üçüncü ortağın sermaye payı ile negatif bir ilişki içerisindedir. Aktif kârlılık, şirket büyüklüğü, şirketin büyüme oranı ve varlıkların yapısı gibi kontrol değişkenleri incelendiğinde ise herhangi anlamlı bir ilişki gözlemlenmemektedir. Çalışmadaki bulgular Demsetz ve Villaolanga (2001: 209), Ege ve Topaloğlu (2017: 100) tarafından yapılan çalışmalar ile benzer sonuçlar içermektedir.

Sonuç olarak, çalışmada incelenen BİST 100 Endeksi'nde yer alan şirketlerin sermaye yapıları ile en büyük ortaklarının varlığı arasında bir ilişki tespit edilemezken, negatif bir ilişki saptanmıştır. Bu sonucu farklı sebepleri olabileceği düşünülmekte olup, kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin büyük ölçekli olması, sermayenin tabana yayılması ve hisse senetlerinin halka açık kısmının diğer şirketlere göre daha fazla olması nedeniyle şirket kontrolünün hissedarlarca yöneticilere devredilmesi bu durumu açıklayabilir. Ayrıca, 2008 küresel mali krizi ve 2015 Türkiye-Rusya uçak krizi gibi olayların da şirketlerin sermaye yapılarına etkileri olabileceği düşünülmektedir. Kriz sonrasında şirketlerin daha ihtiyatlı davranarak daha az borçlanma yoluna gitmeleri de bu durumu etkileyen bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, çalışmanın analiz döneminin 2009-2018 yıllarını kapsaması ve sermaye yapıları ile sahiplik yapıları arasındaki ilişkinin BİST 100 Endeksi için tespit edilememesi, daha fazla çalışmaların yapılması gerektiğini göstermektedir.

Bu çalışmada sadece BİST 100'deki firmalar ile BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketler incelenmiş olup, gelecekte yapılacak çalışmalarda farklı endekslerde yer alan şirketler de dahil edilebilir. Ayrıca, sadece panel veri analizi kullanılmıştır. Gelecekte yapılacak çalışmalarda farklı analiz yöntemleri kullanılabilir veya farklı kontrol değişkenleri incelenebilir. Örneğin, işletmenin faaliyet gösterdiği sektör, piyasa değeri, likidite oranları gibi faktörler de sermaye yapısı ile ilgili farklı açıklamalar sunabilir. Bunun yanı sıra, farklı dönemlerde yapılan çalışmaların sonuçları karşılaştırılarak sermaye yapısı ve sahiplik yapıları arasındaki ilişki konusunda daha kapsamlı bir perspektif elde edilebilir.

Kaynaklar

- Akkaya, G.C. (2008), "Sermaye yapısı varlık verimliliği ve kârlılık imkb'de faaliyet gösteren deri-tekstil sektörü işletmeleri üzerine bir uygulama", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 30, 1-13.
- Allen, F. & D.M. Gale (1992), "Stock-price manipulation", *The Review of Financial Studies*, 5(3), 503-529.
- Başaran, Ü. (2008), "İMKB'de işlem gören otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin analizi", *Yüksek Lisans Tezi*, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Karaelmas Üniversitesi, Zonguldak.
- Bayraktaroğlu, A. (2010), "Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 10-21.
- Beuselinck, C. et al. (2013), "The role of foreign shareholders in disciplining financial reporting", *IESEG Working Paper Series*.
- Blondel, C. et al. (2002), "Prevalence of patrimonial firms on Paris Stock Exchange: Analysis of the top 250 companies in 1993 and 1998", *INSEAD Working Paper*.
- Büyükmert, N. (2015), "İşletmelerde sahiplik yapısının kârlılık ve sermaye yapısı üzerine etkileri: Borsa İstanbul'da ampirik bir uygulama", *Yüksek Lisans Tezi*, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir Üniversitesi, Balıkesir.

- Büyüktortop, M. (2007), "Çokuluslu işletmelerde sermaye yapısı ve İMKB'de bir uygulama", *Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gazi Üniversitesi, Ankara*.
- Cespedes, J. et al. (2010), "Ownership and capital structure in Latin America", *Journal of Business Research*, 63, 248-254.
- Ceylan, I.E. (2018), "Impact of ownership concentration on capital structures: A case of Turkish banking sector", *Optimum Journal of Economics and Management Sciences*, 5(2), 193-204.
- Chadha, S. & A.K. Sharma (2015), "Capital structure and firm performance: Empirical evidence from India", *The Journal of Business Perspective*, 19(4), 295-302.
- Çinko, M. & O.T. Kasaboğlu (2017), "Kurumsal sahiplik ile sermaye yapısı arasındaki ilişki üzerine bir çalışma: Türkiye örneği", *Marmara İktisat Dergisi*, 1(2), 155-70.
- De Jong, A.D. et al. (2008), "Capital structure around the world: The roles of firm and country-specific determinants", *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1954-1969.
- Deesomsak, R. et al. (2004), "The determinations of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region", *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), 387-405.
- Demsetz, H. & K. Lehn (1985), "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *The Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Djebali, R. & A. Belanès (2015), "On the impact of family versus Institutional blockholders on dividend policy", *The Journal of Applied Business Research*, 31(4), 1329-1341.
- Doğan, M. (2016), "Mülkiyet yapısının finansman kararları üzerindeki etkisi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 70, 157-170.
- Driffield, N. et al. (2006), "How does ownership structure affect capital structure and firm performance? Recent Evidence From East Asia", *CEDI Discussion Paper Series, Working Paper No. 07-04*.
- Ege, İ. & T. Nur-Topaloğlu (2017), "Sahiplik yapısının sermaye yapısı kararlarına etkisi: Borsa İstanbul'da bir uygulama", *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2), 471-492.
- Erdoğan, E.O. (2016), "Temsil teorisi çerçevesinde sahiplik yapısının işletmelerin sermaye yapısı kararları üzerine etkisi: BİST Uygulaması", *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(24), 160-181.
- Gupta, A. (2019), "Capital structure, ownership structure and R&D investments: Evidence from Indian firms", *The IUP Journal of Applied Finance*, 25(1), 36-59.
- Hiraki, T. et al. (2003), "Corporate governance and firm value in Japan: Evidence from 1985 to 1998", *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(3), 238-264.
- King, M.R. & E. Santor (2008), "Family values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms", *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423-2432.
- Lehman, E. & J. Weigan (2000), "Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany", *European Finance Review*, 4(2), 155-194.
- Li, K. et al. (2009), "Ownership, institutions and capital structure: Evidence from China", *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 471-490.
- Margaritis, D. & M. Psillaki (2010), "Capital structure, equity ownership and firm performance", *Journal of Banking & Finance*, 34, 621-632.

- Markopoulou, M.K. & D.L. Papadopoulos (2008), "The capital structure of companies listed in the Greek Stock Exchange", *Euro Economica*, 21(2), 73-89.
- Mehran, H. et al. (1999), "Ceo ownership, leasing and debt financing", *Financial Management*, 28(2), 5-14.
- Mirzaei, A. et al. (2012), "Market structure and bank profitability: Emerging versus advanced economies", *Economics Bulletin*, 32(4), 3166-3173.
- Mitton, T. (2002), "A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis", *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215-241.
- Morck, R. et al. (1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 292-314.
- Nasr, B.H. et al. (2009), "Ownership structure and earnings quality: Evidence from newly privatized firms",
<https://www.researchgate.net/publication/228431077_Ownership_Structure_and_Earnings_Quality_Evidence_from_Newly_Privatized_Firms>, 02.03.2022.
- Oruç, E. (2012), "Temsil teorisi çerçevesinde sahiplik yapısının işletmelerin finansal kararları üzerine etkisi: İMKB Uygulaması", *Doktora Tezi*, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Akdeniz Üniversitesi, Antalya.
- Ozili, P.K. & O. Uadiale (2017), "Ownership concentration and bank profitability", *Future Business Journal*, 3, 159-171.
- Pushner, G.M. (1995), "Equity ownership structure, leverage and productivity: empirical evidence from Japan", *Pacific-Basin Finance Journal*, 3, 241-255.
- Santos, S.M. et al. (2014), "Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure", *Journal of Management & Governance*, 18, 1063-1107.
- Sayman, Y. (2012), "Sahiplik yapısının firma performansı ve sermaye yapısı üzerine etkileri: İMKB'de işlem gören üretim firmalarında bir uygulama", *Doktora Tezi*, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Tanrıöven, C. & E.E. Aksoy (2010), "İMKB'de işlem gören şirketlerde ortaklık yoğunlaşmasının firma performansı üzerine etkileri", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46, 215-233.
- Temiz, H. & E. Dalkılıç (2018), "Sahiplik yapısı ve sermaye kararları arasındaki ilişkinin incelenmesi: BİST imalat sektörü örneği", *İBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 18(4), 171-188.
- Toraman, C. & H.A. Okuyan (2009), "İşletmelerde ortaklık yapısında yoğunlaşmanın kaynak yapısı üzerindeki etkisi: İMKB şirketleri üzerine bir uygulama", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 41, 72-81.
- Ülgen, G. (2005), "500 Büyük firma içinde yabancı sermaye kaynaklı firmaların 2003 performansı", *Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 47, 45-55.
- Zheka, V. (2005), "Corporate governance, ownership structure and corporate efficiency: The case of Ukraine", *Managerial and Decision Economics*, 26(7), 451-460.

EK-A Hesaplama Kullanılan Firma Listesi

Kurumsal Yönetim Endeksinde Hesaplamaya Alınan Şirketler

Sıra No	Şirket Kodu	Şirket Adı
1	AGHOL AG	ANADOLU GRUBU HOLDİNG A.Ş.
2	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
3	ANSGR	ANADOLU ANONİM TÜRK SİGORTA ŞİRKETİ
4	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
5	ARCLK	ARCELİK A.Ş.
6	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
7	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.
8	BTCIM	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
9	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
10	CRDFA	CREDITWEST FAKTORİNG A.Ş.
11	DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.
12	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.
13	ENJSA	ENERJİSA ENERJİ A.Ş.
14	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
15	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
16	GARFA	GARANTİ FAKTORİNG A.Ş.
17	GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
18	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.
19	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET
20	IHLAS	İHLAS HOLDİNG A.Ş.
21	LIDFA	LİDER FAKTORİNG A.Ş.
22	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
23	MGROS	MİGROS TİCARET A.Ş.
24	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
25	PRKME	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE
26	PGSUS	PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.
27	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
28	PINSU	PINAR SU VE İÇECEK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
29	PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
30	TATGD	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.
31	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
32	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
33	TRCAS	TURÇAS PETROL A.Ş.
34	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
35	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
36	TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
37	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
38	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
39	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

BİST 100 Endeksinde Hesaplamaya Alınan Şirketler

Sıra No	Şirket Kodu	Şirket Adı
1	ADANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİ TÜRK A.Ş.
2	AKSEN	AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.
3	AKGRT	AKSİGORTA A.Ş.
4	ALARK	ALARKO HOLDİNG A.Ş.
5	ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
6	ANACM	ANADOLU CAM SANAYİ A.Ş.
7	ANHYT	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.
8	BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.
9	BIZİM	BİZİM TOPTAN SATIŞ MAĞAZALARI A.Ş.
10	BRNSAN	BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
11	BRISA	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
12	BUCİM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
13	CLEBİ	CELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.
14	CEMTS	CEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
15	CİMSA	CİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
16	DEVA	DEVA HOLDİNG A.Ş.
17	ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.
18	EĞEEN	EĞE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
19	ECILC	EİS ECZACIBAŞI İLAC, SİNAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
20	ERBOS	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
21	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
22	GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.
23	GOZDE	GÖZDE GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
24	GSDHO	GSD HOLDİNG A.Ş.
25	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
26	GÜSGR	GÜNEŞ SİGORTA A.Ş.
27	SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
28	HEKTS	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.
29	İNDES	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜHENDİSLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
30	İPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ KAYNAKLARI ARAŞTIRMA VE ÜRETİM A.Ş.
31	İSDMR	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK A.Ş.
32	İSPİN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
33	İSMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
34	KRDMD	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
35	KAREL	KAREL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
36	KARSN	KARŞAN OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
37	KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
38	KERVİT	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
39	KLMSN	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
40	KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.
41	KORDS	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.
42	KOZAL	KOZA ALTIN İŞLETMELERİ A.Ş.
43	KOZAA	KOZA ANADOLU METAL MADENCİLİK İŞLETMELERİ A.Ş.
44	MAVİ	MAVİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
45	MPARK	MLP SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.
46	NTHOL	NET HOLDİNG A.Ş.
47	NETAS	NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
48	ODAS	ODAŞ ELEKTRİK ÜRETİM SANAYİ TİCARET A.Ş.
49	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
50	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
51	SODA	SODA SANAYİ A.Ş.
52	SOKM	ŞOK MARKETLER TİCARET A.Ş.
53	TKFEN	TEKFEN HOLDİNG A.Ş.
54	TRKCM	TRAKYA CAM SANAYİ A.Ş.
55	TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.
56	TMSN	TÜMOSAN MOTOR VE TRAKTÖR SANAYİ A.Ş.
57	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.
58	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
59	YATAS	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
60	ZOREN	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.