

**YABANCI PAY SAHİPLİĞİ ORANI VE KÂRLILIK ORANI İLİŞKİSİ: BORSA
İSTANBUL ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

Ahmet YUMUK

Eskişehir 2024

**YABANCI PAY SAHİPLİĞİ ORANI VE KÂRLILIK ORANI İLİŞKİSİ: BORSA
İSTANBUL ÖRNEĞİ**

Ahmet YUMUK

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Finansman Bilim Dalı
Danışman: Prof. Dr. Aslı AFŞAR**

**Eskişehir
Anadolu Üniversitesi
Lisansüstü Eğitim Enstitüsü
Ocak 2024**

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Ahmet YUMUK'un "Yabancı Pay Sahipliği Oranı ve Kârlılık Oranı İlişkisi: Borsa İstanbul Örneği" başlıklı tezi .../.../20...tarihinde aşağıdaki jüri tarafından değerlendirilerek "Anadolu Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği"nin ilgili maddeleri uyarınca, Finansman Bilim dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

<u>Unvanı Adı Soyadı</u>	<u>İmza</u>
Üye (Tez Danışmanı) :.....
Üye :
Üye :
Üye :
Üye :

.....
Enstitü Müdürü

ÖZET

YABANCI PAY SAHİPLİĞİ ORANI VE KÂRLILIK ORANI İLİŞKİSİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

Ahmet YUMUK

İşletme Anabilim Dalı
Finansman Bilim Dalı

Anadolu Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Ocak 2024

Danışman: Prof. Dr. Aslı AFŞAR

Yabancı mülkiyet kavramı, yabancı bir ülkede, bir kaynak üzerinde kontrol ve mülkiyet sağlayan her türlü yabancı özel yatırımı kapsamaktadır. Buradaki mülkiyet teknoloji, sermaye, yönetim ve finansal uzmanlığı vb. içermektedir. Genel olarak yabancı mülkiyetin, özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde firmanın performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu düşünülmektedir. Yabancı pay sahipliği ise, firma ortaklık yapısındaki yabancı yatırımcı oranını ifade etmektedir. Yabancı pay sahipliği ile firma finansal performansı arasındaki ilişkinin pozitif yönde olduğu dile getirilmektedir. Bu durumun BİST firmaları içerisinde incelenmesi ise bu çalışmanın konusunu oluşturmaktadır. Çalışma, BİST alt sektörlerde faaliyette bulunana 15 firmanın yabancı pay sahipliği ile aktif karlılık (ROA), özsermaye karlılığı (ROE) ve operasyonel karlılığı (FAVOK) arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla, 2016-2022 dönemine ait veriler, panel veri analiz teknikleri kullanılarak incelenmiştir. Çalışmada yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testleri yapılmıştır. Bunun sonucuna göre Levin, Lin ve Chu, Im, Pesaran ve Shin, ADF-Fisher ve PP-Fisher birim kök testleri ile serilerin durağanlıkları incelenmiştir. Ardından değişkenler arasındaki ilişki panel ARDL tekniği ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, yabancı pay sahipliği ile aktif karlılık (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bununla birlikte yabancı pay sahipliği ile operasyonel karlılık (FAVOK) arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanılmamıştır.

Anahtar Sözcükler: Yabancı Pay Sahipliği, ROA, ROE, FAVÖK, Panel ARDL

ABSTRACT

RELATIONSHIP BETWEEN FOREIGN SHAREOWNERSHIP RATIO AND PROFITABILITY RATIO: BORSA ISTANBUL EXAMPLE

Ahmet YUMUK

Department of Management
Programme in Finance

Anadolu University, Graduate Education Institute, January 2024

Supervisor: Professor Doctor Aslı AFŞAR

The concept of foreign ownership covers any foreign private investment in a foreign country that gives control and ownership over a resource. Ownership here includes technology, capital, management and financial expertise, etc. In general, foreign ownership is considered to have a positive impact on firm performance, especially in underdeveloped and developing economies. Foreign ownership refers to the proportion of foreign investors in the ownership structure of the firm. It is stated that the relationship between foreign ownership and firm financial performance is positive. The examination of this situation within BIST firms constitutes the subject of this study. The study aims to examine the relationship between foreign ownership and return on assets (ROA), return on equity (ROE) and return on operations (FAVOK) of 15 firms operating in BIST sub-sectors. For this purpose, data for the period 2016-2022 are analyzed using panel data analysis techniques. In the study, horizontal cross-section dependence and homogeneity tests were conducted. Accordingly, the stationarity of the series is analyzed with Levin, Lin and Chu, Im, Pesaran and Shin, ADF-Fisher and PP-Fisher unit root tests. Then, the relationship between the variables is analyzed with the panel ARDL technique. According to the findings, there is a positive and significant relationship between foreign ownership and return on assets (ROA) and return on equity (ROE). However, there is no significant relationship between foreign ownership and operational profitability (FAVOK).

Keywords: Foreign Ownership, ROA, ROE, FAVOK, Panel ARDL

.../.../2024

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmanın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan ‘bilimsel intihal tespit programı’yla tarandığını ve hiçbir şekilde ‘intihal içermediğini’ beyan ederim. Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçları kabul ettiğimi bildiririm.

.....
İmza
.....

Ahmet YUMUK

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
BAŞLIK SAYFASI.....	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI	iii
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
İÇİNDEKİLER	vi
TABLOLAR DİZİNİ.....	viii
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	ix
1. GİRİŞ.....	1
1.1. Problem Durumu	1
1.2. Araştırmanın Amacı	2
1.3. Araştırmanın Sınırlılıkları.....	2
2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE	3
2.1. Pay Sahipliği Kavramı	3
2.2. Pay Sahipliğinin Kazanılması	4
2.2.1. Payın aslen kazanımı	5
2.2.2. Payın devren kazanımı	6
2.2.3. Halka açık şirketlerde payın kazanılması.....	7
2.3. Payın Türleri	7
2.4. Yabancı Sermaye Kavramı.....	8
2.5. Yabancı Portföy Yatırımlarının Ülkeye Geliş Nedenleri.....	11
2.6. Pay Sahipliğine Yönelik Teoriler	13
2.6.1. Hissedar teorisi	14
2.6.2. Paydaş teorisi	15
2.6.3. Kurumsal teori.....	17
2.7. Yabancı Pay Sahipliği ve Kurumsal Performans Arasındaki İlişki	19
2.7.1. Verimlilik ve üretim ile ilgili çalışmalar	19
2.7.2. Finansal performans ile ilgili araştırmalar	22
2.8. BİST İşlem Gören Seçili Sektörlerin Yabancı Pay Sahipliği İlişkisi	25
2.8.1. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları	25
2.8.2. Holdingler ve yatırım şirketleri.....	27
2.8.3. Teknoloji	29

2.8.4. Elektrik, gaz ve buhar	32
2.8.5. Gıda, içecek ve tütün	33
3. YÖNTEM VE BULGULAR	36
3.1. Araştırmanın Yöntemi	36
3.2. Araştırmanın Hipotezleri	37
3.3. Araştırmanın Veri Seti	37
3.4. Bulgular	37
3.4.1. Panel veri analizi	38
3.4.2. Yatay kesit bağımlılığı	39
3.4.3. Homojenlik testi	40
3.4.4. Birim kök testleri	40
3.4.4.1. <i>Levin, Lin & Chu (LLC) panel birim kök testi</i>	41
3.4.4.2. <i>Im, Pesaran ve Shin (IPS) panel birim kök testi</i>	43
3.4.4.3. <i>ADF-Fisher panel birim kök testi</i>	45
3.4.4.4. <i>PP-Fisher panel birim kök testi</i>	47
3.4.5. Panel ARDL modeli	49
3.4.6. Elde edilen bulgulara yönelik yorumlar	52
SONUÇ	55
KAYNAKÇA	57
ÖZGEÇMİŞ	70

TABLULAR DİZİNİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 2.1. Girişim sermayesi yatırım ortaklığı sektörü yabancı pay sahipliği	26
Tablo 2.2. Holdingler ve yatırım şirketleri sektörü yabancı pay sahipliği	28
Tablo 2.3. Teknoloji sektörü yabancı pay sahipliği.....	31
Tablo 2.4. Elektrik, gaz, buhar sektörü yabancı pay sahipliği	32
Tablo 2.5. Gıda, içecek, tütün sektörü yabancı pay sahipliği	34
Tablo 3.1. Yatay kesit bağımlılığı bulguları	39
Tablo 3.2. Hsiao homojenlik testi bulguları.....	40
Tablo 3.3. Levin, Lin & Chu panel birim kök testi bulguları	42
Tablo 3.4. Im, Pesaran ve Shin panel birim kök testi bulguları	44
Tablo 3.5. ADF-Fisher panel birim kök testi bulguları	46
Tablo 3.6. PP-Fisher panel birim kök testi bulguları.....	48
Tablo 3.7. ARDL (2,3) testi bulguları-1	50
Tablo 3.8. ARDL (1,2) testi bulguları-2	51
Tablo 3.9. ARDL (1,3) testi bulguları-3	51

SİMGELER VE KISALTMALAR

%	: Yüzde
A.Ş.	: Anonim Şirketi
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
Ar-Ge	: Araştırma – Geliştirme
ARDL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otopregresif Sınır Testi
BİST	: Borsa İstanbul
DFE	: Dinamik Sabit Etki
FAVÖK	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Karlılık
FEM	: Sabit Etkiler Modeli
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
GSYO	: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
IEA	: Uluslararası Enerji Ajansı
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IPS	: Im, Pesaran ve Shin
ISIC	: Uluslararası Gıda Standart Sanayi Sınıflandırması
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
LLC	: Levin-Lin ve Chu
m.	: Madde
NACE	: Ekonomik Faaliyetlerin İstatistikî Sınıflaması
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
PM	: Havuzlanmış Regresyon Modeli
PMG	: Havuzlanmış Ortalama Grup
REM	: Rastgele Etkiler Modeli
ROA	: Aktif Karlılık
ROE	: Özsermaye Karlılığı
STK	: Sivil Toplum Kuruluşları
TL	: Türk Lirası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu

TÜBİSAD : Bilişim Sanayicileri Derneği
YPS : Yabancı Pay Sahipliği
vd. : Ve Diğerleri

1. GİRİŞ

1.1. Problem Durumu

Günümüz dünyasında, dünyanın dört bir yanında her şirket ayakta kalmanın yolunu aramakta küreselleşmenin de etkisiyle büyüebilmek ya da sürdürülebilirliğini sağlayabilmek için birtakım girişimlerde bulunmaktadır. Bazı şirketler bu durum karşısında hayatlarını sürdürürken, bazı şirketler ise iflas edip kapanmaktadır. Bu durum karşısında şirketlerin karlılıkları önem arz etmektedir. Karlılıklarının ortaya koyulabilmesi adına küresel piyasa içerisinde rekabet edilebilirliklerinin artması gerekmektedir. Bununla birlikte ise, yatırımcı çekmeye başlayan şirket karlılığını da artırmaktadır.

Dünya ekonomik sistemi, doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve krediler şeklinde gerçekleşen uluslararası sermaye akışındaki artışla yeniden yapılandırılmıştır. Doğrudan ihracatın yerini yavaş yavaş ev sahibi ülkelerdeki yabancı iştiraklerin satışlarının aldığı gözlemlenmiştir. Bu olgu, uluslararası ticaretin yerini yabancı pay sahipliğinin almasına yol açmaktadır. Literatürde her biri konunun farklı bir yönünü araştıran birçok çalışma yapılmıştır.

Son zamanlarda dünya ekonomisinde yurt dışı yatırım miktarının artması nedeniyle pek çok bilim insanı çokulusluluk ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır. Globerman, Ries ve Vertinsky (1994), Kanada'daki yerli ve yabancı sermayeli kuruluşların performansını değerlendirmektedir. Ampirik çalışmalarının sonucunda, büyüklük ve sermaye yoğunluğu gibi faktörler kontrol altına alındığında, bu iki tür kuruluşun verimliliği arasında önemli bir fark olmadığı sonucuna varmışlardır. Kim ve Lyn (1990), yabancı ve yerli şirketlerin performansları arasında herhangi bir farklılık olup olmadığını ölçmek için ABD'de faaliyet gösteren firmaları incelemişlerdir. Yerli firmaların vergi sonrası özsermaye getirisi açısından daha karlı olduğuna dair ampirik kanıtlar sağlamaktadır. Barbosa ve Louri (2005), firma ve sektöre özgü özellikleri kontrol ettikten sonra Portekiz'deki firmaların performansının yabancı mülkiyetten etkilenmediği sonucuna varmıştır. Bununla birlikte, yabancı yatırımcıların mülkiyetinin, karlılık ölçüsünün üst dilimlerinde yer alan varlıkların brüt getirisi ile ölçülen, Yunanistan'daki firmaların karlılığı üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu bulmuşlardır. Douma, Dekker ve Koot (2006), yerli kurumsal hissedarlar ve yabancı kurumsal hissedarlar ayrımı yaparak yabancı mülkiyetin Hint şirketlerinin

finansal performansı üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Yabancı hissedarlı firmaların aktif karlılık (ROA) açısından yerli firmalardan daha iyi performans gösterdiğini bulmuşlardır. Literatürdeki bu çalışmalar incelendiğinde, yabancı pay sahipliği ile şirket karlılığı arasındaki ilişkinin Türkiye özelinde BİST’te faaliyet gösteren firmalar açısından ne düzeyde olacağı, çalışmanın motivasyonunu oluşturmaktadır.

1.2. Araştırmanın Amacı

Küreselleşme, Türk şirketlerinin yabancı yatırımcılarla birlikte hareket etmesini kaçınılmaz hale getirmiş; böylece yabancı sermaye almak, özellikle son dönemde verimliliği artırma ve sürdürülebilirlik hedefi doğrultusunda oldukça tercih edilen bir yol haline gelmiştir. Bu yönüyle bu çalışma, yabancı pay sahipliğinin bir firmanın sermaye yapısı üzerindeki etkilerini araştırmaktadır. Firmalar ortaklık yapılarında yaptıkları değişikliklerle karlılıklarını artırmayı ve buldukları pazarda sürdürülebilirliklerini geliştirmeyi hedeflemektedirler. Bu çalışmanın amacı, BİST’te faaliyette bulunan firmalar arasında yabancı pay sahipliği ile karlılıkları arasındaki ilişkinin incelenmesi ve bu ilişkinin varlığının sınanması ile düzeyinin belirlenmesidir.

1.3. Araştırmanın Sınırlılıkları

Türkiye’de faaliyette bulunan ve BİST alt sektörlerde (girişim sermayesi ve yatırım ortaklıkları, holdingler ve yatırım şirketleri, teknoloji, elektrik, gaz, buhar ve gıda, içecek, tütün alt sektörleri) yer alan, yabancı pay sahipliği oranı %5’in üzerinde bulunan 160 şirket arasından tesadüfi seçim yoluyla belirlenen 15 şirket üzerinde gerçekleştirilmesi, çalışmanın kapsam bakımından sınırlandırılması olarak dile getirilebilir. Ayrıca verilerin zaman açısından 2016-2022 dönemini kapsamaması da çalışmanın diğer bir sınırlılığıdır.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.1. Pay Sahipliği Kavramı

Esas sermaye sistemini benimsemiş anonim şirketlerde ve limited şirketlerde payın birden fazla anlamı bulunmaktadır. Temel olarak şirketlerin sermayesinin bölündüğü birim değerini ve pay sahibinin sahipliğini belirtmek için pay kavramı kullanılmaktadır (Yavuz, 2021).

Klasik ekonomik anlayışa göre, işletmeler üretim faktörlerini bir araya getirerek ekonomik bir değeri olan (bir piyasada alınıp satılan) mal ve hizmet üretmek için faaliyette bulunan ve mal sahiplerinin refahını en üst düzeye çıkaracak bir üretim planını uygulayan ekonomik birimler olarak görülmektedir. Bu anlayışa göre, şirketler, bu faaliyetlerin sonucu elde edilen refahı, genellikle kârla veya gelecekteki kârın beklenen net bugünkü değeri veya piyasa değeri ile ölçebilirler. Bu görüş, şirketin temel unsurlarını yalnız bir şekilde betimleyen klasik bir ekonomik anlayışı temsil etmektedir. Öte yandan, bir şirketi meydana getiren bileşenlerden pay sahipleri, yöneticiler, çalışanlar, müşteriler vb. gruplar arasında çıkar çatışmalarının nasıl ele alınacağını sadece ekonomik temelli bir yaklaşımla açıklamak mümkün değildir (Saldıroğlu, 2022).

Şirketlerde paya birden fazla anlam yüklenmiştir. Pay esas sermayenin bir parçasını ifade etmekle birlikte şirket ortağının pay sahipliğini de ifade etmektedir. Pay, anonim şirketlerde esas sermayenin belirli sayıda birim değere bölünmüş olan bir parçasını ifade etmektedir. Örnek olarak 500 bin TL esas sermayesi olan bir anonim şirkete esas sermaye 500 bin adet 1 TL'lik birim değere bölünmüş ise her 1 TL'lik birim değer bir pay olarak dile getirilmektedir (Yavuz, 2021).

Tek kişi bir paydan fazlasına sahip olabileceği gibi bir paya birden fazla kişi de birlikte sahip olabilmektedir. Pay, kuruluş esasında veya sermaye artırımında tescil ile oluşmaktadır. Bu payları edinen kişiler de pay sahibi sıfatını kazanmaktadır (Bakır, 2022).

Bununla birlikte pay sahibinin şirket hissesine sahip olduğunu belirtmek için de pay kavramı kullanılmaktadır. Bu anlamda pay, şirket ile şirket ortağı arasındaki hukuki bağı temsil etmektedir. Burada bahsedilen pay itibari değer yani bir birimlik pay değil, pay sahibinin şirketteki katılımını tanımlamaktadır. Şirketlerde haklar ve borçlar asıl olarak kendi tüzel kişiliği olan şirkete ait olduğundan, hak ve borçların kaynağı ortaklar değil,

şirketin hisselerini ve ortakların hak sahipliğinin temelini oluşturan paylardır (İçöz-Demirel ve Büberci-Çifçi, 2022).

Payın kazanılması ile pay sahibi paydan doğan hak ve borçlara sahip olmaktadır. Pay sahibinin sahip olduğu hakları kullanabilmesi adına pay sahipliğinin ispatı gerekmektedir. Pay sahipliği sıfatının ispatına yönelik uyuşmazlıklarında, pay sahipliğinin kazanıldığı ve hâlihazırda bu sıfatın kaybedilmediği ispat edilmelidir (Derekaya, 2022).

2.2. Pay Sahipliğinin Kazanılması

Sermaye şirketlerinde payın kazanılması iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunlar, aslen kazanma ve devren kazanmadır. Aslen kazanma şirket kuruluşunda kurucu pay sahipleri tarafından kuruluşta, şirketin sermaye artırımı kararı alınmasıyla birlikte sermaye aslen kazanılması ve birleşme, bölünme ve tür değiştirme gibi şirkette yapısal değişiklik meydana gelmesi ile pay sahipliğinin aslen kazanılmasıdır. Aslen kazanma, başkasına ait bir hakkın veya malın kazanılması değil, payın doğrudan doğruya ilk hak sahibi olarak kazanılmasıdır (Kayıhan, 2019).

Devren kazanma ise daha önce başka bir kişiye ait olan hakkın devir ile kazanılmasıdır. Devren kazanma, devreden iradesinin olup olmamasına göre ikiye ayrılmaktadır. Devreden rızası ile pay devrediliyorsa devreden iradesi ile payın devren kazanılması gündeme gelmektedir. Devreden iradesi ile devren kazanma çıplak pay ve senede bağlanmış payın kazanılmasıdır. Devreden iradesi olmaksızın kazanma ise negatif bir anlamda olmayıp devreden iradesine gerek duyulmaması durumunu açıklamaktadır. Bu kazanma şekli de miras yoluyla, cebri icra yoluyla, mahkeme kararıyla ve eşler arasındaki mal rejiminden dolayı kazanmadır (Arslan, 2021).

Literatürde pay sahipliğinin kazanılması anonim şirketlerde ve limited şirketlerde olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Fakat bu çalışmanın kapsamı, BİST özelindeki şirketler olduğundan burada sadece anonim şirketlerdeki pay sahipliğinin kazanılması hususu incelenmiştir (Karayel ve Koçak, 2015).

Anonim şirkette payın kazanılması ile pay sahibi anonim şirkette o pay nedeniyle bazı hak ve yükümlülükler sahip olmaktadır. Kısaca pay sahibi sahip olduğu paya bağlı olarak şirket ortağı olmaktadır. Payın kazanılması ise aslen kazanma ve devren kazanma olarak temelde iki şekilde gerçekleşmektedir. Payın aslen kazanılması, yeni doğan payın kazanılması, herhangi birinden devralınmayan payın kazanılması anlamına gelmektedir.

Payın devren kazanılması ise payın başka bir kişiden iradesi dâhilinde veya iradesi olmaksızın kazanılmasıdır. Payın devren kazanılmasında hâlihazırda bir pay mevcut olmak zorundadır (Bozkurt, 2017).

Payın aslen kazanılmasında daha önceden bir pay sahibi olmadığı için pay sahipliği konusunda yaşanabilecek uyuşmazlıklar daha sonra devraldığını iddia eden tarafla veya şirket tarafından hiçbir zaman ortak olunmadığına dair iddialar olabilecektir. Diğer taraftan devren kazanmada devreden pay sahibi bunların yanında pay sahipliğinin devam ettiğini de ileri sürebilecektir. Bu durumda pay sahibi payı usulüne uygun bir şekilde iktisap ettiğini de ispat etmek durumunda kalabilecektir (Kılıç, Delikanlı ve Alp, 2020).

2.2.1. Payın aslen kazanımı

Payın aslen kazanımı da farklı şekillerde gerçekleşmektedir. Bunlar kuruluşta, sermaye artırımında, birleşmede, bölünmede ve tür değiştirmede gerçekleşebilmektedir.

Kuruluşta aslen kazanım, şirketin kurulması ile birlikte payın kazanılmasını ifade etmektedir. Şirket kuruluşuna kadar pay sahipleri ortak adayları olarak nitelendirilebilmektedir (Domaniç, 1988). Anonim şirkette payın kuruluşta kazanılması şirketin ticaret siciline tescili ile gerçekleşmektedir. Bu tescil ile şirket kurulmuş olmakta ve ortaklar pay sahipliğini kazanmaktadır. Bu tescil açıklayıcı tescildir. TTK m. 355 şirketin tescille tüzel kişilik kazanacağını ve tescile kadar şirket adına işlem yapanların müteselsilen sorumlu olacağını düzenlenmiştir. Ön anonim şirket ile kuruluşu kadar şirket adına yapılan işlemler de tescilden sonra aynı şirket anonim şirket olarak sorumlu olabileceği bir şirket türü de bulunmaktadır (Tarhanlı, 2013). Anılan hükmün 2. fıkrasına göre işlem ve taahhütlerin şirket adına yapıldığını açıkça belirtilmesi ve şirketin tescilinden itibaren 3 ay içerisinde bu taahhütlerin şirket tarafından kabul edilmesi halinde şirket bu taahhütlerden sorumlu olmaktadır. Şirket tescille tüzel kişiliği kazanmakta ve ortaklar da pay sahipliğinin getirdiği hak ve sorumluluklara sahip olmaktadır. Payın doğumu anonim şirketin kuruluşunda esas sözleşmenin ticaret siciline tescili ile başka bir işleme olmaksızın gerçekleşmektedir (Tengiz, 2018).

Sermaye artırımını ile birlikte pay kazanımı; TTK m. 462/2'ye göre iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımını tescil ile kesinleşmektedir. Tescil ile pay sahipleri bedelsiz payları iktisap etmektedir. Bu iktisap pay sahiplerinin pay oranına göre gerçekleşmektedir. Artırılan sermayeyi temsil eden payların tamamı esas sözleşme veya iştirak taahhütnamelerinde taahhüt edilmelidir. Sermaye taahhüdü yoluyla sermaye

artırımında her pay sahibinin payı oranında yeni çıkarılan paylardan alma hakkı bulunmaktadır (Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, 2014).

Birleşme yoluyla pay kazanımı; birleşme, devralma veya yeni bir şirket kurularak birleşme şeklinde gerçekleşmektedir. Devralmada en az bir şirketin malvarlığı veya işletmesinin aktif ve pasifleriyle birlikte başka bir şirkete devredilmesiyle dağıtılan şirketin ortakları, diğer şirketin ortaklığına geçmektedir. Yeni kuruluş suretiyle birleşme ise en az iki şirketin malvarlığı ve işletmelerinin aktif ve pasifleriyle birlikte yeni kurulan ortaklığa devredilmesi ile eski şirketin ortakları yeni şirketin ortaklığına geçmektedir (Şener, 2017).

Bölünme yoluyla pay kazanımı; tam bölünme ve kısmen bölünme ile farklı şekillerde gerçekleşmektedir. Tam bölünmede şirketin tüm malvarlığı bölünüp devralan şirketlere devrolmaktadır. Burada bölünmeden söz edilebilmesi için en az iki devralan şirket bulunması gerekmektedir. TTK m. 159/1-a'ya göre bölünen şirketin ortakları devralan şirketlerin paylarını bölünme sebebiyle aslen kazanmaktadır. Kısmen bölünmede ise şirketin tamamı değil de bir kısmı devredildiği için devredilen kısım için aynı şartlar geçerli olmaktadır (Kayıhan, 2019)

Tür değiştirme yoluyla pay kazanımı; şirketin hukuki biçimde değişikliği ile gerçekleşmektedir. Bu şekilde ayniyet ve devamlılığını sürdürerek daha uygun bir ortaklık tipi ile hukuki şeklini değiştiren şirkette, dış ilişkilerde farklılık yaşanırken, iç ilişkide pay sahiplerinin statüsü ve yönetim organında değişiklikler yaşanabilmektedir. Buna karşın pay sahiplerinin hak ve borçları ile pay sahipliği değişmemektedir (Doğanay, 1971).

2.2.2. Payın devren kazanımı

Payın devren kazanılması ile ilgili olarak ise, çıplak payın kazanımı vesenede bağlanmış payın kazanımı şeklinde incelenmektedir. Çıplak pay, senede bağlanmamış payları ifade etmek için kullanılmaktadır. Bununla birlikte bu paylarında pay defterine kaydedildiği bilinmektedir. Senede bağlanmamış çıplak paylar, payın devredilebilirliği ilkesi gereğince kural olarak serbestçe devredilebilmektedir (Sevi, 2014). Senede bağlanmamış çıplak payların kazanılması, yazılı bir devir sözleşmesi ile mümkün olmaktadır. Devrin şirkete karşı hüküm ifade edebilmesi için pay defterine kaydı

gerekmektedir. Bedeli tamamen ödenmemiş çıplak payların devrinde ise şirketin onayı aranmaktadır (Bozkurt, 2017).

Senede bağlanmış payın kazanılması durumunda, pay bedelinin tamamen ödenmesinden itibaren üç ay içerisinde yönetim kurulu tarafından hamiline yazılı pay senetleri çıkarılarak pay sahiplerine dağıtılmaktadır. Pay senetleri kıymetli evrak niteliğinde olup, sermaye paylarını temsil eden pay senetleri, ortağın ortaklık sıfatının belgelendirilmesinde ve ispatlanmasında önem taşımaktadır (Ege ve Topaloğlu, 2017).

2.2.3. Halka açık şirketlerde payın kazanılması

Bir anonim şirketin halka açık anonim şirket statüsünü kazanması Sermaye Piyasası Kanunu m. 16'ya göre borsada işlem görmeyen ve henüz halktan para toplamayan şirketlerin pay sahibi sayısı beş yüzü aştığı takdirde payları halka arz olunmuş sayılmaktadır. Bu şirketler halka açık anonim şirketler hükümlerine tabi olmaktadır. Bu şirketlerin halka açıklık statüsünü kazandıktan sonra iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurmaları gerekmektedir. Aksi halde Sermaye Piyasaları Kurulu bu payların borsada işlem görmesi veya şirketin halka açık şirket statüsünden çıkarılması için kendiliğinden gerekli kararı almaktadır. Halka açık anonim şirketler için kuruluşta esas sözleşmede payların halka arz edileceği yazılabilmektedir. Bu durumda kuruluşun itibaren iki ay içerisinde payların halka arzı gerekmektedir (Şener, 2017).

Halka açık anonim şirketlerde payın kazanılması ve devredilmesi oldukça kolaydır (Derekaya, 2022). Halka açık anonim şirketlerde payın aslen kazanılması halka kapalı anonim şirketlerde payın aslen kazanılması ile aynıdır. Daha sonra payların halka arz edilmesi ile payı devren kazanma farklılaşmaktadır. Halka açık anonim şirketlerde payın devredilebilirliği için borsaya kote edilmesi gerekmektedir (Özvar, 2015).

2.3. Payın Türleri

Payların türlerine göre devir şekilleri ve ispat araçları değişmektedir. Örneğin senede bağlanmış pay-senede bağlanmamış pay ayrımı yapıldığında bir pay senede bağlanmamış ise pay devri yazılı devir sözleşmesi ile mümkünken pay senede bağlanmış ise daha farklı şekillerde pay devri yapılabilecektir. Bedelli pay-bedelsiz pay ayrımında bedelsiz olarak çıkartılan paylarda hâlihazırda pay sahibi olan kişiler tarafından payın aslen kazanılması, bedelli pay çıkartılması durumunda şirkete yeni katılım dolayısıyla

yeni pay sahiplerinin payları aslen kazanması gündeme gelebilmektedir (Kederli ve Başkaya, 2017).

Pay özelliklerine göre bazı türlere ayrılmaktadır. Bunların en başında adi pay-ımtiyazlı pay ayrımı gelmektedir. İmtiyazlı pay, ayrıcalıklı pay anlamına gelmekte ve ilgili paya/paylara diğer paylara göre birtakım ayrıcalıklar sağlamaktadır. İmtiyazlı pay; kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi konularda paya üstün bir hak tanınmasıdır. Burada bahsedilen üstünlük hiyerarşik anlamda üstünlük olmayıp, diğer paylara göre haklardan daha çok yararlanmayı ifade etmektedir. Adi pay ise, her payın aynı değere sahip olması ve payda herhangi bir ayrıcalık/ımtiyaz olmamasıdır. Halka açık anonim şirketlerde kural olarak paylar birbirine eşittir ve adi haklardır (Bozkurt, 2022).

Halka açık anonim şirkette bir diğer ayırım bedelli-bedelsiz pay ayrımıdır. Özellikle sermaye artırımında gündeme gelen bu ayırımı kazanılmasında bedel karşılığının ödenip ödenmemesi noktasında ayırım yapılmaktadır. Şirket öz kaynaklarından sermaye artırımına gidiliyorsa bedelsiz pay gündeme gelmekte, dış kaynaklardan sermaye artırımını yapılırsa bedelli pay gündeme gelmektedir (Kayıhan, 2019). Dış kaynaklardan sermaye artırımını ile çıkartılan bedelli paylar ile pay sahipliğini kazanan pay sahipleri sermaye artırımında aslen kazanma yolu ile pay sahipliğini kazanmaktadır. Öz kaynaklar ile kastedilen şirketin ortaklık içi kaynaklardan sermayeyi karşılamak ve artırılan kısım karşılığında çıkarılan payların bedelsiz olarak pay sahiplerine dağıtılması durumlarıdır. Bedelsiz paylar sadece şirketin hâlihazırdaki pay sahiplerine dağıtılabilmektedir (Özdamar, 2019).

Karşılığının nakit veya ayın olmasına göre pay nakit karşılığı pay ve ayın karşılığı pay olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Nakit karşılığı pay sermaye olarak şirkete para konulmasıdır. Ayın karşılığı pay nakit/para dışında bir değer sermaye olarak şirkete konulmasıdır. TTK m. 342’de nelerin ayın karşılığı pay olabileceği belirtilmiştir. Buna göre üzerlerinde sınırlı aynı bir hak, haciz ve tedbir bulunmayan, nakden değerlendirilebilen ve devrolunabilen, fikri mülkiyet hakları ile sanal ortamlar da dâhil malvarlığı unsurları aynı sermaye olarak konulabilir. Hizmet edimleri, kişisel emek, ticari itibar ve vadesi ge alacaklar sermaye olamamaktadır (Çağlar ve Özdamar, 2006).

2.4. Yabancı Sermaye Kavramı

Tarihsel süreç içerisinde yabancı sermaye kavramının tanımsal şekilde ilk dile getiriliş şekli iki önemli nitelik taşımaktadır. Bu özelliklerden ilki, yabancı sermaye

yatırımlarının öncelikle ekonomik anlamda gelişmiş ülkelerden görece olarak daha az gelişmiş ülkelere doğru gerçekleşmesidir. Dile getirilen ikinci özellik ise, az gelişmiş ülkelere yönelik gerçekleştirilen sermaye yatırımlarının, aslında, az gelişmiş ülkelerde bulunan maden, petrol vb. gibi yer altı kaynaklarının elde edilmek istenmesidir (Dumlubağ, 2003).

İlk olarak bir ülkeye yabancı sermaye yatırımlarının girişi, tehdit olarak algılanmakta olup, yukarıda dile getirilen hammaddelerin elde edilmesi kaynaklı olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle, gerçekleştirilen yabancı sermaye yatırımlarında, tüm dünya kamuoyunun tepki ve endişe ile yaklaşması şeklinde sonuçlanmıştır. Çünkü, kamuoyu tarafından dile getirilen ilk argüman az gelişmiş ülkelerin hammaddelerinin ele geçirilecek olması düşüncesidir. Tüm bu tepkiler karşısında, az gelişmiş ülkeler ise, yabancı sermaye yatırımlarının kendi ülkelerine gelebilmesi adına çeşitli politikalar uygulamakta ve diğer ülkeler ile yarış halinde olmaktadır. Bunun en önemli nedeni ise, yabancı sermaye yatırımlarının, girişi yapmış olduğu ülkedeki makroekonomik değişkenleri pozitif bir şekilde etkilemesidir (Chen vd., 2005).

Temel olarak yabancı sermaye, bir ülkenin karşılığını vermeden diğer ekonomilerden sağlanmış olduğu ekonomik kaynakları temsil etmektedir. Karşılığını ödememek bazen tamamı ile ödememek (bağış), bazen ise daha sonraki tarihlerde ödemek (dış borç yoluyla alınmış yabancı sermaye veya yatırım), anlamını taşımaktadır (Sevi, 2014).

Tarihsel süreç içinde olumlu ve olumsuz yönleri daha belirgin hale gelen yabancı sermaye yatırımları, literatürde farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Batmaz ve Tekeli'ye (2009) göre yabancı sermaye yatırımları; bir ülkedeki mevcut sermaye stokuna başka bir ülkenin sahipliğini ifade etmektedir.

OECD'ye (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı) göre yabancı sermaye yatırımları; bir ülkede yerleşik kişi ya da kurumların bir başka ülkede kalıcı ekonomik çıkar elde etme amacını ifade etmektedir (Artan ve Hayaloğlu, 2015).

Açıklık ve Ünal'a (2009) göre yabancı sermaye; bir ülkenin karşılığını sonradan ödemek üzere, dış kaynaklardan elde edip, ekonomik gücüne ekleyebileceği mali ya da teknolojik kaynaklardır. Mali ve teknolojik kaynak, bir ülkeden diğerine ya karşılığında faiz ödemek üzere bir ülkenin diğer ülkeden borçlanması yoluyla gider, ya da yatırım ve üretime katılması şeklinde gider ki bu da bir ülkenin diğer ülkeden mülkiyet hakkı sağlamasıyla gerçekleşmektedir.

Yabancı hissedarlar, gelişmekte olan finansal piyasalarda önemli bir yatırımcı grubu olarak tanımlanmaktadır. Son yıllarda, gelişmekte olan piyasalardaki doğrudan yabancı yatırımcıların daha yüksek ücretler talep ettikleri gözlemlenmiştir. Yabancı yatırımlar arttıkça sahiplik yapısı daha da önemli hale gelmiştir. Bazı çalışmalar, bir firmanın temel değeri ve yabancı sahiplerin şirket performansını değerlendirirken hisse senedi fiyatlarını etkileyip etkilemediği ile ilgili araştırmalara odaklanmıştır. Yapılan çalışmalar, şeffaflık ve açıklama puanının firmaya özgü belirleyicilerini araştırmakta ve büyüklük, muhasebe karlılığı ve piyasa-defter oranını bulmakta ve şeffaflık puanlarındaki, sahiplik ve yönetim kurulu ve yönetimdeki farklılıkları açıklamaktadır (Işık, 2011).

Teknoloji ve Ar-Ge transferi yapabilen ve sermayeyi artırabilen yabancı sermayeli firmalar, yerli firmalara göre daha üretken olma eğilimindedir. Bu nedenle, yabancı sahiplik ve performansın etkisi üzerine, geniş bir literatür bulunmaktadır. Bazı çalışmalar yabancı sahiplik derecesi ile firma performansı arasında pozitif bir korelasyon olduğunu bildirmektedir. Sonuçlar, Türkiye’de yabancı sahipliği ile performans arasında anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir; ancak daha iyi performans sadece ödenen yabancı sermayeden değil, aynı zamanda büyüme oranı, fırsatlar, yaş, sermaye yoğunluğu vb. nedenlerden de kaynaklanıyor olabilmektedir (Dursun, 2021).

Birçok çalışma, sahiplik yapısı ve hisse senedi likiditesi arasındaki ilişkiyi şirket ortamlarında incelemeyi amaçlamaktadır. Bir çalışma (Sağlam ve Karan, 2019), devletlerin ve yabancı yatırımcıların sahip olduğu borsaya kote şirketlerde hisse senedi likiditesinin daha yüksek olduğunu bulmuştur. Bununla birlikte, karmaşık piramidal sahiplik yapıları şirket bilgilerinin şeffaflığını azaltabilir ve tahmin karmaşıklığını artırabilir. Dolayısıyla bu durum hisse senedinin likiditesini azaltmaktadır (Kar ve Tatlısöz, 2008). Halka açıklık sahipliği ile hisse senedi likiditesi arasındaki ilişki pozitif görünmektedir. Bazı çalışmalar, gelişmekte olan piyasalarda sahiplik yapısı mekanizmalarının hisse senedi likiditesi üzerindeki etkisini incelemiştir ve sonuçlar, merkezi hükümet sahipliği ve karmaşık piramidal sahiplik yapılarıyla ilişkili belirli sahiplik ve yönetim özelliklerinin hisse senedi likiditesinin nasıl etkilendiğine dair fikir verdiğini göstermektedir (Al-Amarneh, Yaseen ve Iskandrani, 2017).

2.5. Yabancı Portföy Yatırımlarının Ülkeye Geliş Nedenleri

Yabancı yatırım denildiğinde genel itibariyle doğrudan yabancı yatırımlar akla gelmektedir. Bununla birlikte yabancı yatırım kavramı içerisinde olan dolaylı veya portföy yatırımlarının da yabancı yatırım içerisinde olduğu bilinmelidir. Yabancı portföy yatırımları olarak belirtilebilecek diğer bir kavram sıcak para ifadesi şeklinde kullanılmaktadır. Portföy yatırımlarının az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelere yönelik etkileri literatürde tartışma konusudur. Öyle ki, portföy yatırımlarının ülke ekonomisine zarar verdiği de dile getirilmiştir. Bu düşünce sahipleri, portföy yatırımları ile kastedilen şeyin sıcak para olduğunu ve sıcak paranın, ülkeye girişinin kolay olduğu kadar çıkışının da kolay olduğunu belirtmektedirler. Bu nedenle, ülke ekonomisine giriş ve çıkışı hızlı olan yatırımın, ekonomik dengeleri bozacağı belirtilmektedir. Teknolojik yeniliklerin bu denli hızlı bir şekilde gelişim gösterdiği dünyada, bu durum düşünüldüğünde, dile getirilen görüşe hak verilebilmektedir (Demir, 2007).

Günümüz dünyasında, belli başlı finansal araç ve piyasa sistemleri vasıtasıyla sermayenin kullanılabilirliği/akışkanlığı oldukça yüksektir. Öyleki sermaye; karşılaştırmalı üstünlükler veya klasik ticaret teorisinin ya da bir başka ifadeyle, Adam Smith ve David Ricardo'nun düşünemeyeceği şekilde, mobilite kazanmıştır. Trilyon değerindeki fonların teknolojik yenilikler ile birlikte çok kısa sürede çok hızlı bir şekilde yer değiştirmesi, risklerden kaçınmak ve fırsatları yakalamak üzere gerçekleşmektedir. Hele işlemlerin elektronik ortamda gerçekleştiği düşünülürse, ülkelere giriş ve çıkış süresinin dakikalar içerisinde gerçekleştiği belirtilebilir. Tüm bu olanlara rağmen, portföy yatırımlarına yönelik olarak karşı bir tutum takınmak, günümüz dünyanın ekonomik gerçekleri karşısında rasyonel değildir (Ustaoglu, 2021). Küreselleşme ve teknolojik yenilikler ile birlikte küresel piyasaların şu anki durumu düşünülürse hem finansal hem de yapısal bazı kontrol mekanizmalarının bulunduğu ve bunların kullanılarak, istenildiği ölçüde ekonomik yararlar sağlanabileceği ifade edilebilir. Unutulmaması gereken bir diğer konu ise sermayenin sınırlı bir üretim aracı olduğudur. Şu unutulmaması gereken bir gerçektir ki, sermaye sınırlı bir üretim unsurudur. Bilhassa Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomiler başta olmak üzere, hemen her ekonomi (göreceli olarak daha çok sermaye birikimine sahip olan ülkeler dâhil) bu sınırlı kaynağa ihtiyaç duymaktadır. Bu sınırlı kaynak karşılıksız olarak gelmeyecek, risk-getiri hesabı yapacaktır. Bu alışverişte, pazarlık gücü ölçüsünde her iki taraf da çıkar sağlama çabası içerisinde olacaktır (Apak ve Tavşancı, 2007).

Portföy yatırımlarının, ülke ekonomisi için negatif etkileri olmakla birlikte, reel ekonomiye sağlayabileceği bazı yararlar da bulunmaktadır. Söz konusu faydalardan birisi, portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere borçlanmaya gitmeksizin kaynak sağlaması olarak nitelendirilebilir. Gelişmekte olan ülkelerde tasarruf açığı ve sermaye birikimi yetersizliği söz konusudur. Dolayısıyla portföy yatırımlarının bu açığın giderilmesine katkı sağlaması söz konusudur. Diğer bir olumlu katkı, yabancı sermaye girişlerindeki etkinliği artıracığı beklentisidir. Diğer bir deyişle portföy yatırımları, yüksek sermaye birikimine sahip fakat düşük getirili ekonomilerdeki kaynakların, doğrudan yabancı yatırımlara dönüşerek gelişmekte olan ekonomilere girişi için cazip bir ortam hazırlayabilir. Özetle, gelişen ekonomilere doğru olan kaynak akışının, bu ekonomilerin sermaye maliyetini azaltıcı, yatırımlarını artırıcı ve kaynaklarının verimli kullanımını sağlayıcı bir etki yaratması söz konusudur (Şenol ve Koç, 2018).

Yabancı portföy yatırımlarının ülkelere giriş nedenleri gerek global gerekse yerel faktörlerden etkilenmektedir. Fakat bu faktörlerin göreceli önemi zamana ve şartlara göre değişiklik göstermektedir. Sermaye akımları hem yatırımcılara hem de girdiği ekonomilere fayda sağlamakla birlikte özellikle portföy yatırımlarının ekonomik koşullara karşı hassasiyetleri nedeniyle, beklenmedik geri dönüşlerin yaşanması halinde yerel ekonomilere hasar verebilmektedir (Şenol ve Gülcemal, 2022).

Bu sebeple, gelişmekte olan ülkeler bir taraftan sermaye girişlerinden sağlayacakları faydayı maksimize etmeye çalışıp, diğer taraftan ani geri dönüşlerin yaratabileceği olumsuz etkiyi azaltıcı ekonomi politikalarını uygulamaya çalışmaktadırlar. Sermaye akımlarına neden olan yerel ve global faktörlerin göreceli önemi, ekonomi yönetimi açısından büyük önem taşımaktadır. Bazı ülkeler kırılganlıklarını ve zafiyetlerini azaltmak için esnek döviz kuru sistemleri uygularken, bazıları yerel finansal sistemlerini, hem ani sermaye girişlerine aracılık edebilecek şekilde, hem de ani sermaye çıkışları ile baş edebilecek şekilde güçlendirmekte, bazıları ise sermaye giriş veya çıkışlarını sınırlamaktadır (Moreno, 2000).

1980'lerin sonundan 1990'ların başına kadarki dönemde, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin önemli bir bölümü portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir. Bu tür yatırımların en belirgin özelliği oynak ve riskli bir yatırım türü olmasıdır. Çünkü yatırımcılar birden fikir değiştirerek yatırımlarını, yatırım yaptığı ekonomiden geri çekebilmektedir. Tabii bu ani kararlar sebepsiz olmayıp, yatırım yapılan ülkedeki döviz kurlarında, hisse senedi fiyatlarında veya faiz oranlarında meydana gelebilecek ya da

onları etkileyebilecek diğer makroekonomik göstergelerde ortaya çıkan değişikliklerle bağlantılıdır (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007).

Sermaye akımlarındaki bu tür değişiklikler sosyal ve politik olduğu kadar içsel ve dışsal ekonomik faktörlerin etkisinden kaynaklanabilmektedir. Gelişmiş ekonomilerdeki ve dolar piyasalarındaki düşük faiz oranları gibi dışsal faktörlerden ihracat, fon arzı ve buna bağlı olarak fon akımları etkilenmektedir. Örneğin 1991-92’de ABD’nin kısa vadeli faiz oranlarındaki dramatik düşüş, Latin Amerika ekonomilerine fon girişini beraberinde getirmiştir. Dışsal etkenlerdeki tersine değişimler ise sermaye çıkışına neden olabilmektedir (Çöldemli, 2016).

Benzer sonuçlar içsel faktörlerden de kaynaklanabilmektedir. İstikrar artışı, beraberinde sözkonusu olan cazip faiz oranları, ülkenin kredibilitesine ilişkin olumlu algılamalar gibi yerel faktörler de talep yönlü bir etkiyle sermaye girişine neden olabilmektedir. Portföy yatırımlarının doğrudan yatırımlara kıyasla dışsal etkenlere olan hassasiyetinin genellikle daha yüksek olduğu gözlemlendiğinden, örneğin Latin Amerika’ya olan sermaye girişlerinin daha çok global faktörlerden, Asya ekonomilerine olan sermaye girişlerinin ise daha çok yerel faktörlerden etkilendiği gözlemlenmiştir. Diğer taraftan, yurtiçi harcamaların yükselip cari işlemler açığının artması, hisse senedi ve faiz piyasasında gelişebilecek riskler, bankacılık sektöründe görülebilecek likidite problemleri veya ülke parasının değerinin düşmesi gibi durumlarda, ülkeye giren sermaye akımlarının ülkeyi terk etme eğilimine girerek, ev sahibi ülkenin ekonomisi üzerinde olumsuzluklar yaratması sözkonusu olabilmektedir (Uğur ve Tosun, 2023).

Merkez bankasının yeterince etkin ve hızlı bir biçimde müdahale edememesi ve bununla birlikte aynı zamanda uluslararası rezervlerin yetersizliği, cari işlemler dengesi kaynaklı bir krize yol açabilmektedir. Diğer ülkelerde ortaya çıkan krizlerin yarattığı ve ihraç malların fiyatındaki düşüş, ithal malların fiyatındaki yükseliş veya uluslararası faiz oranlarındaki yükseliş gibi negatif şoklar yatırımcıların fonlarını likiditeye dönüştürmesi ya da farklı ekonomilere yönlendirmesine neden olabilmektedir (Sevil ve Ünkaracalar, 2020).

2.6. Pay Sahipliğine Yönelik Teoriler

Çeşitli şekillerde tanımlanmasına rağmen, şirket sorumluluğunun kimler üzerinde olduğuna dair belirli bir fikir birliği bulunmamaktadır. Bu nedenle bu durumun hem teorik olarak geliştirilmesi hem de maliyet ve faydalarının ölçülmesi oldukça zordur

(McWilliams, Siegel ve Wright, 2006). Bu nedenle, şirketlerin kime karşı ve ne için sorumlu olması gerektiği tartışması devam etmektedir. Bu durum karşısındaki temel soru “yöneticiler şirketleri kimin çıkarları doğrultusunda yönetmelidir?” olarak kalmaktadır. Soruna ilişkin iki ana yaklaşım bulunmaktadır. Bazıları şirketlerin tek sorumluluğunun yasal kısıtlamalar dâhilinde hissedarların servetini maksimize etmek olduğuna inanmaktadır (Lewitt, 1958; Carr, 1968; Friedman, 1970). Dolayısıyla, firmaların bu sorumluluğu yerine getirmesini engelleyecek faaliyetler durdurulmalıdır. Öte yandan, bazıları şirketlerin topluma karşı daha geniş sorumlulukları olduğunu ve bu nedenle sadece hissedarların değil, çalışanlar, müşteriler ve tedarikçiler gibi birden fazla paydaşın çıkarlarına hizmet etmeleri gerektiğini savunmaktadır (Freeman, 1984; Donaldson ve Preston, 1995; Jones, 1995).

Bu çerçevede, hissedar ve paydaş teorileri, şirketlerin benimsenme niyetlerine teorik temel oluşturan iki ana yaklaşım olarak ortaya çıkmaktadır. Bu iki teorinin dışında kurumsal teori, şirketlerin toplumun beklentilerini nasıl algıladığını, yorumladığını ve yerine getirdiğini araştıran çalışmalarda yoğun olarak kullanılmıştır (Ertuna ve Tükel, 2010). Bu çalışmada hissedar teorisi, paydaş teorisi ve kurumsal teori, araştırma sorusunu incelemek için teorik temel sağlayacaktır.

2.6.1. Hissedar teorisi

Hissedar teorisi, işletmelerin topluma karşı tek sosyal sorumluluğunun hissedarların değerini maksimize etmek olduğu fikrine dayanmaktadır (Carr, 1968; Friedman, 1970; Lewitt, 1958). Bu çerçevede, Lantos (2001) saf kâr elde etme görüşü ve kısıtlı kâr elde etme görüşü olarak iki bakış açısı tanımlamıştır. Saf kâr elde etme görüşünün savunucuları, şirketin kârını maksimize ederken, yasalar tarafından belirlenen kurallara uyulduğu sürece bir dereceye kadar sahtekârlığa izin verilebileceğini savunmuşlardır (Carr, 1968). Carr’a (1968) göre, iş insanları etik tarafından yönlendirilmemelidir ve iş ortamında hayatta kalabilmek için aldatmaya ihtiyaç duyulabilir. Kısıtlı kâr elde etme görüşünün öncüsü olarak bilinen Friedman (1970) da hissedar değerinin maksimizasyonunu savunmuştur. Ancak Friedman yasal kısıtlamaların yanı sıra etik kısıtlamaları da dikkate almıştır. Bu nedenle, Carr’ın aksine, Friedman (1970) aldatma ve hileden kaçınılması gerektiğini şiddetle savunmuştur.

Friedman daha iyi bilinmesine rağmen, Lewitt (1958) de aynı düşüncüyü paylaşmış ve iş dünyasını sosyal sorumluluğun tehlikeleri konusunda uyarmıştır. Friedman’dan

önce Lewitt (1958), sosyal sorumluluğun hükümetin sorumluluğu olduğu için iş adamlarının bununla ilgilenmemesi gerektiğini savunmuştur. Hissedar teorisine göre, kurumsal sosyal sorumluluk şirket kaynaklarının yanlış kullanımına neden olmaktadır. Çünkü bu kaynaklar hissedarlara geri dönmeli ve stratejik amaçlar için kullanılmalıdır. Bu nedenle, toplumsal taleplerin yerine getirilmesi hissedarların zenginliğini artıracaksa, bu yapılmalıdır. Ancak, toplumun beklentileri şirkete sadece bir maliyet yüklüyorsa, bunlar reddedilmelidir (Friedman, 1970).

Friedman'ın görüşüyle tamamen uyumlu olmasa da günümüzde hissedar yaklaşımının savunucuları hala mevcuttur. Örneğin, Porter ve Kramer (2002), Friedman'a paralel olarak, şirketlerin katma değer yaratılmayan ve kâr elde edilmeyen alanlardaki faaliyetlerden vazgeçmesi gerektiğini savunmaktadır. Ancak Friedman'ın argümanının aksine Porter ve Kramer (2002) hayırseverlik faaliyetlerinin yaratılan değeri maksimize edecek şekilde sürdürülmesi halinde yeni bir dizi rekabet aracı sunabileceğini belirtmektedir. Ayrıca, günümüzde hissedar değeri maksimizasyonunun diğer paydaşların çıkarlarının tatmini ile birlikte gerçekleştirilebileceği inancı kabul görmektedir (Garriga ve Melé, 2004). Bu bağlamda, Jensen (2002) uzun vadeli değer maksimizasyonunun şirketin tek amacı olması gerektiğini ve bu amaç karar kriterinin merkezinde yer alarak çeşitli paydaşların çatışan talepleri arasında ödünleşim yapılması gerektiğini ileri sürmüştür.

Vekâlet teorisi de hissedar yaklaşımı çerçevesinde tartışılabilen bir konudur. Vekâlet teorisi, katılımın hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasından kaynaklanan bir vekâlet sorununun göstergesi olduğunu savunmaktadır (Preston ve Sapienza, 1990). Vekâlet teorisine göre, asiller (hissedarlar) bazı yetkilerini vekillere (yöneticilere) devreder ve vekiller de asiller adına belirli eylemleri gerçekleştirir. Asil ve vekilin çıkarları farklı olabileceğinden, asil ve vekilin istekleri arasında bir boşluk ortaya çıkabilir ve bu durum vekâlet kaybı olarak adlandırılmaktadır. Bu bağlamda, vekâlet teorisi bu kaybı en aza indirecek mekanizmaları belirlemektedir (Jensen ve Meckling, 1976).

2.6.2. Paydaş teorisi

Paydaş teorisi, şirketlerin pay sahipliğine yönelik dile getirilen en yaygın teorik çerçevedir (McWilliams ve Siegel, 2001) ve hissedar teorisinin aksine, yöneticilerin kurumsal sosyal sorumluluğu desteklemesini savunmaktadır. "Paydaş" terimi ilk kez

1960’larda ortaya çıkmış olsa da bu kavram daha önceki on yıllarda yapılan konuşmalara ve yazılan yazılara yansımıştır (Preston ve Sapienza, 1990).

“Paydaş” teriminin literatüre girişi 1963 yılında Stanford Araştırma Enstitüsü tarafından yapılan bir çalışmada kullanılmasına kadar uzanmaktadır. Bu öncü çalışmada paydaşlar, “destekleri olmadan kuruluşun varlığının sona ereceği gruplar” olarak tanımlanmıştır (Freeman, 1983). 1980’lerde paydaş teorisi R. Edward Freeman tarafından geliştirilmiş ve öncülük edilmiştir. Freeman (1983) Stanford Araştırma Enstitüsü tarafından kullanılan tanımı çok genel ve stratejik açıdan önemli bu dış grupları tanımlamak için çok özel bulmuştur. Freeman’ın öne çıkan çalışmasında paydaş, “kuruluşun hedeflerine ulaşmasını etkileyebilecek veya bundan etkilenebilecek herhangi bir grup veya birey” olarak tanımlanmıştır (Freeman, 1984).

Freeman’ın (1984) paydaş yaklaşımına göre, yöneticiler şirkette çıkarı olan tüm grupları tatmin edecek süreçler belirlemeli ve uygulamalıdır. Bu süreçte, farklı paydaş gruplarının çıkarılarının yönetilmesi firmanın uzun vadeli başarısı için hayati önem taşımaktadır. Freeman’ın çalışması daha sonraki teorik gelişmelerin temelini oluşturmuştur (Donaldson ve Preston, 1995; Jones, 1995).

Donaldson ve Preston’a (1995) göre, literatürün evriminde paydaşla ilgili kavramlar tanımlanmış, kullanılmış ve bazen çelişkili argümanlarla desteklenmiştir. Konuya açıklık getirmek amacıyla Donaldson ve Preston (1995) paydaş teorisinin üç farklı yönünü tanımlayıcı, araçsal ve normatif olarak ayırmaktadır. Paydaş teorisi, kuruluşların paydaşları olduğunu kabul ettiği için tanımlayıcıdır. Paydaş yönetimi firma performansını artıracığı için de araçsaldır. Ancak Donaldson ve Preston’a (1995) göre paydaş teorisi tanımlayıcı ve araçsal olmanın ötesinde normatif bir temele de sahiptir. Normatif temel, paydaşların meşru menfaatleri olduğunu ve her menfaatin kendi iyiliği için dikkate alınması gerektiğini kabul etmektedir. Bu anlamda paydaş teorisi, tüm paydaşların çıkarılarını dikkate alacak bir paydaş yönetimi felsefesi oluşturacak tutumlar, yapılar ve uygulamalar önermektedir. Görüldüğü üzere paydaş teorisi, şirketin sorumlu olduğu grupları belirlemeyi amaçlamakta ve sonuç olarak bu grupların kurumsal karar alma sürecindeki etkilerini meşrulaştırmak ve önceliklendirmek için temel oluşturmaktadır (Matten, Crane ve Chapple, 2003).

Paydaş terimi, şirket pay sahipliği alanının yanı sıra stratejik yönetim ve kurumsal yönetim gibi diğer alanlarda da yaygın olarak kabul görmüştür. Yaygın kabulüne rağmen, eleştirildiği de olmuştur (Preston ve Sapienza, 1990). Daha önce de belirtildiği gibi, esas

olarak hissedar teorisinin savunucuları, şirketlerin yalnızca hissedarlarının menfaati için var olduğunu savundukları için paydaş teorisini eleştirmektedir. Dahası, argümanlarını vekâlet teorisi ile desteklemektedirler. Ayrıca, paydaş teorisi belirli paydaşları listelemediği ve bu nedenle şirketin kime karşı sorumlulukları olduğunu tam olarak belirlemede yönetime yardımcı olmadığı için eleştirilmektedir. Buna ek olarak, paydaş grupları belirlense bile, teori paydaşların rekabet eden ve zıtlaşan çıkarlarının nasıl yönetilmesi gerektiğine açıklık getirmemektedir (Preston ve Sapienza, 1990).

2.6.3. Kurumsal teori

Sosyal açıdan sorumlu kurumsal davranış eğilimi ülkeler arasında farklılık göstermektedir ve bunun nedenini ortaya çıkarmak için çok daha fazla araştırma yapılması gerekmektedir (Campbell, 2007). Bu ülkeler arası farklılıklar, uzun süredir devam eden, tarihsel olarak yerleşmiş kurumların çeşitliliğine bağlanabilir. Bu bağlamda kurumsal teori, hissedarlar ve yöneticiler de dâhil olmak üzere paydaşların güdülerinin kendi ulusal, kültürel ve kurumsal bağlamları içerisinde araştırılmasına olanak tanımaktadır (Matten ve Moon, 2008).

Şirketler bir dizi siyasi ve ekonomik kurumun içine gömülüdür ve içinde buldukları kurumsal çevre paydaşlarına davranış biçimlerini doğrudan etkilemektedir (Campbell, 2007). Daha açık bir ifadeyle, devlet, hükümet kurumları, uluslararası örgütler ve meslekler gibi kurumlar, kuruluşlar üzerinde etki yaratarak onları bu etkilere yanıt vermeye zorlamaktadır (DiMaggio ve Powell, 1983; Oliver, 1991). Kurumsal baskılara yanıt vermenin ve uyum sağlamanın örgütün hayatta kalma olasılığını artırdığına inanılmaktadır (DiMaggio ve Powell, 1983; Meyer ve Rowan, 1977; Oliver, 1991). Çünkü meşruiyet, itibar, istikrar, kaynaklara erişim ve nitelikli personel sağlamaktadır (DiMaggio ve Powell, 1983; Meyer ve Rowan, 1977; Zucker, 1977). Bu bağlamda, kuruluşlar kurumsal çevrelerinden kaynaklanan normatif, bilişsel ve zorlayıcı baskılara uymakta (DiMaggio ve Powell, 1983) ve böylece çevreleriyle izomorfik hale gelmektedirler (Meyer ve Rowan, 1977).

Paydaş teorileri bağlamında, şirketlerin kurumsal sosyal sorumluluğa verdikleri önemin artmasında normatif, zorlayıcı ve taklitçi baskıların etkili olduğunu söylemek mümkündür. Normatif baskılar, ticaret birlikleri, eğitim kuruluşları, endüstri grupları ve STK'lar gibi kuruluşlar tarafından geliştirilen değerler, normlar ve standartlardır. Sonuç olarak, bu baskılar kurumsal yapılarda, uygulamalarda ve süreçlerde değişim

yaratmaktadır. Bu çerçevede, Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi, OECD Çok Uluslu Şirketler Rehberi gibi programların şirketler tarafından giderek daha fazla benimsenmesi ve şirket faaliyetlerinin yıllık raporlarda daha fazla açıklanması, uluslararası kuruluşların normatif baskılarına bir yanıt olarak değerlendirilebilir (Sakarya vd., 2012).

Öte yandan, zorlayıcı baskılar, kuruluşlara bağlı oldukları kurumlar tarafından güç, ikna veya davet şeklinde uygulanan resmi ve gayri resmi baskılardan kaynaklanmaktadır (DiMaggio ve Powell, 1983). Devlet kurumları ve devlet, prosedürleri ve kuralları doğrudan dayatan başlıca aktörlerdir. Şirketler hayatta kalabilmek için bu prosedür ve kurallara uymak zorundadır. Zor kullanma şeklindeki baskının aksine AB, AB üyesi olmayan ülkeler üzerinde dolaylı olarak baskı da uygulayabilmektedir (Doğan, 2018). Ayrıca uluslararası örgütler de zorlayıcı baskılar uygulayabilmektedir. Örneğin, OECD, IMF ve Dünya Bankası kuruluşlar üzerinde koşulluluk biçiminde etki uygulayabilir. Parasal uluslararası örgütler hükümetlerden belirli yasa ve yönetmelikleri kabul etmelerini ve kurumsal değişiklikler yapmalarını isteyebilir. Gerekli değişikliklerin yapılmaması halinde bu kuruluşlar çeşitli yaptırımlar uygulayabilir. Ana yatırım fonları, borsaya kote şirketlerin sosyal açıdan sorumlu bir şekilde hareket etmelerini talep etmektedir ve bu da bir başka zorlayıcı baskı olarak görülebilir (Matten ve Moon, 2008).

Kurumsal teori çerçevesinde paydaş teorisi de tartışılabilir. Paydaş yönetimi, paydaşların çıkarları arasında denge kurulmasını gerektirmektedir. Günümüzde paydaşların şirketler üzerindeki etkisi göz önünde bulundurulduğunda, müşteriler ve tedarikçiler gibi paydaşların şirketleri sorumlu kurumsal uygulamalar gerçekleştirmeye zorlayabileceği öngörülebilir. Dolayısıyla bu durum şirketler üzerinde zorlayıcı bir baskı olarak değerlendirilebilir. Son olarak, mimetik baskılar zorlayıcı ve normatif baskılara eşlik edebilir. Çevre belirsiz olduğunda, şirketler diğer başarılı şirketleri taklit etme eğilimindedir (DiMaggio ve Powell, 1983). Diğerlerini taklit etmenin ardında yatan sebep rakiplerin faaliyetlerine ayak uydurmak ve rekabetçi pozisyonu korumak olabilir. Bu nedenle, yerel şirketler uluslararası şirketlerin ve başarılı lider şirketlerin sosyal sorumluluk uygulamalarını taklit edebilir. Ayrıca, çok uluslu şirketler meşruiyetlerini artırmak için ev sahibi ülkede yaygın olan uygulamalarını taklit edebilirler. Yönetim uygulamalarına paralel bu izomorfik baskılar şirket politikalarının küresel olarak yayılmasını tetiklese de, şirketlerin sosyal sorumlulukları hala ulusal kurumsal çerçeveler

tarafından bağlamsallaştırılmaktadır. Dolayısıyla sosyal sorumluluklar hala ülkeler arasında farklılık göstermektedir (Matten ve Moon, 2008).

2.7. Yabancı Pay Sahipliği ve Kurumsal Performans Arasındaki İlişki

Yabancı pay sahipliği ve kurumsal performans arasındaki ilişki literatürde farklı parametreler üzerinden incelenmiştir. Bu değişkenler çoğunlukla verimlilik, üretim ve finansal performanstır.

2.7.1. Verimlilik ve üretim ile ilgili çalışmalar

Yabancı pay sahipliliğinin verimlilik üzerindeki etkisini tahmin etmek için, genellikle log-lineer Cobb-Douglas üretim fonksiyonundan türetilen ekonometrik modeller kullanılmaktadır. Verimliliğin ölçümü genellikle işgücü verimliliği ile yapılmakta ve genellikle katma değer çalışan sayısına oranı ile hesaplanmaktadır. Öte yandan, genellikle katma değer çıktısı olarak kullanıldığı logaritmik formdaki Cobb-Douglas üretim fonksiyonunun kalıntısı ile ölçülen bazı çalışmalarda verimlilik ölçüsü olarak kullanılmaktadır (Bournakis ve Mallick, 2018).

Yabancı pay sahipliliğinin verimlilik üzerindeki etkisini analiz eden ampirik çalışmalar çelişkili bulgulara sahiptir. Bazıları yabancı pay sahipliğinin verimlilik üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu destekleyen kanıtlar bulmuştur (Doms ve Jensen, 1998; Blomström ve Sjöholm, 1999; Girma vd., 2001; Griffith, Simpson ve Windmeijer, 2001; Harris, 2002; Kimura ve Kiyota, 2007; Yaşar ve Paul, 2007; Ge ve Chen, 2008; Gkasis, Desli ve Tsaliki, 2009). Diğerleri ise böyle bir pozitif etki olmadığını belirtmişlerdir (Globerman, Ries ve Vertinsky, 1994; Howenstine ve Zeile, 1994; Zhang, Zhang ve Zhao, 2001; Befretello ve Sembenelli, 2006).

Ito (2004) Tayland'da yabancı sermayeli olmanın üst verimlilik aralığında üretkenlik üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu gösteren kanıtlar sunmaktadır. Konings (2001), Barrios ve Strobl (2002) ve Khawar (2003) yabancı sahiplerin elindeki hisse yüzdesi ile verimlilik arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Padibandla ve Sanyal (2002) iki değişken arasında bir ilişki olmadığını bulmuştur. Aitken ve Harrison (1999) yabancı pay sahipliği derecesinin verimlilikle pozitif bir ilişkisi olduğunu, ancak bu ilişkinin sadece küçük işletmeler için geçerli olduğunu göstermiştir. Greenaway, Guariglia ve Yu (2009) yabancı pay sahiplik derecesi ile verimlilik arasında doğrusal olmayan bir ilişki olup olmadığını analiz etmiş ve U şeklinde bir model gösteren kanıtlar sunmuştur.

Dimelis ve Louri (2004) ile Takii ve Ramstetter (2005) çoğunluğu yabancılara ait olma (ana firmanın etkin kontrol uygulayabildiği) ile verimlilik arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermiştir.

Ramstetter (1999) yabancı pay sahipliği olan firmaların diğerlerinden daha yüksek işgücü verimliliğine sahip olduğunu gösteren kanıtlar sunmaktadır. Djankov ve Hoekman (2000) satış büyümesi üzerinde ortak girişimci olmaktan ziyade yabancı pay sahipliği olan firmaların olumlu bir etkisi olduğunu göstermiştir. Takii (2004) Endonezya’da tamamen yabancı sermayeli tesislerin diğer yabancı sermayeli tesislerden daha yüksek verimliliğe sahip olduğunu bulmuştur. Blomström ve Sjöholm (1999) hem azınlık hem de çoğunluk yabancı mülkiyetin verimlilik üzerinde yerli mülkiyetten önemli ölçüde daha yüksek bir etkiye sahip olduğunu bulmuştur.

Bhaumik vd. (2007) yabancı bir ortakla kurulan ortak girişimlerin yerli firmalara karşı teknolojik bir üstünlüğe sahip olamayacağını savunmaktadır. Çok uluslu şirketlerin iş ortamını öğrenmek ve iş ilişkileri geliştirmek için yerli firmalarla ortak girişim kurmayı tercih ettiklerini belirtmektedirler. Ramachandran (1993) bu argümanı destekleyen kanıtlar sunmaktadır. Yabancı sermayeli ana şirketten ortak girişimlere kıyasla daha fazla teknoloji transferi aldığını tespit etmiştir. Bhaumik vd. (2007) de çok uluslu şirketlerin gelişmekte olan ülkelerdeki yabancı iştiraklerini genellikle iki amaç için kullandıklarını öne sürmektedir. Bunlar, ürünleri için sofistike olmayan girdiler üretmek ve ürün döngüsünde gerileme aşamasında olan ürünlerini üretip satmaktır. Her iki durumda da ana şirketten transfer edilen teknolojinin üstün olması beklenilmemektedir. Mansfield ve Romeo (1980), gelişmekte olan ülkelerdeki iştiraklere transfer edilen teknolojilerin ortalama yaşının (10 yıl), gelişmiş ülkelere transfer edilen teknolojilerin ortalama yaşından (6 yıl) daha yüksek olduğunu bulmuştur. Yabancı bir iştirake teknoloji transferinin kapsamı ve iştirakte yüksek katma değerli faaliyetlerin gerçekleştirilip gerçekleştirilmediği, yatırım için bir ülkenin neden seçildiğine ve yabancı iştirakin çok uluslu şirketlerin katma değer kanalında nasıl bir role sahip olacağına da bağlıdır (Vahter, 2004). Eğer ülke seçiminin nedeni daha düşük faktör maliyetleri ise, o zaman Ar-Ge gibi yüksek katma değerli faaliyetlerin bu iştirakte gerçekleştirilmemesi ve teknoloji transferinin kapsamının düşük olması kuvvetle muhtemeldir.

Globerman, Ries ve Vertinsky (1994) Kanada’daki yabancı pay sahipliği için üretkenliğin daha yüksek olmasına rağmen, bu üretkenlik avantajının yabancı mülkiyetten değil, daha yüksek sermaye yoğunluğu ve daha büyük firma büyüklüğünden

(bir firmanın ölçek ekonomilerini gerçekleştirmesine izin veren) kaynaklandığını göstermektedir. Davies ve Lyons (1991) yabancı pay sahipliği yüksek üretkenlikli endüstrilerde yoğunlaştıkları için daha yüksek üretkenliğe sahip olabileceklerini öne sürmektedir. Bu nedenle, verimlilik karşılaştırmaları endüstri farklılıklarını kontrol etmelidir. Davies ve Lyons (1991) ayrıca verimlilik farklılıklarının, ölçülen verimliliği yapay olarak şişiren yabancı iştiraklerin transfer fiyatlandırmasının bir sonucu olabileceğini savunmaktadır.

Bazı çalışmalar, yabancı pay sahipliği ve yerli sermaye arasındaki verimlilik karşılaştırmalarının, firmaların Ar-Ge yoğunluğu ve yenilikçiliğindeki farklılıkları kontrol etmesi gerektiğini öne sürmektedir. Genel olarak, iştiraklerdeki Ar-Ge'nin sadece ana firma tarafından üretilen teknolojinin uygulanmasını ve talep koşullarına yanıt olarak teknolojik varlıkların uyarlanmasını ve değiştirilmesini kolaylaştırması beklenmektedir. Başlıca Ar-Ge faaliyetlerinin ana firmada yoğunlaşması beklendiğinden, yabancı pay sahipliği olan firmalar için yerel sermayeli firmalardan daha yüksek bir Ar-Ge yoğunluğu ve yenilik yoğunluğu beklenilmemesi gerektiği savunulmaktadır. Baldwin ve Gu (2005) Kanada'da yabancı pay sahipliği olan firmaların daha yüksek Ar-Ge yoğunluğuna sahip olduğunu ve sürekli olarak Ar-Ge yapma olasılıklarının daha yüksek olduğunu belirtmektedir. Sadowski ve Sadowski (2006) Hollanda'daki yerli firmalara kıyasla yabancı pay sahipliği olan firmaların daha yenilikçi olduğunu ve gerçek yeniliklerin yanı sıra taklitçi yenilikler getirme olasılıklarının daha yüksek olduğunu destekleyen kanıtlar bulmuştur. Cantwell (1995) ve Cantwell ve Janne (1999), yabancı pay sahipliği olan firmalar için tamamen yeni olan yenilikler geliştirmek için kazanılan yerel uzmanlığı bile kullanabileceğini belirtmektedir. Frenz ve Ietto-Gillies (2007), çok uluslu şirketler grubuna ait olan şirketlerin inovasyon eğilimi gösterme ve sürekli olarak inovasyon faaliyetlerinde bulunma olasılığının daha yüksek olduğunu bulmuştur. Balcer ve Evangelista (1994), İtalya'daki yabancı pay sahipliği olan firmalar için inovasyon yoğunluğunun daha yüksek olmasına rağmen, bu avantajın bilim temelli endüstrilerde yoğunlaşma ve daha büyük boyuttan kaynaklandığını göstermektedir. Buna ek olarak, Ebersberger ve Löf (2005) Ar-Ge ve inovasyon faaliyetlerinde bulunma eğiliminin İskandinav bölgesindeki yabancı pay sahipliği olan firmalar ve tüm payları yerli olan firmalar arasında farklılık göstermediğini bulmuştur. Rasiah ve Malakounthu (2009) Malezya'daki yabancı pay sahipliği olan firmalar ve diğer firmalar için verimliliğin belirleyicilerini analiz etmişlerdir. Payları yerli girişimciler tarafında olan

firmalarını yabancı pay sahipliği olan firmalara kıyasla daha yüksek teknolojik yoğunluk katsayısı olduğunu, yerel firmalardaki verimliliğin, ebeveynlerinden teknolojiye erişebilen yabancı firmalara kıyasla çok daha fazla şirket içi teknolojik çabadan kaynaklandığını belirtmişlerdir.

Literatürdeki bazı çalışmaların temel kaygılarından biri, yerel pay sahipliği olan firmalarda daha yüksek verimliliğinin, yabancıların birleşme ve devralmalarda ortalamanın üzerinde verimliliğe sahip firmaları seçmelerinden kaynaklanabileceğidir. Dolayısıyla, yabancı pay sahipliği olan firmalar ile diğer firmalar arasında verimliliklerinin karşılaştırılması yanıltıcı olabilir. Bu çalışmalar, yabancı firmaların en verimli firmaları seçme eğiliminde olup olmadığını ve yabancı satın almaların satın alınan firmaların verimliliği üzerinde olumlu bir etkisi olup olmadığını bulmaya çalışmaktadır. Gioia ve Thomsen (2004) yabancı firmaların yerli firmalara kıyasla daha düşük verimliliğe sahip firmaları satın alma eğiliminde olduğunu bulmuştur. Öte yandan, Salis (2008) yabancı firmaların Slovenya'daki en üretken firmaları seçme eğiliminde olduğunu ve yabancı satın almaların Sloven firmaların üretkenliği üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını göstermiştir. Arnold ve Javorcik (2005), Karpaty (2007) ve Girma ve Görg (2007) sırasıyla Endonezya, İsveç ve İngiltere'de yabancı satın almanın verimlilik üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu bulmuşlardır. Arnold ve Javorcik (2005), yabancı satın almaların Endonezya'da artan ihracat ve ithalat yoğunluğu yoluyla fabrikaların küresel ekonomiye entegrasyonunu da teşvik ettiğini belirtmektedir. Karpaty (2007), İsveç'te verimlilik artışının satın alma sonrası 1-5 yıl arasında başladığını göstermiştir. Girma ve Görg (2007), verimlilik artışının ölçek etkisinden ziyade ağırlıklı olarak teknik etkinlikten kaynaklandığını gösteren kanıtlar sunmaktadır. Conyon vd. (2002) İngiltere'deki yerli ve yabancı satın almaları analiz etmiş ve yabancı bir firma olmanın verimlilik üzerinde yerli bir firma olmaktan önemli ölçüde daha yüksek bir etkiye sahip olduğunu bulmuştur. Bertrand ve Zitouna (2005) hem yerli satın almaların hem de yabancı satın almaların, satın alınan firmaların verimliliğini artırdığını bulmuştur. Ancak, verimlilik kazançları yabancı satın almalar için daha güçlüdür.

2.7.2. Finansal performans ile ilgili araştırmalar

İçselleştirme teorisi, firmaya özgü avantajların yurtdışında iş yapmanın daha yüksek maliyetlerini telafi edebileceğini ve yabancı pay sahipliği olan firmaların üstün finansal performans sergilemesine yardımcı olabileceğini öne sürmektedir. Ayrıca,

yabancı pay sahipliği olan firmaların yerel pay sahipliği olan firmalardan daha büyük olmaları nedeniyle ölçek ekonomilerinin bir sonucu olarak daha düşük maliyetlere sahip olmaları beklenmektedir. Ayrıca faaliyetlerinde daha fazla esneklik yaratabilir ve maliyetlerini düşürebilirler. Yabancı pay sahipliği olan firmaların çok uluslu şirketlerin uluslararası pazarlama ağlarına erişimi daha iyi ihracat performansını kolaylaştırmaktadır (Ramstetter, 1999; Ngoc ve Ramstetter, 2004). Dolayısıyla, daha büyük ölçekte daha kârlı bir şekilde faaliyet gösterebilirler (Globerman, Ries ve Vertinsky, 1994).

Yabancı pay sahipliği ile finansal performans arasındaki ilişkiyi analiz eden ampirik çalışmalarda, finansal performansı etkilediğinden şüphelenilen bazı kontrol değişkenlerinin eklenmesiyle ekonometrik modeller türetilmektedir. Son dönemde yapılan çalışmalarda firma sabit etkili panel veri modelleri ve panel veri ile GMM (Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi) tahmincileri kullanılmaktadır. Kimura ve Kiyota (2007) ve Kuntluru ve diğerleri (2008) yabancı pay sahipliği ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki olduğunu gösteren kanıtlar sunmaktadır. Barbosa ve Louri (2005) Portekiz ve Yunanistan’da sadece brüt kârların üst kantillerindeki firmalar için böyle bir etki bulmuştur. Kimura ve Kiyota (2007) Japonya’da yabancı pay sahipliği olan firmaların yerel firmalara göre daha yüksek aktif ve özsermaye kârlılığına sahip olduğunu bulmuştur. Yabancı pay sahipliği olan firmalar ayrıca bu değişkenler açısından daha hızlı büyüme kaydetmektedir. Kimura ve Kiyota (2007) ayrıca yabancı yatırımcıların hemen kârlı olmayabilecek firmalara yatırım yaptıklarını bulmuştur. Ancak gelecekte potansiyel olarak en kârlı olacak firmaları seçmektedirler.

Yabancı sahiplerin elinde bulundurduğu hisse yüzdesi ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen ampirik çalışmalar çelişkili sonuçlara sahiptir. Shapiro (1983), Kanada’da iki değişken arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Pawlik (2005) Polonya’da yabancı pay sahipliği derecesi ile finansal performans arasındaki ilişkinin genişleme aşamasında pozitif, belirsizlik ve olgunluk aşamalarında ise negatif olduğunu göstermiştir. Ramaswamy, Gomes ve Veliyath (1998) Hindistan’da yabancı pay sahipliği derecesi ile finansal performans arasındaki ilişkinin U şeklinde bir eğriye yaklaştığını gösteren kanıtlar sunmaktadır. Öte yandan, Greenaway, Guariglia ve Yu (2009) ters U şeklinde bir model bulmuş ve Çin’de ortak girişimlerin en iyi performans gösteren şirketler olduğunu göstermiştir. Zeitun ve Tian (2007) ve Lee (2008) Ürdün ve Kore’de yabancı pay sahipliği derecesi ile finansal performans arasında bir ilişki olmadığını göstermiştir. Chibber ve Majumdar (1999) çoğunluk hissesinin yabancılara ait olmasının

finansal performans üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu bulmuştur. Ramstetter (1999) Endonezya'da çoğunluğu ve tamamı yabancı sermayeli şirketlerin diğer yabancı sermayeli şirket gruplarına göre daha yüksek kâr marjlarına sahip olduğunu gösteren kanıtlar sunmaktadır.

Bazı çalışmalar, yabancı pay sahipliği olan firmaların üstün performansının, yüksek kârlılığa sahip sektörlerde faaliyet göstermeyi tercih etmelerinden kaynaklanabileceğini savunmaktadır (Saunders, 1982; Benfratello ve Sembenelli, 2006). Daems ve Van de Weyer (1993) Belçika'da yabancı pay sahipliği olan firmaların aktif karlılığı ve özsermaye karlılığının yerel sermayeli firmalara göre daha yüksek olduğunu bulmuştur. Ayrıca, finansal performans açısından yabancı pay sahipliği olan firmalar ve yerel pay sahipliği yüksek olan firmalar arasındaki farkın endüstriler içinde daha düşük olduğunu göstermişlerdir. Bu da yabancı sahiplerin daha iyi finansal performansa sahip sektörlere yatırım yaptığı anlamına gelmektedir.

Yabancı pay sahipliği olan firmalar ayrıca reklam yoğunluğunun yüksek olduğu sektörlerde yoğunlaşmaktadır. Morgan ve Wakelin (2003) marka isimleri ve yenilikçi ürünler gibi firmaya özgü varlıkların yabancı pay sahipliği olan firmaların reklam yoğunluğunu artırdığını öne sürmektedir. Sonuç olarak, reklam yoğunluğu yabancı pay sahipliği olan firmaların performansını olumlu yönde etkileyebilecek önemli bir faktör olarak görülmektedir. Bellak (2004), daha yüksek sermaye yoğunluğundan kaynaklanan daha yüksek işgücü verimliliğinin yabancı pay sahipliği olan firmalarda daha yüksek kârlılığa neden olabileceğini belirtmektedir. Bellak (2004), çok uluslu şirketlerin vergi yükünü azaltmak amacıyla kârlarını olduğundan düşük göstermelerinin yurtdışı iştiraklerin kârlarını güvenilmez hale getirebileceğini de eklemektedir. Shleifer ve Vishny (1986) yabancı pay sahiplerinin, izleme maliyetlerini içselleştirebilen ve izleme için daha fazla çaba harcama eğiliminde olan büyük hissedarlar olma eğiliminde olduğunu belirtmektedir. Bu nedenle, yabancı pay sahipliği olan firmaların daha düşük vekalet maliyetlerine maruz kalması beklenmektedir (Boardman vd.,1997). Khanna ve Palepu (1999), yabancı yatırımcıların Hindistan'da önemli bir izleme işlevi gördüğünü ve yabancı pay sahipliğinin artmasıyla yönetimin takdir yetkisi, kaytarma ve yan ödemelerin azalma eğiliminde olduğunu bulmuştur. Sonuç olarak, bu durum firmanın performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Boardman, Shapiro ve Vining (1997), vekâlet maliyetlerindeki farklılıkları kontrol ettiklerinde yabancı pay sahipliği olan

firmaların yerel pay sahipliği olan firmalara göre performans avantajının azaldığını bulmuştur.

Anderson, Jandik ve Makhija (2001) yabancı yatırımcıların, kurumsal yönetim üzerinde etkili olabilmek için yerli yatırımcıların büyük hisse bloklarını kontrol etmediği firmalara yatırım yapmayı tercih ettiklerini göstermiştir. Mata ve Portugal (2002), yabancılığın Portekiz'deki yeni yabancı pay sahipliği olan firmaların ve yerel pay sahipliği olan firmaların hayatta kalmasında önemli farklılıklar yaratıp yaratmadığını analiz etmiş ve iki firma grubunun farklı hayatta kalma şansı sergilemediğini bulmuştur. Pan ve Chi (1999) Çin'de yabancı sermayeli firmaların hayatta kalma oranının ortak girişimlerden farklı olmadığını göstermiştir. Öte yandan, Li ve Guisinger (1991) ABD'de yabancı pay sahipliği olan firmaların yerel pay sahipliği olan firmalara kıyasla daha az ticari başarısızlıkla (iflas koruma başvurusunda bulunma, istem dışı tasfiye edilme veya zayıf finansal performans nedeniyle faaliyetlerini durdurma) karşılaştığını tespit etmiştir. Fosfuri ve Motta (1999), geri kalmış çok uluslu şirketlerin teknoloji gibi bölgeye özgü bilgilerden faydalanabilecekleri ülkelerde doğrudan yatırım yapabileceklerini ileri sürmektedir. Bu amaçla kurulan iştirakler kârsız ve maliyetli olabilir, ancak ana şirkette ve diğer iştiraklerde öğrenilen bilginin uygulanmasından elde edilen kâr maliyetleri dengeleyebilir. Fosfuri ve Motta'yı (1999) destekleyen bir bulgu Kogut ve Chang'dan (1991) gelmektedir. Kogut ve Chang (1991), 1976-1987 döneminde Japonya'dan ABD'ye yapılan yabancı yatırımın Ar-Ge'nin yoğun olduğu sektörlerde yoğunlaştığını ve çoğunlukla Japonların Amerikan firmalarının teknolojik yeteneklerinden faydalandığı ortak girişimlerden oluştuğunu bulmuştur. Chari, Chen ve Dominguez (2009) yabancı satın almaların finansal performans üzerindeki etkisini incelemiş ve yabancı satın almaların ABD'deki firmaların finansal performansını iyileştirdiğini bulmuştur. Öte yandan, Bertrand ve Zitouna (2005) Fransa'da ne yerli ne de yabancı satın almaların satın alınan firmaların finansal performansını iyileştirmede bulunduğunu bulmuştur.

2.8. BİST İşlem Gören Seçili Sektörlerin Yabancı Pay Sahipliği İlişkisi

2.8.1. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları

Teknolojik açıdan bakıldığında Türkiye birçok sanayi alanında büyük ölçüde dışa bağımlı bir konumdadır (Yiğit ve Güner, 2008). 1980 sonrasında dışa dönük sanayileşme ve liberalleşmeye dayalı ekonomi politikaları ve küresel ekonomiye entegrasyon çabaları, süregelen ekonomik ve finansal krizlerle sık sık kesintiye uğramıştır. Ekonomik istikrarın

sağlanamaması ve bu nedenle sermaye edinmenin çok pahalı olması, girişimcilerin yatırım yapmak için gerekli fonları sağlamalarının önündeki en büyük engeller haline gelmiştir. Türkiye’de 2001 finansal krizinden sonra uygulanan Uluslararası Para Fonu (IMF) destekli programla birlikte ekonomik istikrar sağlanmış ve finansman maliyetleri düşmüş, böylece ülkede girişimci sayısı artmıştır. Türkiye’de girişimcilik, teknoparklar, iş geliştirme merkezleri ve girişimcilik programları gibi birçok yeni girişim ve faaliyetle hızla gelişmektedir (Bayar, 2012).

Kâr ve zarar ortaklığına dayalı girişim sermayesi yatırım ortaklığı (GSYO), özellikle fikir aşamasındaki yeni projeleri finanse ederek ekonomik kalkınmaya katkı sağlayan bir finansman modelidir. Bu finansman modeli fikir aşamasındaki projeleri desteklediğinden, beklenen risk çok yüksektir ve riske bağlı olarak beklenen getiri de çok yüksektir. Bu finansman modelinin ekonomi açısından temel önemi, yeni kurulan şirketleri artırmak, bireysel girişimleri destekleyerek işsizliği azaltmak ve üretimi artırarak ülke ekonomisini geliştirmektir. Ayrıca bu model, uzun vadeli bir finansman modeli olması nedeniyle özellikle gelişmekte olan ülkelerin kalkınma sürecinde ihtiyaç duydukları uzun vadeli finansmanın sağlanması açısından da önem taşımaktadır (Aktaş ve İlgün, 2019).

Türkiye’de son yıllarda yabancı yatırımcıların piyasaya giriş yaptığı bilinmektedir. Bu durum girişim sermayesi yatırım ortaklıkları sektöründe de gerçekleşmektedir. Aşağıdaki tabloda BİST’te bulunan girişim sermayesi yatırım ortaklığı firmaları ve yabancı pay sahipliği oranları verilmektedir.

Tablo 2.1. *Girişim sermayesi yatırım ortaklığı sektörü yabancı pay sahipliği*

	Yabancı Pay Sahipliği Oranları
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	6,23
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,21
Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,93
ICU Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,08
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,32
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,14
Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	7,88
Toplam	2,4

Kaynak: KAP veritabanı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablodaki veriler, 2023 Aralık ayı itibarıyla gerçekleşen verilerdir. Sektör bazında toplam 7 şirket bulunmakta olup, en büyük yabancı pay sahipliği oranı %7,88 ile

Verusaturk şirketine aittir. En düşük yabancı pay sahipliği ise %0,08 ile ICU şirketine aittir. Sektörün toplam yabancı pay sahipliği oranı ise %2,4'tür.

Gelişmiş finansal sistemler asimetrik bilgi sorununu hafifleterek girişimci sermayedarlar için üstlenilen riski ve artan tanıtım fırsatlarını en aza indirmek için önemli bir adım atmaktadır (Tuna ve İsaetli, 2014). Girişim sermayedarları, yatırım yaptıkları işletmelerin yenilikçi faaliyetlerini hızlandırdıkları ve araştırma-geliştirme faaliyetlerini destekledikleri için ekonomik büyümeyi doğrudan ve dolaylı olarak olumlu yönde etkilemektedir. Girişim sermayesi yatırımları ile yeni iş fırsatları ortaya çıkmakta, üretim artmakta, ücret düzeyi yükselmekte, rekabet hızlanmakta ve bunlarla birlikte yatırımlarda ve ihracatta büyüme yaşanmakta ve böylece hem ulusal hem de bölgesel kalkınmaya katkı sağlanmaktadır (Bender ve Lutz, 2009).

2.8.2. Holdingler ve yatırım şirketleri

Küreselleşme ile birlikte işletmeler kar elde etmek, sürdürülebilirliği sağlamak ve büyümek gibi temel amaçlarını uluslararası pazarlarda gerçekleştirmek zorunda kalmışlardır. Küresel arenada faaliyet gösteren işletmelerin birbirleri ile rekabet edebilmeleri için büyümeleri ve faaliyet alanlarını geliştirmeleri kaçınılmaz hale gelmiştir. Rekabetin yoğun olduğu pazarlarda işletmeler güçlerini birleştirmek ve pazar paylarını artırmak için kartel, endişe, tröst ve holding gibi farklı birleşme türlerini uygulamayı tercih etmektedirler (Okka, 2009). Holding, şirket büyümesinin bir başka versiyonudur ve kar elde etmek amacıyla iki veya daha fazla şirketin bir araya gelmesiyle oluşan şirketler grubu olarak tanımlanmaktadır. Holdingleşmede amaç, hisse senetleri satın alınan bir şirketle birleşmek ve kontrolü ele geçirmektir. Bu nedenle Türkiye'de holdingleşme, yatırımcılar için bir güç göstergisi ve güvenli bir yatırım alanı olarak görülmektedir (Bağcı ve Kaygın, 2020).

Holdinglerin uluslararası boyuta ulaşma, etkin yönetim, küçük sermaye ile büyük sermayeyi yönetme, uzmanlaşma, yatırım, üretim, Ar-Ge, finansman, kârlılık, rekabet, risk dağılımı ve vergi teşviklerinden yararlanma gibi birçok avantajı bulunmaktadır. Bu avantajlar, bir finansal sistemde işletmelerin hayatta kalması, büyümesi ve ekonomik katkı sağlaması için oldukça önemlidir. Bilindiği üzere işletmeler bir ülke ekonomisine istihdam sağlama, vergi ödeme ve ticari döngü gibi çeşitli açılardan katkı sağlamaktadır. Bu bağlamda, holdingler özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için kilit rol oynamaktadır (Kuloğlu, 2019). Bu bağlamda BİST'te holdingler ve yatırım şirketleri

sektöründe bulunan şirketlerin yabancı pay sahipliği oranları da önem arz etmektedir. Aşağıdaki tabloda sektörde bulunan 50 şirkete ait yabancı pay sahipliği oranları verilmiştir.

Tablo 2.2. *Holdingle ve yatırım şirketleri sektörü yabancı pay sahipliği*

	Yabancı Pay Sahipliği Oranları
AG Anadolu Grubu Holding A.Ş.	22,1
Akdeniz Yatırım Holding A.Ş.	0
Alarko Holding A.Ş.	12,26
Atlantis Yatırım Holding A.Ş.	0
Avrupa Yatırım Holding A.Ş.	1,54
Bera Holding A.Ş.	9,8
Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.	5,07
Cosmos Yatırım Holding A.Ş.	0,21
Dagi Yatırım Holding A.Ş.	0,25
Denge Yatırım Holding A.Ş.	0,21
Derlüks Yatırım Holding A.Ş.	6,54
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	16,06
Eczacıbaşı Yatırım Holding Ortaklığı A.Ş.	3,64
Eis Eczacıbaşı İlaç Sınai ve Finansal Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,64
Euro Yatırım Holding A.Ş.	5,67
Global Yatırım Holding A.Ş.	19,99
GSD Holding A.Ş.	8,68
Güler Yatırım Holding A.Ş.	1,05
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	49,13
Hedef Holding A.Ş.	0,37
Inveo Yatırım Holding A.Ş.	0,1
Investco Holding A.Ş.	14,53
Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.	0,78
İhlas Holding A.Ş.	11,48
İhlas Yayın Holding A.Ş.	17,01
İşbir Holding A.Ş.	0,47
Kervansaray Yatırım Holding A.Ş.	0
Kiler Holding A.Ş.	16,86
Koç Holding A.Ş.	62,32
Loras Holding A.Ş.	2,29
Marka Yatırım Holding A.Ş.	0,19
Mazhar Zorlu Holding A.Ş.	0,02
Metemtur Yatırım Enerji Turizm ve İnşaat A.Ş.	0,85
Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.	2,25
Mmc Sanayi ve Ticari Yatırımlar A.Ş.	0,16
Net Holding A.Ş.	6,1
Ostim Endüstriyel Yatırımlar ve İşletme A.Ş.	0,95

Tablo 2.2. (Devam) Holdingler ve yatırım şirketleri sektörü yabancı pay sahipliği

Otto Holding A.Ş.	0,09
Polisan Holding A.Ş.	7,44
Ral Yatırım Holding A.Ş.	3,34
TAV Havalimanları Holding A.Ş.	62,99
Tekfen Holding A.Ş.	19,62
Turcas Petrol A.Ş.	1,43
Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	21,56
Ufuk Yatırım Yönetim ve Gayrimenkul A.Ş.	0,18
Umpaş Holding A.Ş.	0
Ünlü Yatırım Holding A.Ş.	2,78
Verusa Holding A.Ş.	38,61
Yeşil Yatırım Holding A.Ş.	0,16
1000 Yatırımlar Holding A.Ş.	5,58
Toplam	9,327

Kaynak: KAP veritabanı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo incelendiğinde, farklı holding ve yatırım şirketlerinin yabancı pay sahipliği oranları çeşitlilik arz etmektedir. Şirketler arasında hiçbir yabancı pay sahipliği bulunmayan şirketler olduğu gibi %50'sinden fazlasının yabancı pay sahibi olan şirketler de mevcuttur. En fazla yabancı pay sahipliği olan şirketler ise %62,99 ile TAV ve %62,32 ile Koç Holding'tir. Sektörün yabancı pay sahipliği oranına bakıldığında ise %9,327'dir.

Türkiye'de 1960'lı yıllarda başlayan holdingleşme süreci son yıllarda hız kazanmıştır. Dünya genelinde halka açık birçok holdingin yıllık gelirlerinin bazı ülkelerin gayri safi yurt içi hasıllarından daha fazla olduğu ve söz konusu holdinglerin ülke ekonomileri için vazgeçilmez olduğu bilinmektedir. Borsa İstanbul verilerine baktığımızda son yirmi yılda yaşanan dalgalanmalara rağmen holdinglerin hem piyasa değeri hem de karlılık açısından finansal olarak başarılı olduğunu söyleyebiliriz (Ece, 2019).

2.8.3. Teknoloji

Endüstriyel ekonomiden bilgi ekonomisine geçişin ekonomik iyileşme, muhasebe ve maddi olmayanın pazarlanması açısından sonuçları olmuştur. Maddi olmayan sermaye, işletmelerin farklılaşmasının ve rekabet gücünün ana faktörüdür (Penman, 2009). Teknolojiye yapılan yatırım, diğer maddi olmayan yatırımlarla ilişkili olarak, önemli bir yatırım biçimi olarak değerlendirilmektedir (Karl-Heinz, 2005). Şirketler,

fırmadaki çeşitli paydaşlar için gelecekte ekonomik fayda sağlamak amacıyla son yirmi yılda teknolojiye önemli miktarlarda yatırım yapmıştır (Lantza ve Sahutb, 2005).

Birçok sektörden farklı olarak bilgi ve teknoloji sektöründe son dönemde yaşanan değişim ve gelişmeler ülke ekonomilerinde ve bunun bir yansıması olarak işletme yapılarının şekillenmesinde son derece önemli bir yere sahiptir. Küresel ekonomide teknoloji alanında yaşanan ileri gelişmelerin oluşturduğu finansal yapı, rekabet ortamını geliştirmiş ve genişletmiştir. Rekabetin artmasıyla birlikte işletmeler ayakta kalabilmek ve finansal ortamda kendi paylarına düşen pastaya ulaşabilmek için yenilik yapmayı, açılmayı, bilgi ve teknolojideki değişimlere ayak uydurmayı öğrenmek zorunda kalmışlardır (Soylu, 2020). Bilgi teknolojileri bilgi düzeylerinde değişimler sağlamaktadır. Ayrıca bilim, iletişim, bilgisayar ve ulaşım teknolojilerindeki sürekli gelişmeler ticaret ve ekonomide meydana gelen küreselleşmede önemli rol oynamaktadır. Bununla birlikte işletme performansının doğru tespiti ve değerlendirilmesi, işletmelerin zor rekabet koşulları altında rekabet edebilme, küresel pazarda kendilerine yer bulabilme ve buralarda süreklilik sağlayabilme gibi durumların öngörülmesi ve yorumlanması açısından önem taşımaktadır (Demirhan ve Arabacıoğlu, 2017)

Günümüzde insanların tüm yaşamını, çalışma biçimlerini ve alışkanlıklarını değiştiren teknolojik gelişmeler, toplumların ve şirketlerin gelişmesinde ve kurumsallaşmasında önemli bir rol oynamaktadır. Dünya çapında teknolojideki hızlı gelişmeler ve Türkiye'deki teknolojik yatırımlar olumlu etkilerinin her geçen gün daha da artmasına yol açmaktadır (Dumanoğlu ve Ergül, 2010). Bilişim sektöründe ve diğer sektörlerde yaşanan bu gelişmelerin bir yansıması olarak doğrudan yabancı yatırımcılar Türkiye yatırımlarını artırmaktadır. Sektör 2015 yılından bu yana yıllık ortalama %17 oranında büyümektedir. Sektörün ihracatı ise 2015 yılından bu yana büyüyerek 1,1 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Bunun yanında yabancı yatırımcıların da teknoloji şirketlerine yönelik yatırımları artmaktadır (TÜBİSAD, 2019). BİST'te teknoloji sektöründe bulunan şirketlerin sayısı ve yabancı pay sahipliğine bakıldığında son yıllarda artış olduğu dile getirilebilir. Aşağıdaki tabloda BİST teknoloji sektöründe bulunan 33 şirkete ait yabancı pay sahipliği oranı verilmektedir.

Tablo 2.3. *Teknoloji sektörü yabancı pay sahipliği*

	Yabancı Pay Sahipliği Oranları
Alcatel Lucent Teletaş Telekomünikasyon A.Ş.	0,87
ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.	3,13
Arena Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	50,7
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	31,37
ATP Yazılım ve Teknoloji A.Ş.	1,29
Aztek Teknoloji Ürünleri Ticaret A.Ş.	0,9
Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret A.Ş.	4,4
Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	0,42
E-Data Teknoloji Pazarlama A.Ş.	1,63
Escort Teknoloji Yatırım A.Ş.	8,26
Fonet Bilgi Teknolojileri A.Ş.	0,21
Forte Bilgi İletişim Teknolojileri Vve Savunma Sanayi A.Ş.	0,45
Hitit Bilgisayar Hizmetleri A.Ş.	24,24
Ingram Micro Bilişim Sistemleri A.Ş.	0,02
İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12,53
Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş.	4,41
Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,56
Kron Teknoloji A.Ş.	1,48
Link Bilgisayar Sistemleri Yazılımı ve Donanımı Sanayi ve Ticaret A.Ş.	0,09
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	37,59
Manas Enerji Yönetimi Sanayi ve Ticaret A.Ş.	0,83
Matriks Bilgi Dağıtım Hizmetleri A.Ş.	15,69
Mia Teknoloji A.Ş.	3,92
Mobiltel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1,19
Netaş Telekomünikasyon A.Ş.	0,57
Obase Bilgisayar ve Danışmanlık Hizmetleri Ticaret A.Ş.	0,15
Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş.	0,07
Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.	18,34
Plastikkart Akıllı Kart İletişim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	31,89
Reeder Teknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1,91
Sdt Uzay ve Savunma Teknolojileri A.Ş.	4,42
Smartiks Yazılım A.Ş.	5,5
VBT Yazılım A.Ş.	0,46
Toplam	8,257

Kaynak: KAP veritabanı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo incelendiğinde, şirketler arasında yabancı pay sahipliği oranı açısından farklılığın olduğu dile getirilebilir. Çoğu firmanın yakın zaman dilimi içerisinde kurulduğu düşünülürse, bu durum diğer sektörlerle göre çok daha iyi bir konumdadır. Sektör içerisinde en fazla yabancı pay sahipliği oranı %50,7 ile Arena Bilgisayar Sanayi

Ticaret A.Ş.'ye aittir. Onu %37,59 ile Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A. Ş. takip etmektedir. Sektörün ortalama yabancı pay sahipliği oranı ise %8,257'dir.

2.8.4. Elektrik, gaz ve buhar

Günümüzde enerji, teknolojik, bilimsel, endüstriyel gelişmeler ve küreselleşme ile birlikte ister üretici ister tüketici olsun bireylerin ve toplumların yaşamlarının merkezinde en önemli ihtiyaç olarak yerini almıştır. Öyle ki günümüzde enerjisiz bir yaşam artık düşünülemez hale gelmiştir. Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) tarafından yapılan çalışmalar, mevcut enerji politikaları ve enerji arzı tercihlerinin devam etmesi halinde, dünya birincil enerji talebinin 2007-2030 yılları arasında %40 oranında artacağını göstermektedir. Bu talep artışının zamanında ve güvenli bir şekilde karşılanabilmesi için 2030 yılına kadar enerji sektörü arz altyapısına küresel çapta 26 trilyon dolar yatırım yapılması, sadece elektrik sektörüne üretim, iletim ve dağıtım için 13,7 trilyon dolar yatırım yapılması öngörülmektedir (İskenderoğlu, Karadeniz ve Ayyıldız, 2015).

Enerji, başta AB olmak üzere, gelecekte enerjide %70 oranında dışa bağımlı hale gelecek olan gelişmiş ülkelerin hükümetleri için endişe kaynağıdır. Dünyanın petrol ve doğalgaza olan aşırı bağımlılığı ve petrol fiyatlarındaki artış, dünya ekonomisi ve AB gibi dışa bağımlılığı yüksek ekonomiler üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Petrol fiyatlarındaki %10'luk bir artış küresel GSYH'yi %0,5 oranında (255 milyar Avro'ya eşdeğer) azaltmaktadır. Bu yönüyle enerji sektörü ülkelerin kalkınması açısından oldukça önemlidir. Enerji sektöründeki şirketler, ülkelerin enerji arzı ve sürdürülebilir kalkınması için de hayati önem taşımaktadır (Çelikdemir, 2021). Bu derece önemli bir sektör olan enerji sektörünün yabancı yatırımcı çekmesi de beklenen bir durumdur. BİST'te işlem gören enerji, gaz ve buhar sektöründe bulunan 30 şirketin yabancı pay sahipliği oranlarına ait veriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 2.4. *Elektrik, gaz, buhar sektörü yabancı pay sahipliği*

	Yabancı Pay Sahipliği Oranları
Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş.	10,26
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,42
Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.	20,22
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	3,62
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	0,26
Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	19,52

Tablo 2.4.(Devam) Elektrik, gaz, buhar sektörü yabancı pay sahipliği

Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	5,98
Ayen Enerji A.Ş.	1,45
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.	12,74
Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş.	0,43
Cw Enerji Mühendislik Ticaret Ve Sanayi A.Ş.	5,46
Çan2 Termik A.Ş.	5,59
Çates Elektrik Üretim A.Ş.	3,55
Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş.	1,53
Enerjisa Enerji A.Ş.	27,23
Enerya Enerji A.Ş.	6,83
Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	1,8
Galata Wind Enerji A.Ş.	10,91
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	0,05
İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	3,76
Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	0,51
Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	18,89
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	24,02
Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	0,32
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	13,7
Pamel Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.	0,26
Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12,88
Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş.	0,07
Zedur Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	0,73
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	30,3
Toplam	8,109

Kaynak: KAP veritabanı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Sektör içerisindeki firmalar incelendiğinde, yabancı pay sahipliği fazla şirketlerin daha eski ve holdingleşmiş şirketler olduğu görülmektedir. Sektör içerisindeki en fazla yabancı pay sahipliği olan şirket, Zorlu Enerji'dir. Zorlu Enerji'nin yabancı pay sahipliği oranı %30,3'tür. Onu %27,23 ile EnerjiSa takip etmektedir. Sektörde bulunan firmalar arasında yabancı pay sahipliği %1'in altında 10 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin pay sahipliği değişmekle birlikte genel itibariyle %0,5 civarındadır. Sektörün yabancı pay sahipliği oranı ise %8,1'dir.

2.8.5. Gıda, içecek ve tütün

Dünya üzerinde yaşayan canlılar hayatta kalabilmek için suya ve gıdaya ihtiyaç duymaktadır. Bu doğrultuda gıda sektörünün önemi her geçen gün artmaktadır. Gıda sanayi, canlıların ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla hem bitkisel hem de hayvansal

hammadeleri çeşitli işlemlerden geçirerek tüketime hazır, raf ömrü uzun ürünlere dönüştüren önemli bir imalat sanayidir (Ekşi vd., 2005). Uluslararası Gıda Standart Sanayi Sınıflandırması-3 (ISIC-3) sistemine göre gıda sanayi, yeryüzündeki insanların veya hayvanların gıda ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla tarım, hayvancılık ve balıkçılık faaliyetlerinden elde edilen ürünleri gıda ve içeceklere dönüştüren ve doğrudan gıda ürünü olarak sınıflandırılmayan çeşitli ara ürünleri üreten sektör olarak tanımlanmaktadır (ISIC, 2002). ISIC-3 ve AB Ekonomik Faaliyetlerin İstatistikî Sınıflaması (NACE) sistemlerine göre gıda ve içecek sanayi sektörü et ve et ürünleri süt ve süt ürünleri su ürünleri tahıllar ve nişasta ürünleri meyve ve sebze işleme bitkisel ve hayvansal ham ve katı yağlar diğer gıda ürünleri yem sanayi ve içecek imalatı sektörleri olarak dokuz alt sektörden oluşmaktadır (Bulu, Eraslan ve Barca, 2007).

Yeryüzünde canlı yaşamının devamı için hayati bir öneme sahip olan gıda sektörü, emek yoğun bir sektör olmakla birlikte, istihdama katkısı ve yarattığı katma değer nedeniyle küreselleşen dünyada ülkeler için stratejik bir öneme sahiptir. Dolayısıyla küreselleşen dünyada diğer sektörlerde olduğu gibi gıda sektöründe faaliyet gösteren işletmeler de acımasız bir rekabet ortamında ayakta kalma mücadelesi vermektedirler. Ayrıca bu mücadele ortamında belirledikleri hedeflere ulaşabilmek için pazar paylarını ve karlılıklarını artırma çabası içerisindedirler (Özkan, 2021). Bu doğrultuda yabancı yatırımcıyı çekmek, şirketler adına önemlidir. Ülkemizde faaliyette bulunan ve BİST’te işlem gören gıda, içecek ve tütün sektöründe 40 firma bulunmaktadır. Bunların yabancı pay sahipliği oranlarına ait bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 2.5. *Gıda, içecek, tütün sektörü yabancı pay sahipliği*

	Yabancı Pay Sahipliği Oranları
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.	58,05
Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	0,33
A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	0,24
Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii A.Ş.	78,64
Coca-Cola İçecek A.Ş.	80,13
Dardanel Önentaş Gıda Sanayi A.Ş.	0,55
Dmr Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.	8,73
Ekiz Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	0,01
Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1,43
Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	13,33
Ersu Meyve ve Gıda Sanayi A.Ş.	0,18
Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş.	0,05
FriGo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	0,07

Tablo 2.5.(Devam) *Gıda, içecek, tütün sektörü yabancı pay sahipliği*

Göknur Gıda Maddeleri Enerji İm. İth. İhr. Tic.ve Sanayi A.Ş.	0,56
Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.	8,97
Kent Gıda Maddeleri Sanayii ve Ticaret A.Ş.	89,46
Kereviş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1,73
Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11,28
Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1,24
Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.	0,62
Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	0,38
Merko Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	0,63
Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	1,15
Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1,54
Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	0,88
Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	0,54
Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.	1,65
Pınar Su ve İçecek Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7,47
Pınar Süt Mamulleri Sanayii A.Ş.	2,67
Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat A.Ş.	0,15
Selva Gıda Sanayi A.Ş.	1,08
Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	0,67
Tat Gıda Sanayi A.Ş.	7,91
Tetamat Gıda Yatırımları A.Ş.	18,21
Tukaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1,76
Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayii A.Ş.	0,78
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	0,54
Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	70,13
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	1,01
Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,32
Toplam	11,951

Kaynak: KAP veritabanı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Sektör içerisinde bulunan birkaç firma haricindeki şirketlerin yabancı pay sahipliği oranı oldukça düşüktür. Fakat bazı firmalar ise, sektör içerisinde yabancı pay sahipliği oranı ile ön plana çıkmaktadır. Bunların en başında %89,46 yabancı pay sahipliği ile Kent gıda gelmektedir. Yabancı pay sahipliği oranı yüksek olan bir diğer firma ise Coca-Cola İçecek'tir. Şirketin yabancı pay sahipliği oranı %80,13'tür. Bununla birlikte Ülker Bisküvi ve Anadolu Efes Biracılık'ın da yabancı pay sahipliği oranı oldukça yüksek olup, sırasıyla %70,13 ve %58,05'tir. Sektörün ortalama yabancı pay sahipliği oranı ise %11,9'dur.

3. YÖNTEM VE BULGULAR

3.1. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmada Panel veri analiz yöntemleri kullanılarak değişkenler arasındaki ilişkinin varlığı sınanmıştır. Yabancı pay sahipliği oranının BİST’te işlem göre sektörler özelinde incelenmesi gerçekleştirilmiştir. Çalışma kapsamında toplamda 5 alt sektör incelenmiştir. Bu sektörler; girişim sermayesi ve yatırım ortakları, holdingler ve yatırım şirketleri, teknoloji; elektrik, gaz ve buhar ile gıda, içecek, tütün sektörleridir. Bu 5 sektör içerisinde her bir sektörde 3 şirket olmak üzere toplamda 15 şirkete ait değişkenler kullanılmıştır. Çalışmada incelenen şirketlerin 2016-2022 dönemine ait aktif karlılık oranı (ROA), özsermaye karlılığı (ROE), FAVÖK marjı ve yabancı pay sahipliği oranı (YPS) arasındaki ilişkide toplam 105 gözlem değeri bulunmaktadır. ROA, bir firmanın net gelirinin toplam varlıklarının ortalamasına bölünmesiyle hesaplanan oransal bir değerdir. ROE ise, bir şirketin hissedarlarının kendisine yatırdığı sermayeyi ne kadar iyi yönettiğini gösteren finansal orandır. Çalışmada bağımlı değişken olarak kullanılan son değişken ise FAVÖK marjıdır. FAVÖK marjı, yatırımcıya veya analiste her bir dolar gelir için ne kadar işletme nakdi üretildiğini göstermektedir. Yüksek FAVÖK marjına sahip bir şirketin daha verimli olduğunu ve karlılığını en üst düzeye çıkardığı, düşük FAVÖK marjına sahip bir şirketin ise verimli çalışmıyor olabileceği veya rekabetçi bir sektörde faaliyet gösteriyor olabileceği belirtilmektedir.

Çalışmadaki değişkenler arasındaki ilişki panel veri analiz yöntemleri kullanılarak incelenmiştir. Bu bağlamda öncelikle çalışmada yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testleri yapılmıştır. Birincil ve ikincil nesil birim kök testlerinden hangisinin uygulanması gerektiği bu ön testler ile sağlanmaktadır. Yatay kesit bağımlılığı için Breusch-Pagan LM, Pesaran scaled LM, Bias-corrected scaled LM ve Pesaran CD testleri kullanılmıştır. Homojenlik için ise Hsiao testi kullanılmıştır. Bununla birlikte değişkenlerin durağanlıkları birinci nesil birim kök testleri ile incelenmiştir. Çalışmada kullanılan panel birim kök testleri ise Levin-Lin ve Chu (LLC), Im-Pesaran ve Shin (IPS), ADF-Fisher ve PP-Fisher testleridir. Birim kök testlerinden elde edilen bulgulara göre değişkenler arasındaki ilişki panel ARDL testi ile gerçekleştirilmiştir. Çalışmada kullanılan tüm analizler Eviews 12 programı ile gerçekleştirilmiştir.

3.2. Araştırmanın Hipotezleri

Çalışmada BİST’te bulunan 5 alt sektördeki şirketlerin yabancı pay sahipliği oranındaki artış veya azalışın şirket karlılığını nasıl etkilediği, yabancı pay sahipliği oranındaki bir değişimin şirket karlılığında bir değişime neden olup olmayacağı ve böyle bir değişimin hem uzun hem de kısa dönemde nasıl gerçekleşeceğini belirlemek için H_0 ve H_1 hipotezleri ortaya konulmuştur. Araştırmanın hipotezleri aşağıdaki gibidir;

H_0 : Şirketlerde yabancı pay sahipliği oranındaki artış ile şirket karlılığı arasında bir ilişki yoktur.

H_1 : Şirketlerde yabancı pay sahipliği oranındaki artış ile şirket karlılığı arasında ilişki vardır.

3.3. Araştırmanın Veri Seti

Çalışmada kullanılan veriler, Merkezi Kayıt Kuruluşu, BİST ve Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) veritabanlarından elde edilmiştir. BİST alt sektörlerinden 5 farklı sektörde, her bir sektörden 3 firma olmak üzere toplamda 15 şirket ile çalışma gerçekleştirilmiştir. Girişim sermayesi yatırım ortakları sektöründen Verusaturk, Hub ve Gözde girişim sermayesi yatırım ortaklığı, holdingler ve yatırım şirketleri sektöründen TAV, Euro Yatırım ve Global yatırım holding, teknoloji sektöründen Arena, Ingram Micro ve Logo yazılım şirketi, elektrik, gaz, buhar sektöründen Aksu Enerji, Biotrend Çevre ve Enerji ve EnerjiSa, gıda, içecek ve tütün sektöründen Anadolu Efes, Banvit ve Coca-Cola İçecek şirketlerine ait veriler kullanılmıştır. Araştırmanın bağımsız değişkeni yabancı pay sahipliği (YPS), bağımlı değişkenleri ise aktif karlılık oranı (ROA) özsermaye karlılığı (ROE) ve FAVÖK marjıdır. 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 ve 2022 dönemine ait 7 yıllık verilerden oluşturulan verisetinde 105 gözlem sayısı bulunmaktadır.

3.4. Bulgular

Bu başlık altında öncelikle analize dair metodolojik bilgiler aktarılmış olup, daha sonra ilgili analizlere ait bulgular verilmiştir.

3.4.1. Panel veri analizi

Birçok çalışma ve araştırma, yüksek düzeyde etkinliğe ve kesinliğe sahip sonuçlar elde etmek için geliştirilen yöntemlere dayanmaktadır. İstatistik ve dalları, doğru kararlara ulaşmak için modeller oluşturmak ve analiz etmek için büyük bir etkiye sahiptir. Regresyon analizi, “bağımlı değişken” ve “bağımsız değişken” arasında matematiksel ilişki kurmakla ilgilenmektedir. Bu ilişki doğrusal kurulumdur ve son on yılda “regresyon denklemi” olarak adlandırılmaktadır (Hsiao, 2022).

Panel veri modeli özellikle ekonomik ve tıbbi alanda büyük ilgi görmüştür. Bu veri, zaman serilerinde bir kesit ölçümü olarak kabul edilmektedir. Kesit, eyaletleri, şehirleri veya kurumları içermektedir (Algama, 2012). Panel veri kullanmanın temel faydası, kesit ve zaman serileri arasında birleştirme yoluyla gözlem sayısını artırarak tahmindeki kesinliği artırmaktır. Birçok araştırmacı panel veri modelini incelemiş, bazıları (Bramati ve Croux, 2007; Dustmann, Engarcia ve Rochina-Barrachina, 2007; Sun, 2010; Lee ve Yu, 2010; Baltagi, Jung ve Song, 2010) panel veri modelinin özelliklerini matematiksel olarak incelemiş, bazıları da (Mikhed ve Zemcik, 2009; Chuang ve Wang, 2009; El-Gamal ve Inanoglu, 2005; Kai ve Qin, 2011; Lukas ve Jan, 2011) modelleri çalışmalarında uygulamıştır. Panel veri kullanan modellerin, tek başına zaman serisi veya sadece kesit kullanılmasından daha fazla avantajı bulunmaktadır. Konu ile ilgili olarak aşağıda maddeler halinde sunum yapılmıştır (Baltagi, 2005);

- Kesit verileri veya zaman serisi verileri durumunda ortaya çıkan özel değişen varyansın kontrolü, panel veride gerçekleşmemektedir.
- Panel veri, serbestlik derecesindeki artış ve değişkenler arasında daha az çoklu doğrusal bağlantı, zaman serisi veya kesit kullanıldığında daha fazla bilgi içeriği ile daha iyi verimlilik sağlamaktadır.

Panel veride kesit aynı zaman dilimlerinde ölçüldüğünde panel veri, “Dengeli Panel Veri” olarak adlandırılır, ancak aynı zaman dilimlerinde ölçülmezse panel veri “Dengesiz Panel Veri” olarak adlandırılır. Buradan panel veri modellerinin üçe ayrıldığını görmekteyiz. Bunlar, Havuzlanmış Regresyon Modeli (PM), Sabit Etkiler Modeli (FEM) ve Rastgele Etkiler Modeli’dir (REM) (Finkel, 1995).

Örneğin (T) zaman diliminde ölçülen (N) adet yatay kesit verilerimiz bulunmakta, bu durumda panel veri modeli aşağıdaki gibi yazılmaktadır (Hsiao, 2022);

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad ; i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

Burada: y_{it} , zaman periyodundaki (t) gözlemdaki (i) bağımlı değişken değeridir, $\beta_{o(i)}$, (i) gözlemindeki kesişim noktasının değeridir, β_j regresyon doğrusunun eğiminin değeridir, $X_{j(it)}$, (t) zaman diliminde (i) gözlemindeki bağımsız değişken değeridir (j), ε_{it} , (t) zaman diliminde (i) gözlemindeki hata değeridir. Ayrıca buradaki (i), kesit sayısını veren ve bu çalışmada incelenen şirket sayısıdır (Hsiao, 2022).

3.4.2. Yatay kesit bağımlılığı

İncelenen değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı olup olmadığını belirlemek için yapılan bir test olan yatay kesit bağımlılığında bağımsız değişkenler birbirlerini doğrusal olarak temsil etmemelidir. Bu testin yapılması, kullanılacak uygun panel birim kök testine karar verilmesi açısından çok önemlidir. İki grup birim kök testi vardır. Bunlardan ilki birinci nesil diğeri ise ikinci nesil birim köklerdir. Birinci nesil testler çapraz bağımlılığı hesaba katmazken, ikinci nesil testler bunu yapmaktadır (Koçbulut ve Altıntaş, 2016). Bu gerekçe ile araştırma analizine geçmeden önce öntest olarak yatay kesit bağımlılığı testi uygulanmıştır. Yatay kesit bağımlılığının belirlenmesi adına bu çalışmada Breusch-Pagan LM, Pesaran scaled LM, Bias-corrected scaled LM ve Pesaran CD testleri kullanılmıştır.

Tablo 3.1. Yatay kesit bağımlılığı bulguları

	YPS		ROA		ROE		FAVOK	
	Test ist.	Prob.	Test ist.	Prob.	Test ist.	Prob.	Test ist.	Prob.
Breusch-Pagan LM	315.00	0.051	151.15	0.053	182.75	0.055	223.958	0.098
Pesaran scaled LM	4.622	0.054	3.1851	0.059	5.3653	0.053	8.2089	0.074
Bias-corrected scaled LM	5.771	0.063	1.9351	0.068	4.1153	0.061	6.9589	0.086
Pesaran CD	4.4587	0.078	3.0488	0.071	4.3169	0.074	2.6694	0.079

Yatay kesit bağımlılığının belirlenmesi amacıyla gerçekleştirilen tüm testlerde H_0 hipotezi yatay bağımlılığın olmadığını alternatif hipotez olarak H_1 hipotezi ise yatay kesit bağımlılığının olduğunu varsaymaktadır. Tablo incelendiğinde tüm testlerin olasılık (p) değeri 0,05'ten büyüktür. Buna göre araştırmada kullanılan değişkenler için yatay kesit

bağımlılığı sorunu bulunmamaktadır. Buna göre birim kök testlerinde birinci nesil birim kök testleri kullanılacaktır.

3.4.3. Homojenlik testi

Araştırma kapsamında değişkenlerin homojenliğini test edebilme adına homojenlik testi gerçekleştirilmiştir. Bu amaçla panel veri analizlerinde çokça kullanılan Hsiao (1986) testi tercih edilmiştir. Hsiao (1986), H_1 , H_2 ve H_3 şeklinde 3 farklı hipotez varsayımını dile getirmiştir. Buna göre, H_1 hipotezi, homojenliğin kabul edildiğini ve alternatif hipotez şeklinde ise heterojenliğin kabul edildiği H_2 hipotezine yönlendirmektedir. H_3 hipotezi ise H_1 ve H_2 hipotezlerinden farklı olarak kısmi heterojenliğin olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.2. Hsiao homojenlik testi bulguları

Hipotez	F-Stat	p
H_1	0.548796	0.678139
H_2	0.684527	0.769245
H_3	0.249387	0.875937

Gerçekleştirilen analiz sonucunda Hsiao homojenlik testinden elde edilen bulgular yukarıdaki tabloda verilmiştir. H_1 hipotezi özelinde durum değerlendirildiğinde, “ p ” olasılık değerinin 0,05’ten büyük olduğu ve alternatif hipotezin reddedildiği sonucuna ulaşılmaktadır. Buna göre katsayıların homojen olduğu dile getirilebilmektedir. Bu sonuçla, yatay kesitbağımlılığına ilişkin sonuçlar değerlendirildiğinde, yatay kesit bağımlılığının olmadığı ve homojenliğin olduğu durumlara ilişkin birinci nesil birim kök testlerinin yapılması gerekmektedir (Turgut ve Uçan, 2019).

3.4.4. Birim kök testleri

Birim kök testi, incelenen ekonomik değişkenlerin zaman serilerindeki bütünleşme derecesini bulmak ve istikrarlı olup olmadığını görmek için kullanılmaktadır. Verilerin durağanlığını belirlemede kullanılan en çağdaş yöntem birim kök testleridir ve aşağıdaki denkleme dayanmaktadır:

$$y_t = y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3,1)$$

Burada; y_t ; (t) zamanındaki değişken, ε_t ise; ortalaması eşit olan beyaz gürültü (White noise) ile karakterize edilen düzensizlik standardıdır. (P=1) istatistiksel olarak kabul edilebilir olduğunda, bu istikrarsızlık durumunu ifade eder ve veriler birim kökten içermektedir. Bu nedenle istikrarsızlık durumunda olan her veri farklar olarak işlenmeli ve (y_t) , istikrarsızlık durumundaysa, durağan hale getirmek için 1. ve 2. dereceden farklar olarak işlenmelidir. Bu nedenle, zaman serisi hakkında (d) derecesinden entegre denilmekte ve $y_t \sim I(d)$ sembolü ile gösterilmektedir (Choi, 2001).

Çalışmada birinci nesil birim kök testlerinden Levin, Lin & Chu (LLC), Im, Pesaran ve Shin, ADF-Fisher ve PP-Fisher panel birim kök testleri kullanılmıştır. Aşağıdaki alt başlıklarda testlere ilişkin metodolojik bilgi ve bulgular verilmiştir.

3.4.4.1. Levin, Lin & Chu (LLC) panel birim kök testi

Levin, Lin ve Chu (LLC) testi, bir panel serisinin birim köke sahip olup olmadığını belirlemek için kullanıldığında, kesit birimlerinin kesişim ve eğimlerindeki yapısal kırılmalar dikkate alınmaktadır. Yapısal kırılmaları dikkate aldığı için serilerdeki heterojenliğe izin vermektedir. LLC panel birim kök testinde ADF regresyonuna dayalı olarak her bir dilim için testin ana gösterimi aşağıdaki gibidir (Levin, Lin ve Chu, 2002):

$$\Delta y_{it} = \delta_t' \Delta Z_{it} + \theta_i y_{it}, t = 1 * \sum_{j=1}^k d_{ij} d_{ij} \Delta y_{i,t-j} + \varepsilon_{it}; \quad I=1 \dots N \quad (3.2)$$

Her gecikme uzunluğu için ADF regresyonu tahmin edilerek doğru gecikme uzunluğunu belirlemek için bilgi kriterleri kullanılmaktadır.

LLC testi, $i = 1, 2, \dots, N$ bireyden oluşan bir panel için (y_{it}) stokastik sürecini gözlemler ve her birey $t = 1, 2, \dots, T$ zaman serisi gözlemlerini içerir. Amaç, (y_{it}) 'nin paneldeki her bir birey için bütünlük olup olmadığını belirlemektir. Bireysel regresyon, tekli zaman serilerinde olduğu gibi bir kesişim ve bir zaman trendi içerebilir. Paneldeki tüm bireylerin aynı birinci dereceden kısmi otokorelasyona sahip olduğu varsayılır, ancak hata sürecindeki diğer tüm parametrelerin bireyler arasında serbestçe değişmesine izin verilir (Levin, Lin ve Chu, 2002).

Boş ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibidir;

$$H_0: \theta_i = 0$$

$$H_1: \theta_i < 0$$

T-bar istatistiği test istatistiklerinin ortalaması olarak hesaplanır ve aşağıda gösterilmiştir;

$$\bar{t} = 1/N \sum_{i=1}^N \tilde{t}_i \quad (3.3)$$

Son olarak, iki testin temsili olan LLC'nin panel test istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\bar{\sigma}_{yi}^2 = \frac{1}{2} \sum_{t=2}^T \Delta y_{it}^2 + 2 \sum_{t=1}^R W_{KL} \left[\frac{1}{T-1} \sum_{t=2+L}^T \Delta y_{it} \Delta y_{i,t-L} \right] \quad (3.4)$$

Panel test istatistikleri belirli istatistiksel adımlardan sonra elde edilebilir. İlk olarak, havuzlanmış regresyon çalıştırılır ve ardından aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\bar{\sigma}_{\epsilon}^2 = \frac{1}{NT} \sum_{i=t}^N \sum_{L=2+pi}^T [\epsilon_{it} - \tilde{p}v_{i,t-1}]^2 \quad (3.5)$$

Çalışmadaki serilerde birimler arası korelasyon etkinliğini azaltmak için verilerdeki farklar alınmıştır. Değişkenlerin durağanlığını göstermek için LLC panel birim kök testinin kullanılması gerçekleştirilmiştir (Bornhorst ve Baum, 2006).

Çalışmada bulunan YPS, ROE, ROA ve FAVOK değişkenlerine yönelik yapılan LCC panel birim kök testi sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.3. Levin, Lin & Chu panel birim kök testi bulguları

	Sabitli Model		Sabitli ve Trendli Model	
	t-istatistiği	Olasılık	t-istatistiği	Olasılık
FAVOK	-1.08396	0.1392	-5.66802	0.0000*
ΔFAVOK	-10.9569	0.0000*	-15.5539	0.0000*
ROA	-3.01000	0.0013*	-9.83166	0.0000*
ROE	-1.99157	0.0232**	-9.90242	0.0000*
YPS	-56.7531	0.0000*	-52.7798	0.0000*

*; %1 anlamlılığı, ** ise; %5 anlamlılığı ifade etmektedir.

LLC panel birim kök testinde olasılık değerlerine göre değişkenlerin düzey, 1.fark ya da 2. Farklarda durağanlaştıkları kabul edilmektedir. Tablodaki bulgular incelendiğinde, FAVOK değişkeninin sabitli ve trendli modelde %1 anlamlılık değeriyle düzey seviyesinde durağan olduğu fakat sabitli modelde birim kök içerdiği görülmektedir. Bunun için değişkenin 1.farkı alınmış ve ulaşılan bulgular, hem sabitli modelde hem de sabitli ve trendli modelde %1 anlamlılık düzeyinde durağanlaştığı görülmektedir. ROA ve YPS değişkenlerinin düzeyde hem sabitli hem de sabitli ve trendli modellerde %1 anlamlılık düzeyinde durağan oldukları dile getirilebilir. ROE değişkeni ise düzey değerleriyle sabitli modelde %5, sabitli ve trendli modelde %1 anlamlılık

değerinde durağanlaşmıştır. Değişkenlerin farklı durağanlık seviyelerine sahip oldukları dile getirilebilir.

3.4.4.2. Im, Pesaran ve Shin (IPS) panel birim kök testi

Im, Pesaran ve Shin (2003) LLC testinin gerçekçi olmayan varsayımından kaçınan daha esnek bir panel birim kök test prosedürü geliştirmiştir (Carvalho ve Julio, 2012). Bu panel testinin hesaplanması oldukça kolaydır çünkü IPS eşzamanlı durağan ve durağan olmayan panelde olasılık kullanmıştır. Im, Pesaran ve Shin (2003) çalışmalarında bireysel birim kök istatistiklerinin ortalamasına dayalı dinamik heterojen paneller için birim kök testleri önermiştir. Özellikle, gruplar arasında ortalaması alınan (artırılmış) Dickey-Fuller istatistiklerine dayanan standartlaştırılmış bir t -bar test istatistiği önermiştir (Im, Pesaran ve Shin, 2003). Im, Pesaran ve Shin modeli aşağıdaki gibidir;

$$\Delta Y_{it} = \delta_i y_{i,t-1} + \sum_{L=1}^{p_i} a_{iL} \Delta y_{i,t-1} + \theta_{mi} d_{mt} + u_{it} \quad m = 1,2,3 \quad (3.6)$$

LLC denkleminde, katsayıların homojen olması LLC testinin kısıtlayıcı olduğu anlamına gelmektedir. Im, Pesaran ve Shin (2003) heterojen bir katsayıya izin vermekte ve bireysel birim kök test istatistiklerinin ortalamasına dayanan alternatif bir test prosedürü önermektedir (Raj ve Baltagi, 2012).

Boş Hipotez $H_0: \delta_i = 0$

Alternatif Hipotez $H_1: \delta_i < 0, i=1, \dots, N_I$

$H_1: \delta_i = 0, i = N_I+1, \dots, N \quad 0 < N_I \leq N$

Alternatif hipotez, bazı bireysel seriler için birim kök önermektedir. LLC ve IPS modellerini karşılaştırdığımızda, LLC modeli verilerin havuzlanmasını kullanırken, IPS N kesit verisi için kesikli birim kök testi kullanmaktadır.

Im, Pesaran ve Shin (IPS) testi, gruplar arasında ortalaması alınmış Augmented Dickey-Fuller istatistiklerine dayanmaktadır. (i). sırada olan ülkede birim kök testi için t -istatistiği $\beta_i = (\beta_{i,1}, \dots, \beta_{i,\delta_i})$ ile $t_{iT}(\delta_i, \beta_i)$ gösterilsin, IPS istatistiği daha sonra şu şekilde tanımlanmaktadır (Hurlin ve Mignon, 2006);

$$t - bar_{NT} = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N t_{iT}(\delta_i, \beta_i) \quad (3.7)$$

IPS, T sonsuza gittiğinde normal dağılıma yakınsayan standartlaştırılmış bir t -bar istatistiği geliştirmiştir. T sonsuza gittiğinde, $t_{iT}(\delta_i, \beta_i)$ Augmented Dickey Fuller dağılımına yakınsar. Lindberg-Levy merkezi limit teoremine göre, standartlaştırılmış t -

bar istatistiği sıfır hipotezi altında standartlaştırılmış normal dağılıma yakınsamaktadır (Carvalho ve Julio, 2012).

Im, Pesaran ve Shin panel birim kök testinin metodolojik tekniğinin verilmesinden sonra gerçekleştirilen analiz bulguları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 3.4. *Im, Pesaran ve Shin panel birim kök testi bulguları*

	Sabitli Model		Sabitli ve Trendli Model	
	t-istatistiği	Olasılık	t-istatistiği	Olasılık
FAVOK	4.05064	1.0000	1.03356	0.8493
Δ FAVOK	-2.00106	0.0227**	-0.13538	0.4462
$\Delta\Delta$ FAVOK	-6.34144	0.0000*	-8.51858	0.0000*
ROA	-0.04677	0.4813	-0.31991	0.3745
Δ ROA	-4.18697	0.0000*	-0.56097	0.2874
$\Delta\Delta$ ROA	-5.86921	0.0000*	-5.98258	0.0000*
ROE	0.65078	0.7424	-0.46167	0.3222
Δ ROE	-4.24490	0.0000*	-0.55411	0.2898
$\Delta\Delta$ ROE	-5.72440	0.0000*	-10.1623	0.0000*
YPS	-9.71400	0.0000*	-8.01300	0.0000*

*, %1 anlamlılığı, ** ise; %5 anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo incelendiğinde, tüm değişkenlerin farklı düzeylerde durağanlaştıkları görülmektedir. FAVOK değişkeni, düzey değerinde birim kök içermektedir. Değişkenin 1.farkı alındıktan sonra ise sabitli ve trendli modelde birim kök içerdiği görülmektedir. Sabitli modelde ise %5 anlamlılık düzeyinde durağandır. Değişkenin 2. farkı alındıktan sonra ise hem sabitli modelde hem de sabitli ve trendli modelde durağanlaştığı belirtilebilir. Dolayısıyla FAVOK değişkeni için I(2) düzeyinde %1 anlamlılık değerinde birim kök içermediği sonucuna ulaşılmıştır. Bir diğer değişken ROA değişkeni düzey değerinde birim kök içerdiği için 1. Farkı alınmıştır. Fakat bu durumda da sabitli ve trenli modelde birim kök içermektedir. Sabitli modelde ise %1 anlamlılık değerinde durağandır. 2. farkı alındıktan sonra her iki modelde de %1 anlamlılık değerinde serinin durağanlaştığı görülmüştür. Benzer bir durum ROE değişkeni için de geçerli olup, düzey değerinde birim kök içermektedir. 1. farkta ise sabitli modelde %1 anlamlılık değerinde durağan olup, sabitli ve trendli modelde birim kök içermektedir. Serinin 2.farkı alındıktan

sonra ise her iki modelde de %1 anlamlılık değerinde seri durağanlaşmıştır. Araştırmada kullanılan son değişken ise YPS değişkenidir. YPS değişkeni düzey değerinde hem sabitli modelde hem de sabitli ve trendli modelde %1 anlamlılık değerinde birim kök içermemektedir. Buna göre FAVOK, ROA ve ROE değişkenleri I(2) iken, YPS değişkeni I(0)'dır.

3.4.4.3. ADF-Fisher panel birim kök testi

Aslında ADF-Fisher testi Fisher'in (1932) çalışmalarına dayanmaktadır ancak daha sonra Maddala ve Wu (1999) ve Choi (2001) ADF-Fisher testini önermiştir. ADF-Fisher testleri diğer doğrusal panel birim kök testlerine göre daha güvenilir ve kesindir çünkü ADF-Fisher, IPS ve LLC testlerine göre daha genel varsayımlar önermiştir. Choi (2001) önceki panel birim kök testleri ile birçok ortak özelliği açıklamıştır. Bunlar;

- Önceki çalışmalar, grubun sonsuz olması gerektiğini, eğer bu koşul yoksa testin asimptotik normalliğin sağlanamayacağını belirtmiştir. ADF-Fisher testinde, panelde grup sayısının sonlu veya sonsuz olabileceğini varsaymışlardır.
- Önceki çalışmalar, grupların aynı türde stokastik olmayan bileşen içerdiğini varsaymaktadır, öte yandan ADF-Fisher testi her grup için stokastik veya stokastik olmayan bileşen içermektedir.
- Önceki çalışmalarda alternatif hipotez altında hiçbir grup birim köke sahip değildir. ADF-Fisher testinde bazı gruplar birim köke sahiptir.

Choi'nin (2001) modeli şu şekilde tanımlanmıştır;

$$y_{i,t} = d_{i,t} + x_{i,t} \quad (i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T) \quad (3.8)$$

Burada ayrıca;

$$d_{i,t} = \beta_{i,0} + \beta_{i,1} + \dots + \beta_{i,m_i} t^{m_i} \quad (3.9)$$

ve

$$x_{i,t} = a_i x_{i,t-1} + u_{it} \quad (3.10)$$

Şeklinde açıklanmaktadır.

Bu modellerde (stokastik olmayan süreç) ve (stokastik süreç) bulunur. Burada farklı bir örneklem büyüklüğü ve stokastik olmayan ve stokastik bileşenlere bağlı olarak farklı bir spesifikasyon vardır. Bu testte (Choi, 2001);

$$\Delta Y_{it} = \delta_i y_{i,t-1} + \sum_{L=1}^{p_i} a_{iL} \Delta y_{i,t-1} + \theta_{mi} d_{mt} + u_{it} \quad m = 1,2,3 \quad (3.11)$$

$H_0: \delta_i = 0$ (Tümü için) Tüm a zaman serileri birim köke sahiptir, bu da serinin durağan olmadığı anlamına gelir.

$H_1: |\delta_i| < 1$ (En az bir tanesi için) Bazı zaman serileri durağan değilken diğerleri durağan değildir.

ADF-Fisher testinin ana fikri, ekstra güç elde etmenin bir yolu olarak, her bir yatay kesit birimi için ayrı birim kök testinin δ değerlerinin δ_i birleştirilmesinde yatmaktadır. Testin mekaniği, *inci* dereceden yatay kesit birimi için δ değerleri (0, 1) aralığında düzgün dağılıyorsa, $-2 \log \delta_i$ 'nin iki serbestlik derecesi ile ki-kare dağılımlı olduğu şeklindeki basit gözlemden oluşmaktadır (Carvalho ve Julio, 2012). ADF- Fisher Testi Mandala ve Wu (1999) tarafından önerilmiş ve şu şekilde tanımlanmıştır;

$$P_{MW} = -2 \sum_{i=1}^N \log(p_i) \quad (3.12)$$

Denklemden Ki-kare $2N$ serbestlik derecesi ile dağıtılmaktadır. Bu modelde N sabittir. Bu denkleme ek olarak Choi (2001) büyük N değeri için standartlaştırılmış istatistik önermiştir.

$$Z_{MW} = \frac{\sqrt{N}\{N^{-1}P_{MW} - E[-2\log(p_i)]\}}{\sqrt{\text{Var}[-2\log(p_i)]}} = -\frac{\sum_{i=1}^N \log(p_i) + N}{\sqrt{N}} \quad (3.13)$$

Bu istatistik, bireysel p-değerlerinin standartlaştırılmış yatay kesit ortalaması ile doğrulanmaktadır. Yatay kesit bağımsızlığı varsayımı altında, Lindberg-Levy teoremi birim kök hipotezi altında standart normal dağılıma yakınsadığını göstermek için yeterlidir (Hurlin ve Mignon, 2006).

Çalışmada kullanılan değişkenlerin ADF-Fisher panel birim kök testi sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.5. ADF-Fisher panel birim kök testi bulguları

	Sabitli Model		Sabitli ve Trendli Model	
	t-istatistiği	Olasılık	t-istatistiği	Olasılık
FAVOK	28.2696	0.5562	34.8695	0.2474
ΔFAVOK	65.2901	0.0002*	38.6338	0.1341
$\Delta\Delta$FAVOK	72.6917	0.0000*	66.0596	0.0002*
ROA	35.1087	0.2387	42.8432	0.0605***
ΔROA	78.5701	0.0000*	43.5181	0.0527***
$\Delta\Delta$ROA	74.0308	0.0000*	57.9209	0.0016*

Tablo 3.5. (Devam) ADF-Fisher panel birim kök testi bulguları

ROE	31.8166	0.3761	45.9859	0.0312**
ΔROE	78.4837	0.0000*	43.8134	0.0496**
YPS	31.0274	0.2272	31.4877	0.2106
ΔYPS	48.5953	0.0046*	49.7757	0.0033*

*, %1 anlamlılığı, **, %5 anlamlılığı ve *** ise; %10 anlamlılığı ifade etmektedir.

ADF-Fisher panel birim kök testi bulguları incelendiğinde, farklı düzey değerlerinde değişkenlerin birim kök içermedikleri görülmüştür. FAVOK değişkeni, düzey değerinde her iki modelde 1.farkta ise sabitli ve trendli modelde birim kök içermektedir. 1. farkta sabitli modelde ise %1 anlamlılık değerinde durağandır. Değişkenin 2. farkı alındıktan sonra ise her iki modelde de %1 anlamlılık değerinde durağanlaştığı görülmüştür. ROA değişkenine ait bulgulara bakıldığında, düzeyde, sabitli ve trendli modelde %10 anlamlılık değerinde durağanlaştığı görülmektedir. Serinin 1. farkı alındıktan sonra ise sabitli modelde %1 anlamlılık değerinde, sabitli ve trendli modelde ise %10 anlamlılık değerinde durağandır. 2. fark alındıktan sonra serinin her iki modelde de %1 anlamlılık değerinde durağanlaştığı görülmüştür. ROE değişkeninin düzey değerinde sabitli ve trendli modelde %5 anlamlılık değerinde durağan olduğu görülmektedir. Serinin 1. farkı alınmış ve sabitli modelde %1, sabitli ve trendli modelde %5 anlamlılık değerinde durağan olduğu görülmüştür. Çalışmadaki son değişken olan YPS'ye ait bulgulara bakıldığında, düzey değerinde her iki modelde de birim kök içerdiği görülmektedir. Serinin 1. farkı alındıktan sonra hem sabitli modelde hem de sabitli ve trendli modelde %1 anlamlılık değerinde durağanlaştığı görülmektedir.

3.4.4.4. PP-Fisher panel birim kök testi

Phillips-Perron Fisher (PP) birim kök testleri, Im, Pesaran ve Shin birim kök testine benzer şekilde tüm yatay kesit birimleri üzerinde gerçekleştirilmektedir. Bu testler sırasıyla Maddala ve Wu (1999) ve Choi (2001) tarafından önerilmiştir. Bireysel kesitlerden elde edilen p -değerleri Fisher tipi panel birim kök test istatistiklerinin oluşturulmasında kullanılmaktadır. PP-Fisher birim kök testi için oluşturulan modele ait denklemaşağıda gösterilmiştir (Choi, 2001).

$$\Delta Y_{it} = \rho_i y_{i,t-1} + \sum_{L=1}^{p_i} \theta_{iL} \Delta y_{it-L} + a_{mt} d_{mt} + u_{it} \quad m = 1,2,3 \quad (3.14)$$

PP-Fisher birim kök testleri, birimler arasında durağan ve durağan olmayan zaman serilerinin bir karışımını öne süren alternatif hipotezin aksine, tüm birimlerin birim kök zaman serilerine sahip olduğu boş hipotezini değerlendirmektedir. PP-Fisher (PP) birim kök testinde kullanılan test istatistiği aşağıda verilmiştir (Choi, 2001; Baltagi, 2021).

$$P = \frac{1}{2\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N (-2 \ln p_i - 2) \quad (3.15)$$

Hipotezler ve kabul durumları da aynı ADF-Fisher birim kök testi olduğu gibi olup aşağıdaki gösterilmiştir.

H₀: $\rho_i = 0$ (Tümü için) Tüm a zaman serileri birim köke sahiptir, bu da serinin durağan olmadığı anlamına gelir.

H₁: $|\rho_i| < 1$ (En az bir tanesi için) Bazı zaman serileri durağan değilken diğerleri durağan değildir.

Buna göre çalışmada gerçekleştirilen PP-Fisher panel birim kök testi bulguları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.6. PP-Fisher panel birim kök testi bulguları

	Sabitli Model		Sabitli ve Trendli Model	
	t-istatistiği	Olasılık	t-istatistiği	Olasılık
FAVOK	30.1349	0.4588	61.1289	0.0007*
ΔFAVOK	84.7965	0.0000*	58.4218	0.0014*
ROA	39.4458	0.1161	78.5016	0.0000*
ΔROA	111.528	0.0000*	83.4712	0.0000*
ROE	33.9621	0.2824	89.4667	0.0000*
ΔROE	110.121	0.0000*	83.9737	0.0000*
YPS	35.0741	0.1101	44.0980	0.0148**
ΔYPS	61.1368	0.0000*	61.9312	0.0000*

*, %1 anlamlılığı, ** ise; %5 anlamlılığı ifade etmektedir.

Çalışmada son olarak panel birim kök testlerinden PP-Fisher testi uygulanmıştır. Elde edilen bulgular incelendiğinde, FAVÖK değişkeninin düzey değerinde sabitli ve trendli modelde %1 anlamlılıkta durağan olduğu görülmektedir. Sabitli modelde ise seri, birim kök içermektedir. Fakat serinin 1. farkı alındıktan sonra her iki model için de %1 anlamlılık değerinde durağanlaştığı görülmektedir. Benzer bir şekilde ROA değişkeni de düzey değerinde sabitli ve trendli modelde %1 anlamlılıkta birim kök içermemektedir. 1.

farkta ise hem sabitli modelde hem de sabitli ve trendli modelde %1 anlamlılık değerinde durağanlaştığı dile getirilebilir. ROE değişkeni de diğer iki değişken gibi düzey değerinde sabitli modelde birim kök içermektedir. Serinin 1. farkı alındıktan sonra hem sabitli modelde hem de sabitli ve trendli modelde %1 anlamlılık değerinde birim kök içermediği sonucuna ulaşılmıştır. YPS değişkeni ise düzeyde ve sabitli ve trendli modelde %5 anlamlılık değerinde durağandır. Sabitli modelde ise birim kök içermektedir. Serinin 1. Farkta ise diğer değişkenler gibi %1 anlamlılık değerinde hem sabitli model de hem de sabitli ve trendli modelde birim kök içermediği ve durağanlaştığı görülmektedir.

3.4.5. Panel ARDL modeli

Hata terimi ve ortalamadan farklılaştırılmış regresörler arasındaki korelasyondan kaynaklanan yanlışlık nedeniyle, panel veri setlerinde standart ARDL modelleri karmaşık olabilmektedir. Bu sorunu çözmek için Pesaran ve Smith (1995) Ortalama Grup (MG) yöntemini önermektedir. MG tahmincisi, tek tek yatay kesitler için ARDL modellerinden elde edilen uzun dönem parametrelerinin bir ortalamasını alarak panel için uzun dönem parametrelerini sağlamaktadır. ARDL modeli için oluşturulan denklem aşağıda gösterilmiştir.

$$Y_t = a_i + \beta_i y_{i,t-1} + \gamma_i x_{it} + \epsilon_{it} \quad (3.16)$$

Uzun dönem parametresi $\sigma_i = \frac{\gamma_i}{1-\beta_i}$ ve MG tahmincileri $\hat{\sigma} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \theta_i$ ve $\hat{a} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N a_i$ dir.

Denklem (3.16) ve MG tahmincileri, farklı yatay kesitler için farklı regresyonları tahmin etme yöntemlerini göstermektedir. Denklemden ve tahmin edicilerden, katsayıların tahmin edilen katsayıların ağırlıklandırılmamış ortalamaları olduğu ve bu sayede hem uzun hem de kısa dönem için farklı ve heterojen oldukları gözlemlenebilir. Ortalama grup modeli, geçerlilik için büyük zaman serisi verilerine sahip olmayı varsamaktadır. Bir dizi küçük-büyük, dinamik panel veri MG tahmincisi oluşturulmuştur (Arellano ve Bond, 1991). Büyük veri setlerinde, dinamik MG'nin altında yatan bu varsayımlar genellikle uyumsuzdur ve tahminci bozulabilmektedir. Bu gibi durumlarda Pesaran, Shin ve Smith'in (1999) Havuzlanmış Ortalama Grup (PMG) tahmincisi kullanılabilir; bu tahminci basit ARDL modelinin eşbütünleşme formunu alır ve kesişim noktalarının, kısa dönem katsayılarının ve eşbütünleşme terimlerinin kesitler arasında değişmesine izin vererek panel ortamına göre ayarlar. Bu modelde hem bağımlı

ve bağımsız değişken hem de regresörler aynı gecikme sayısına sahip olmalı ve hata düzeltme katsayısı negatif ve -2'den küçük olmamalıdır.

VECM sistemi olarak yazılan PMG Modeli denklemde aşağıdaki gibidir.

$$\Delta y_{i,t} = \sigma_i (y_{i,t-1} - \beta_i X_{i,t-1}) + \sum_{j=0}^{q-1} \Delta X_{i,t-j} \varphi_{i,y} + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{i,y} * \Delta y_{i,t-j} + \epsilon_{i,t} + \mu_i \quad (3.17)$$

Burada β_i uzun dönem katsayıları; φ bağımsız değişkenler için kısa dönem katsayısı ve λ bağımlı değişkenler için kısa dönem katsayısı ve θ uzun döneme uyum hızını gösteren hata düzeltme parametresidir. Dinamik sabit etki (DFE) tahmincisi PMG'ye yakındır, ancak uzun dönemde tüm paneller için eş-bütünleşen vektör katsayısı eşitliği ile sınırlıdır. Ayrıca uyum hızı katsayısı ve kısa dönem katsayısı eşit olmalıdır. Ayrıca DFE'nin standart hata tahmini grup içi korelasyonu varsaymaktadır (Maddala, 1999).

Çalışmada kullanılan değişkenler için gerçekleştirilen birim kök testi sonuçlarında, tüm değişkenlerin farklı durağanlık düzeylerinde birim kök içermedikleri görülmüştür. Buna göre, değişkenler arasında farklı düzeylerde durağanlık söz konusu olduğunda ARDL testi önerilmektedir (Gülhan, 2020). Buna göre, YPS değişkeninin bağımsız, FAVOK, ROE ve ROA değişkenlerinin bağımlı olduğu 3 farklı model ile analiz işlemi gerçekleştirilmiştir. ARDL testi bulguları aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Tablo 3.7. ARDL (2,3) testi bulguları-1

Uzun Dönem			
Değişken	Katsayı	t-ist.	prob
YPS	3.102832	4.700840	0.0023*
Kısa Dönem			
Değişken	Katsayı	t-ist.	prob
YPS	0.407500	2.341704	0.0012*
C	4.507669	2.625205	0.0001*

Not: Optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike bilgi kriteri kullanılmıştır.* %1 anlamlılık düzeyini işaret etmektedir.

Çalışmada ilk model bağımsız değişkenin YPS, bağımlı değişkenin ise ROA olduğu modeldir. ARDL test sonuçlarına ait olasılık (p) değerleri incelendiğinde her iki değişken için hem uzun dönemde hem de kısa dönemde pozitif bir ilişkinin varlığından bahsedilebilmektedir. Buna göre, YPS değişkenindeki %1'lik bir artışın ROA değişkeninde uzun dönemde %3,1, kısa dönemde ise %0,4 oranında artışa neden olacağı dile getirilebilir. Dolayısıyla her iki dönemde de YPS'nin ROA üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu belirtilebilir.

Çalışmada oluşturulan diğer bir model ise bağımsız değişkenin YPS, bağımlı değişkenin ise ROE olduğu modeldir. İlgili modele ait ARDL testi sonucu aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.8. ARDL (1,2) testi bulguları-2

Uzun Dönem			
Değişken	Katsayı	t-ist.	prob
YPS	2.435748	5.700840	0.0025*
Kısa Dönem			
Değişken	Katsayı	t-ist.	prob
YPS	0.216422	3.237486	0.0217**
C	2.314979	3.471692	0.0321**

Not: Optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike bilgi kriteri kullanılmıştır.* %1; ** ise %5 anlamlılık düzeyini işaret etmektedir.

YPS değişkeninin bağımsız ROE değişkeninin bağımlı olduğu modele ilişkin ARDL testi bulgularına göre hem uzun dönemde hem de kısa dönemde YPS'nin ROE'yi pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Uzun dönemde YPS'deki %1'lik artışın ROE'yi %2,43, kısa dönemde ise %0,21 oranında artırdığı görülmektedir. Dolayısıyla ROE hem uzun dönemde hem de kısa dönemde YPS'den pozitif olarak etkilenmektedir.

Çalışmadaki son ARDL modeli ise, YPS ile FAVOK değişkenleri arasında kurulan modeldir. İlgili bulgular aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 3.9. ARDL (1,3) testi bulguları-3

Uzun Dönem			
Değişken	Katsayı	t-ist.	prob
YPS	4.643892	8.358237	0.6872
Kısa Dönem			
Değişken	Katsayı	t-ist.	prob
YPS	3.341892	6.534916	0.5713
C	2.734961	7.412983	0.7124

Not: Optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike bilgi kriteri kullanılmıştır.

Bağımsız değişkenin YPS, bağımlı değişkenin ise FAVOK olduğu modele ait ARDL testi sonuçlarına bakıldığında hem kısa dönem hem de uzun dönem (p) olasılık değerinin 0,05'ten büyük olduğu görülmektedir. Buna göre YPS ile FAVOK arasında kurulan ARDL modelinin anlamlı olmadığı dile getirilebilir. Bu sonuç hem uzun dönem hem de kısa dönem için geçerlidir.

3.4.6. Elde edilen bulgulara yönelik yorumlar

Araştırma kapsamında BİST'te faaliyet gösteren girişim sermayesi ve yatırım ortaklıkları, holdingler ve yatırım şirketleri, teknoloji, elektrik, gaz ve buhar ile gıda, içecek ve tütün sektörlerinde bulunan her bir sektörden üçer şirketin incelenmesine yönelik elde edilen bulgular aşağıda özet bir şekilde verilmiştir.

Çalışmada öncelikle değişkenler arasındaki çoklu doğrusal bağlantı probleminin olup olmadığı yatay kesit bağımlılığı analizi ile ölçülmüştür. Breusch-Pagan LM, Pesaran scaled LM, Bias-corrected scaled LM ve Pesaran CD testleri kullanılarak gerçekleştirilen analiz sonucunda tüm testlerde, araştırmadaki tüm değişkenler için test olasılık değerinin 0,05'ten büyük olduğu görülmüştür. Elde edilen bu sonuca göre değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin ve yatay kesit bağımlılığının olmadığı görülmüştür.

Sonrasında, incelenen şirketlere ait verilerin birbirleri ile etkilenme durumunu ortaya koyan ve değişkenlerin homojenliğini test eden Hsiao testi yapılmıştır. Hsiao homojenlik testi sonucuna göre, test olasılık değerlerinin 0,05'ten büyük olduğu görülmüş ve teste ait H1 alternatif hipotezinin reddedilip, katsayıların homojen olduğu görülmüştür.

Gerçekleştirilen yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testi sonucuna göre, analizde kullanılacak testlerin de hangileri olacağı belirlenmektedir. Yatay kesit bağımlılığının olmadığı ve homojenliğin olduğu durumlar sonucunda, birinci nesil birim kök testleri ile analiz işlemi gerçekleştirilmektedir. Çalışmada kullanılan değişkenlerin zaman içerisindeki şoklara vermiş olduğu tepkiler, analiz sonucunu etkileyebilmektedir. Bu durum karşısında serilerin durağanlıklarının belirlenmesi ve değişkenler arasındaki ilişki ya da etki analizleri gerçekleştirilirken bu durumun dikkate alınması gerekmektedir. Bu nedenle araştırmada dört farklı birim kök testi yapılmıştır.

İlk olarak uygulanan birim kök testi Levin, Lin ve Chu (LLC) panel birim kök testidir. LLC testi sonucunda, aktif karlılık (ROA), özsermaye karlılığı (ROE), yabancı pay sahipliği (YPS) değişkenleri %1 anlamlılıkta düzey değerlerinde durağandır. Operasyonel karlılık (FAVÖK) değişkeni ise birinci farkı alındıktan sonra durağanlaşmıştır.

İkinci olarak uygulanan birim kök testi Im, Pesaran ve Shin (IPS) panel birim kök testidir. IPS testi bulgularına göre aktif karlılık (ROA), özsermaye karlılığı (ROE) ve operasyonel karlılık (FAVÖK) değişkenleri ikinci farkları alındıktan sonra durağanlaşmışlardır. Yabancı pay sahipliği (YPS) değişkeni ise düzeyde birim kök içermemektedir.

Gerçekleştirilen üçüncü birim kök testi ADF-Fisher panel birim kök testidir. Elde edilen bulgular, operasyonel karlılık (FAVÖK) ve aktif karlılık (ROA) değişkenlerinin ikinci farkları alındıktan sonra, özsermaye karlılığı (ROE) ve yabancı pay sahipliği (YPS) değişkenlerinin ise birinci farkları alındıktan sonra durağanlaştıkları yönündedir.

Son olarak gerçekleştirilen birim kök testi ise PP-Fisher panel birim kök testidir. Bu test sonucuna göre ise araştırmada kullanılan tüm değişkenler birinci farkları alındıktan sonra durağanlaşmışlardır.

Değişkenlere yönelik gerçekleştirilen birim kök testlerinin sonuçları ve her bir değişkene ait sonuçlar birbirinden farklı düzeyde durağanlaştıklarını göstermektedir. Bu nedenle, değişkenler arasındaki ilişkinin incelenmesinde panel ARDL modelinin uygulanması uygun görülmektedir.

Panel ARDL modelinde, araştırmada kullanılan bağımlı (ROA, ROE, FAVÖK) ve bağımsız değişkenler (YPS) arasındaki ilişkinin uzun ve kısa dönemde nasıl gerçekleştiği belirlenmektedir. Bunun için üç farklı model kurulmuştur. İlk model, bağımsız değişkenin yabancı pay sahipliği (YPS), bağımlı değişkenin ise aktif karlılık (ROA) olduğu modeldir. Elde edilen bulgular, aktif karlılık ile yabancı pay sahipliği arasında hem uzun dönemde hem de kısa dönemde %1 anlamlılık düzeyinde ilişki olduğu yönündedir. Katsayıların pozitif olması, ilişkinin de pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Uzun döneme ilişkin olarak, yabancı pay sahipliğindeki %1'lik bir artışın, aktif karlılığı %3,1 artıracığı, kısa dönemde de %0,4 artıracığı sonucuna ulaşılmıştır. Şirketlerdeki yabancı pay sahipliği, işletmeler açısından olumlu karşılanmakta ve diğer şirketlere nazaran kredibilite konusunda daha avantajlı oldukları belirtilmektedir (Büyükmert, 2015). Bununla birlikte küresel piyasalarda işlem hacmini genişletmek isteyen şirketlerin yabancı pay sahipliği konusunda istekli oldukları bilinmektedir (Tunahan, Esen ve Topal, 2015). Ayrıca literatürde yabancı pay sahipliği olan şirketlerin, borç oranlarının daha düşük olduğu ve bu durumun da işletme karlılığını pozitif bir şekilde etkilediği ifade edilmektedir (Erdönmez, 2004; Şahin ve Doğukanlı, 2014; Şenol ve Gülcemal, 2022). Dolayısıyla elde edilen bulgular ve literatüre göre, yabancı pay sahipliğinin aktif karlılık üzerindeki etkisi pozitifdir şeklinde dile getirilebilir.

Araştırma kapsamında incelenen diğer bir ilişki ise yabancı pay sahipliği (YPS) ile özsermaye karlılığıdır (ROE). Gerçekleştirilen panel ARDL testi sonucunda yabancı pay sahipliği ile özsermaye karlılığı arasında hem uzun dönem için hem de kısa dönem için istatistiksel açıdan anlamlı ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Modele ait katsayıların

pozitif olduğu ve bu nedenle ilişkinin de pozitif bir ilişki olduğu dile getirilebilir. Buna göre, yabancı pay sahipliğindeki %1’lik artışın, uzun dönemde özsermaye karlılığını %2,43, kısa dönemde ise %0,21 oranında artırdığı dile getirilebilir. Bu sonuçlara göre, şirketlerin yabancı pay sahipliğinin hem aktif karlılığı hem de özsermaye karlılığını artırdığı belirtilebilir. Şirket pay sahiplerinin yapmış oldukları yatırımların ne derece etkili kullanıldığını gösteren özsermaye karlılığı, şirketlerin kaynaklarını verimli kullanıp kullanmadığını da göstermektedir. Yıllar içerisinde özsermaye karlılığının artması, şirketin kaynaklarına oranla ne düzeyde karlılık içerisinde olduğunu göstermektedir (Aytekin ve Sönmez, 2016; Figenkapan, 2019). Yabancı yatırımcıların, yatırımlarını gerçekleştirmeden önce ilk olarak dikkat ettikleri şeylerin aktif karlılık ve özsermaye karlılığı olduğu düşünüldüğünde, yabancı pay sahipliği ile birlikte özsermaye karlılığının da artması istenilen bir durumdur (Şenol ve Gülcemal, 2022). Bu nedenle incelenen şirketlerin yabancı yatırımcılarının, doğru bir karar verip yatırım yaptıkları, hem aktif karlılık ile yabancı pay sahipliği arasındaki ilişkide hem de özsermaye karlılığı ile yabancı pay sahipliği arasındaki ilişkide görülmektedir.

Değişkenler arasındaki son ilişki yabancı pay sahipliği (YPS) ile operasyonel karlılık (FAVÖK) arasındaki ilişkidir. FAVÖK, faiz, amortisman ve vergi öncesi kar kelimelerinin kısaltılmasıdır. Bu yönüyle, operasyonel karlılık olarak dile getirilmektedir (Öztürk, 2017). FAVÖK’ün bilinmesi ile birlikte, şirket hakkında operasyonel faaliyetlerden ne düzeyde kârlılığı olduğu, şirketin finansal genel sağlığı ve karlılığı hakkında bilgilerin edinilmesi sağlanmaktadır. Bu yönüyle yatırımcıların, bir şirkete yatırım yapmadan önce dikkat ettiği oranlardan birisidir (Açıkgöz, 2020). Elde edilen bulgular incelendiğinde, yabancı pay sahipliği ile operasyonel karlılık arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmüştür. Katsayıların pozitif yönde olmasına karşılık, test olasılık değerinin 0,05’ten yüksek çıkması, ilişkinin anlamlı olmadığını göstermektedir. Bu durum incelenen şirketlerin faiz, amortisman ve vergi öncesi karlılığının, yabancı pay sahipliğine göre değişmediğini göstermektedir.

SONUÇ

Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde, bazı yabancı şirketlerin büyük yabancı şirketlere göre daha az başarılı olduğu görülmektedir. Ayrıca, yabancı yatırımcıların içeriden sahiplik payı az olan daha büyük şirketleri tercih ettiğini göstermektedir. Araştırmacılar çoğunlukla yabancı yatırımcıların hisse senedi likiditesini artırmaya yardımcı olduğu sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte daha önce yapılan birçok çalışma, yabancı kurumsal yatırımcıların daha deneyimli ve bilgili yatırımcılar olarak görüldüğünü ortaya koymuştur. Ayrıca yabancı yatırımcıların şirketlere şeffaflığı artırmaları yönünde baskı uyguladığı, bunun da iç ve dış yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisini azalttığı ve piyasa likiditesini artırdığı da mevcut literatürle kanıtlanmıştır. Öte yandan, mevcut literatürde yabancı kuruluşların katılımının piyasa likiditesi üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğu sorusuna doğrudan işaret eden az sayıda çalışma bulunmaktadır. Ancak daha önceki araştırmalar, yabancı yatırımcıların hisse senedi likiditesi üzerinde olumlu bir etki yaratma ihtimalinin düşük olduğunu göstermektedir.

Yabancı mülkiyet ile şirket performansı arasındaki ilişki incelendiğinde, vergi teşviklerinin yabancı şirketlerin yatırımlarıyla pozitif yönde ilişkili olduğu, yabancı şirketlerin yatırım ve katılımının şirket performansı üzerinde olumlu etkisi olduğu görülmektedir. Bununla birlikte yabancı ortakların katılımının kurumsal değerin artmasına yol açacağı savunulmaktadır. Özellikle yabancı sermayeli finansal kuruluşların firma değerine olumlu etki yaptığı dile getirilmektedir. Bununla birlikte Hükümete düşen görevler olarak ise vergilendirme mekanizmalarının geliştirilmesine daha fazla önem vermesi, yabancı yatırımlı işletmelerin gelişim özelliklerine göre uygun vergi sistemlerinin formüle edilmesi ve yabancı yatırımın daha büyük rol oynamasını teşvik etmesi şeklinde önerilerde bulunmaktadır. Tüm bu değerlendirmeler karşısında şirketlerin yabancı pay sahipliği ile kârlılığı arasında nasıl bir ilişkinin var olduğu merak konusu olmaktadır.

Bu çalışma BİST'te 5 alt sektörde bulunan firmaların yabancı pay sahipliği (YPS) ile aktif karlılık (ROA), özsermaye karlılığı (ROE) ve şirketin operasyonel karlılığını belirten FAVÖK marjı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma kapsamında 2016-2022 dönemine ait her bir alt sektörde 3'er firmaya ait veriler panel veri analiz teknikleri kullanılarak incelenmiştir.

Araştırmada öncelikle panel veri analizinin sağlıklı sonuçlar vermesi adına, verisetinin yatay kesit içerip içermemesi belirlenmiştir. Bunun için Breusch-Pagan LM, Pesaran scaled LM, Bias-corrected scaled LM ve Pesaran CD testleri kullanılmış olup, elde edilen bulgular, tüm testlerde yatay kesit bağımlılığının olmadığını göstermektedir. Ardından çalışma verisetinin homojenliği test edilmiştir. Burada da Hsiao homojenlik testi kullanılmıştır. Hsiao testi bulgularına göre katsayılar arasında homojenliğin olduğu görülmüştür. Elde edilen bu iki bulgu, değişkenler arasındaki ilişkinin test edilmesinde birinci nesil birim kök testlerinin kullanılacağını göstermektedir.

Çalışmada kullanılan değişkenlerin zaman ve yatay kesit içerisinde ani şok vb. durumlar karşısında sağlıklı sonuçlar elde edilebilmesi adına durağan olmaları gerekmektedir. Bu nedenle Levin, Lin ve Chu, Im, Pesaran ve Shin, ADF-Fisher ve PP-Fisher panel birim kök testleri yapılmıştır. Birim kök testleri sonuçlarına göre, araştırma kapsamında kullanılan değişkenlerin her bir testte farklı durağanlık seviyelerinin olduğu görülmüştür. Her değişkenin farklı durağanlık seviyelerinin bulunması, değişkenler arasındaki ilişkinin incelenmesinde ARDL yönteminin kullanılmasını gerektirmektedir. Bu nedenle değişkenler arasındaki ilişki ARDL yöntemi ile gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada, yabancı pay sahipliği ile şirketlerin aktif karlılık, özsermaye karlılığı ve operasyonel karlılığı arasındaki ilişkiye yönelik olarak kurulan modellerde elde edilen bulgulara göre, yabancı pay sahipliği, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığını pozitif bir şekilde etkilemektedir. Bu durum hem uzun dönemde hem de kısa dönemde geçerlidir. Buna göre, yabancı pay sahipliği yüksek olan şirketlerin aktif karlılıkları ve özsermaye karlılıkları da yüksektir. Analiz sonucunda elde edilen bulgular literatürdeki Aydın, Sayım ve Yalama (2007), Azzam, Fouad ve Ghosh (2013), Mihai ve Mihai (2013) ve Shrivastav ve Kalsie'nin (2017) çalışmalarıyla örtüşmektedir. Bununla birlikte araştırmanın diğer değişkeni olan operasyonel karlılık (FAVÖK) ile yabancı pay sahipliği arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Elde edilen bu bulgu da Pascheco'nun (2019) çalışmasıyla örtüşmektedir.

KAYNAKÇA

- Açıklım, S. ve Ünal, S. (2009). *Doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları, global ve yerel faktörlerin Türkiye üzerindeki göreceli etkisi*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Aitken, B. J., ve Harrison, A. E. (1999). Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela. *American Economic Review*, 43 (1-2), 103-132.
- Aktaş, M., ve İlgün, Y. (2019). Performance Comparison of The Venture Capital Investment Trusts in Turkey. *International Journal of Social Science Research*, 8 (1), 73-92.
- Al-Amarneh, A., Yaseen, H., ve Iskandrani, M. (2017). Board gender diversity and dividend policy: Case of Jordanian commercial banks. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 13 (3), 33-41.
- Algamal, Z. (2012). Selecting Model in Fixed and Random Panel Data Models. *Iraqi Journal of Statistical Sciences*, (21), 266-285.
- Anderson, C. W., Jandik, T., ve Makhija, A. K. (2001). The determinants of foreign ownership in newly privatized companies in transition economies. *Financial Review*, 36 (2), 161-176.
- Apak, S., ve Tavşancı, A. (2007). Bankacılık Kredileri ve Yabancı Sermaye Yatırımlarının Politik Riske Göre Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (33), 31-43.
- Arellano, M., ve Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58 (2), 277-297.
- Arnold, J. M., ve Javorcik, B. S. (2005). *Gifted kids or pushy parents? Foreign acquisitions and plant performance in Indonesia* (Policy Research Working Paper 3193). World Bank.
- Arslan, N. (2021). Anonim ortaklıkta pay sahipliği sıfatının miras yoluyla kazanılması. *Dicle Üniversitesi Adalet Meslek Yüksekokulu Dicle Adalet Dergisi*, 5 (1), 61-93.
- Artan, S., ve Hayaloğlu, P. (2015). Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının kurumsal belirleyicileri: OECD ülkeleri örneği. *Ege Akademik Bakış*, 15 (4), 551-564.
- Aydın, N., Sayım, M., ve Yalama, A. (2007). Foreign ownership and firm performance: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 11 (1), 103-111.
- Aytekin, M., ve Sönmez, A. R. (2016). Kurumsal yönetim uygulamalarının işletme performansına etkisi. *Türk Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 1 (2), 30-39.
- Azzam, I., Fouad, J., ve Ghosh, D. K. (2013). Foreign ownership and financial performance: evidence from Egypt. *International Journal of Business*, 18 (3), 232.

- Bağcı, H., ve Kaygın, C. Y. (2020). BİST holding ve yatırım endeksinde yer alan şirketlerin finansal performanslarının MCDM yöntemleri ile ölçümü. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (87), 301-324.
- Bakır, İ. N. (2022). *Türk ticaret kanunu ve sermaye piyasası kanunu uyarınca anonim şirketlerde pay devrinin esas sözleşme ile sınırlandırılması*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Balcet, G., ve Evangelista, R. (2004). *Global technology: Innovative strategies of multinational affiliates in Italy*. Paper presented at the 10th International Schumpeter Society Conference, Milan.
- Baldwin, J.R., ve Gu, W. (2005). Global links: Multinationals, foreign ownership and productivity growth in Canadian manufacturing. *The Canadian Economy in Transition Series*. Ottawa: Statistics Canada.
- Baltagi, B.H. (2005) *Econometric Analysis of Panel Data*. 3rd Edition, New York: John Wiley & Sons Inc.
- Baltagi, B. H. (2021). Test of Hypotheses with Panel Data. *Econometric Analysis of Panel Data*, 75-108.
- Baltagi, B. H., Jung, B. C., & Song, S. H. (2010). Testing for heteroskedasticity and serial correlation in a random effects panel data model. *Journal of Econometrics*, 154 (2), 122-124.
- Barbosa, N.,ve Louri, H. (2005). Corporate performance: Does ownership matter? A comparison of foreign and domestic-owned firms in Greece and Portugal. *Review of Industrial Organization*, 27 (1), 73-102.
- Barrios, S., ve Strobl, E. (2002). Foreign direct investment and productivity spillovers: Evidence from the Spanish experience. *Review of World Economics*, 138 (3), 459-481.
- Batmaz, N., ve Tekeli, S. (2009). *Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye örneği (1996-2006)*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Bayar, Y. (2012). Girişimcilik finansmanında risk sermayesi ve melek finansmanı. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 7 (2), 133-144.
- Bellak, C. (2004). How Domestic and Foreign Firms Differ and Why Does it Matter?. *Journal of Economic Surveys*, 18 (4), 483-514.
- Bender, M., ve Lutz, E. (2009). *Patterns in spatial proximity between venture capital investors and investees in Germany: An empirical analysis* (No. 2009-06). Working Paper.
- Benfratello, L., ve Sembenelli, A. (2006). Foreign ownership and productivity: Is the direction of causality so obvious? *International Journal of Industrial Organization*, 24 (4), 733-751.
- Bertrand, O., ve Zitouna, H. (2005). *Domestic versus cross-border acquisitions: Which impact on the target firms' performance?* (Working Paper. No: 647). The Research Institute of Industrial Economics.

- Bhaumik, S. K., Kumar, S., Estrin, S., ve Klaus, M. (2007). Determinants of employment growth at MNEs: Evidence from Egypt, India, South Africa and Vietnam. *Comparative Economic Studies*, 49 (1), 61-80.
- Blomström, M., ve Sjöholm, F. (1999). Technology transfer and spillovers: Does local participation with multinationals matter? *European Economic Review*, 43 (4), 915-923.
- Boardman, A., Shapiro, D.M., ve Vining, A.R. (1997). The role of agency costs in explaining the superior performance of foreign MNE subsidiaries. *International Business Review*. 6 (3), 295-317.
- Bornhorst, F., ve Baum, C. (2006). *Levinlin: Stata module to perform Levin-Lin-Chu panel unit root test*.
- Bournakis, I., ve Mallick, S. (2018). TFP estimation at firm level: The fiscal aspect of productivity convergence in the UK. *Economic Modelling*, 70, 579-590.
- Bozkurt, İ. (2022). Finansal Rasyoların Yabancı Yatırımcıların Hisse Seçimine Etkisi: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Uygulama. *Eurasian Econometrics Statistics & Empirical Economics Journal*, 65-79.
- Bozkurt, T. (2017). *Ticaret hukuku*. İstanbul: Kuram Kitap.
- Bramati, M. C., ve Croux, C. (2007). Robust estimators for the fixed effects panel data model. *The Econometrics Journal*, 10 (3), 521-540.
- Bulu, M., Eraslan, İ. H., ve Barca, M. (2007). Türk gıda sektörünün uluslararası rekabetçilik düzeyinin analizi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9 (1), 311-335.
- Büyükmert, N. (2015). *İşletmelerde sahiplik yapısının kârlılık ve sermaye yapısı üzerine etkileri: Borsa İstanbul'da ampirik bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Campbell, J.L. (2007). Why would corporations behave in social responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32, 946-967.
- Cantwell, J. (1995). The globalization of technology: What remains of the product cycle Model? *Cambridge Journal of Economics*, 19 (1), 155-174.
- Cantwell, J., ve Janne, O. (1999). Technological globalization and innovative centers: The role of corporate technological leadership and locational hierarchy. *Research Policy*, 28 (2-3), 119-144.
- Carr, A. Z. (1968). Is business bluffing ethical?. *Harvard Business Review*, 46 (1), 143-153.
- Carvalho, M., ve Júlio, P. (2012). Digging out the PPP hypothesis: An integrated empirical coverage. *Empirical Economics*, 42 (3), 713-744
- Chari, A., Chen, W., ve Dominguez, K. M. E. (2009). *Foreign ownership and firm performance: Emerging-market acquisitions in the United States* (Working Paper 14786). NBER.

- Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A., ve Wong, A. W. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431-449.
- Chibber, P.K., ve Majumdar, S.K. (1999). Foreign ownership and profitability: Property rights, control, and the performance of firms in Indian industry. *Journal of Law and Economics*, 42 (1), 209-238.
- Choi, I. (2001). Unit root tests for panel data. *Journal of International Money and Finance*, 20 (2), 249-272.
- Chuang, C. C., ve Wang, Y. H. (2009). Developed stock market reaction to political change: a panel data analysis. *Quality & Quantity*, 43, 941-949.
- Conyon, M.J., Girma, S., Thompson, S., ve Wright, P.W. (2002). The productivity and wage effects of foreign acquisition in the United Kingdom. *Journal of Industrial Economics*, 50 (1), 85-102.
- Çağlar, H., ve Özdamar, M. (2006). Ticaret unvanının korunması. *Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 14 (2), 119-150.
- Çelikdemir, B. (2021). *Enerji şirketlerinin yapısına yönelik regülasyon müdahalelerinin Türk ticaret kanunu açısından değerlendirilmesi*. Doktora Tezi. Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çöldemli, F. (2016). Türkiye’de yabancı portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişki: 2003-2013. *Ejovoc (Electronic Journal of Vocational Colleges)*, 5 (6), 59-64.
- Daems, H., ve Van de Weyer, P. (1993). *The foreign influence in Belgium: The consequences for strategic decision power*. Brussels: Koning Boudewijnstichting.
- Davies, S.V., ve Lyons, B.R. (1991). Characterizing relative performance: The productivity advantage of foreign owned firms in the UK. *Oxford Economic Papers*, 43 (4), 584-595.
- Demir, Y. (2007). Yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeye olan etkisinin Türkiye bağlamında test edilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (34), 152-161.
- Demirhan, D., ve Aracıoğlu, B. (2017). İnovasyon ve finansal performans arasındaki ilişki: BIST teknoloji endeksindeki firmalar üzerine bir araştırma. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 195-218.
- Derekaya, K. Ç. (2022). *Limited şirketlerde pay devri*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- DiMaggio, P. J. ve Powell, W.W. (1983). The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48 (2), 147-160.
- Dimelis, S., ve Louri, H. (2004). Foreign direct investment and technology spillovers: Which firms really benefit? *Review of World Economics*, 140 (2), 230-253.
- Djankov, S., ve Hoekman, B. (2000). Foreign investment and productivity growth in Czech enterprises. *World Bank Economic Review*, 14 (1), 49-64.
- Doğan, M. (2018). Kurumsal yönetimin teorik temelleri. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 1 (1), 84-96.

- Doğanay, İ. (1971). *Türk ticaret kanunu şerhi*. Ankara: Sevinç Matbaası.
- Domaniç, H. (1988). *Anonim şirketler hukuku ve uygulaması*. İstanbul: Temel Yayınları.
- Doms, M. E., ve Jensen, J. B. (1998). Comparing wages, skills, and productivity between domestically and foreign-owned manufacturing establishments in the United States, in R. E. Baldwin, R. E. Lipsey & J. D. Richardson (Eds.) *Geography and ownership as bases for economic accounting* (235-258). Chicago: University of Chicago Press.
- Donaldson, T. ve Preston, L.E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20 (1), 65-91.
- Douma, J. C. H., Dekker, M. C. ve Koot, H. M. (2006). Supporting parents of youths with intellectual disabilities and psychopathology. *Journal of Intellectual Disability Research*, 50 (8), 570-581.
- Dumanoğlu, S., ve Ergül, N. (2010). İMKB’de işlem gören teknoloji şirketlerinin mali performans ölçümü. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (48), 101-111.
- Dumludağ, D. (2003). Türkiye’de yabancı sermaye yatırımlarının tarihsel gelişimi. *Toplum ve Bilim*, 96, 241-272.
- Dursun, S. (2021). Doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki: BRICS-T ülkeleri üzerine bir analiz. *Ağrı İbrahim Çeçen Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7 (1), 353-368.
- Dustmann, C., Engarcia, M., ve Rochina-Barrachina, M. E. (2007). Selection correction in panel data models: An application to the estimation of females' wage equations. *The Econometrics Journal*, 10 (2), 263-293.
- Ebersberger, B., ve Löf, H. (2005). *Innovation behavior and productivity performance in the Nordic Region: Does foreign ownership matter?* (Working Paper 27). Center of Excellence for Science and Innovation Studies.
- Ece, N. (2019). Holding şirketlerinin finansal performans sıralamasının entropi tabanlı topsis yöntemleri ile incelenmesi. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 4 (1), 63-73.
- Ege, İ., ve Topaloğlu, T. N. (2017). Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı ve Kar Payı Dağıtım Kararları Arasındaki İlişkinin Borsa İstanbul 30 Endeksinde Test Edilmesi. *Muş Alpaslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5 (2), 254-261.
- Ekşi, A., Yurdakul, O., Emiroğlu, M., Güneş, E., Atamer, M., Topal, E., Deveci, O., ve Taşdoğan, F. (2005). Gıda sanayinde yapısal değişimler. *Türkiye Ziraat Mühendisliği VI. Teknik Kongresi*, 2, 1001-1017, Ankara.
- El-Gamal, M. A., ve Inanoglu, H. (2005). Inefficiency and heterogeneity in Turkish banking: 1990–2000. *Journal of Applied Econometrics*, 20 (5), 641-664.
- Erdönmez, P. A. (2004). Finansal krizler sonrası gelişmekte olan ülkelerde yabancı bankalar. *TBB, Bankacılık ve Araştırma Grubu, Bankacılar Dergisi*, 51.
- Ertuna, B. ve Tükel, A. (2010). Traditional versus international influences: CSR disclosures in Turkey, *European Journal of International Management*, 4 (3), 273-289.

- Figenkaplan, T. (2019). Bankaların kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performansları arasındaki ilişki: Bir panel veri analizi. *Bankacılar Dergisi*, 30 (110), 114-128.
- Finkel, S. E. (1995). *Causal analysis with panel data* (No. 105). Sage.
- Fosfuri, A., ve Motta, M. (1999). Multinationals without advantages. *Scandinavian Journal of Economics*, 101 (4), 617-630.
- Freeman, R. E. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25 (3), 88-106.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A stakeholder Perspective*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Frenz, M., ve Ietto-Gillies, G. (2007). Does multinationality affect the propensity to innovate? An analysis of the Third UK Community Innovation Survey. *International Review of Applied Economics*, 21 (1), 99-117.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, Sep. 1.
- Garriga, E. ve Mele, D. (2004). Corporate social responsibility theories: Mapping the territory. *Journal of Business Ethics*, 53, 51-71.
- Ge, Y., ve Chen, Y. (2008). Foreign ownership and productivity of joint ventures. *Economic Development and Cultural Change*, 56 (4), 895-920.
- Gioia, C., ve Thomsen, S. (2004). International acquisitions in Denmark 1990 - 1997: Selection and performance. *Applied Economics Quarterly*, 50 (1), 61-88.
- Girma, S., ve Görg, H. (2007). Multinationals' productivity advantage: Scale or technology. *Economic Inquiry*, 45 (2), 350-362.
- Gkasis, P., Desli, A., ve Tsaliki, P. (2009). *The impact of foreign direct investment on the Greek economy. A data envelopment analysis of the Greek chemicals Sector and the food products and beverages sector*. Paper presented at the 4th Annual South East European Doctoral Student Conference. Greece: Thessaloniki.
- Globerman, S., Ries, J.C., ve Vertinsky, I. (1994). The economic performance of foreign affiliates in Canada. *The Canadian Journal of Economics*, 27 (1), 143-156.
- Greenaway, D., Guariglia, A., ve Yu, Z. (2009). *The more the better? Foreign ownership and corporate performance in China* (Research Paper, March). University of Nottingham. Leverhulme Center for Research on Globalization and Economics Policy.
- Griffith, R., Simpson, H., ve Windmeijer, F. (2001). *Understanding productivity differences between foreign and domestic firms* (Working Paper, October). Institute for Fiscal Studies.
- Gülhan, Ü. (2020). Kovid-19 pandemisinin altın fiyatlarına etkisi: ARDL analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 34 (3), 1111-1125.
- Harris, R.D. (2002). Foreign ownership and productivity in the United Kingdom- Some issues when using the ARD establishment level data. *Scottish Journal of Political Economy*, 49 (3), 318-335.

- Howenstine, N.G., ve Zeile, W.J. (1994). Characteristics of foreign-owned U.S. manufacturing establishments. *Survey of Current Business*, 74 (1), 34-59.
- Hsiao, C. (1986). *Analysis of Panel Data*, Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.
- Hsiao, C. (2022). *Analysis of panel data* (No. 64). Cambridge: Cambridge university press.
- Hurlin, C., ve Mignon, V. (2006). *Second Generation Panel Unit Root Tests*. Manuscript, THEMA –CNRS, University of Paris X.
- Im, K. S., Pesaran, M. H., ve Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of econometrics*, 115 (1), 53-74.
- ISIC (International Standard Industrial Classification of All Economic Activities). (2002). (No. 4). New York: United Nations Publications, 1-264.
- Işık, O. (2011). Uluslararası Hukukta Yatırım Kavramı: Antlaşmalar Temelinde Bir Değerlendirme. *Uluslararası Hukuk ve Politika*, (28), 125-145.
- Ito, K. (2004). Foreign ownership and plant productivity in the Thai automobile industry in 1996 and 1998: A conditional quantile analysis. *Journal of Asian Economics*. 15 (2), 321-353.
- İçöz-Demirel, D., ve Büberci-Çifçi, A. G. (2022). *Anonim ve limited şirketlerde (pay, kar payı ve yedek akçelerin) edinilmiş mallara katılma rejimi kapsamında tasfiyesi*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E., ve Ayyıldız, N. (2015). Enerji sektörünün finansal analizi: Türkiye ve Avrupa enerji sektörü karşılaştırması. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 3 (3), 86-97.
- Jensen, M.C. ve Meckling, W.Y. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Jensen, M.C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12 (2), 235-256.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy Of Management Review*, 20 (2), 404-437.
- Kai, T., ve Qin, L. (2011). Notice of Retraction: Analysis on consumption structure of Shanghai resident by using Panel data model. In *2011 IEEE 2nd International Conference on Software Engineering and Service Science* (pp. 819-822). IEEE.
- Kar, M., ve Tatlısöz, F. (2008). Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye hareketlerini belirleyen faktörlerin ekonometrik analizi. *Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2008 (1), 436-458.
- Karayel, M., ve Koçak, M. A. (2015). Türkiye’de Anonim Şirketlerde Elektronik Genel Kurul Sisteminin Pay Sahiplerinin Yönetime Katılımına Etkileri: BIST 100 Şirketlerinde Bir Arastırma. *Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 17 (29), 99.
- Karl-Heinz, L. (2005). Managing and reporting intangible assets in research technology organizations. *R&D Management*, 35 (2), 235-256.

- Karpaty, P. (2007). Productivity effects of foreign acquisitions in Swedish manufacturing: The FDI productivity issue revisited. *International Journal of the Economics of Business*, 14 (2), 241-260.
- Kayıhan, Ş. (2019). *Şirketler hukuku*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Kederli, Y., ve Başkaya, H. (2017). Halka Açık Firmalarda Sermaye Arttırımı Duyurularının Hisse Senedi Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. [Özel Sayı]. *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 2 (1), 28-42.
- Khawar, M. (2003). Productivity and foreign direct investment- Evidence from Mexico. *Journal of Economic Studies*, 30 (1), 66-76.
- Kılıç, S., Delikanlı, I. U., ve Alp, A. (2020). Yabancı yatırımcı sahipliği oranındaki değişimin getiri, volatilité ve likidite üzerindeki etkisi: BIST GYO sektörü için panel veri analizi. *Business and Economics Research Journal*, 11 (2), 397-411.
- Kim, W.S. ve Lyn, E. O (1990). FDI Theories and the Performance of Foreign Multinationals Operating in the US. *Journal of International Business Studies*, 21 (1), 41-53.
- Kimura, F., ve Kiyota, K. (2007). Foreign-owned versus domestically-owned firms: Economic performance in Japan. *Review of Development Economics*, 11 (1), 31-48.
- Koçbulut, Ö., ve Altıntaş, H. (2016). İkiz açıklar ve Feldstein-Horioka Hipotezi: OECD ülkeleri üzerine yatay kesit bağımlılığı altında yapısal kırılmalı panel eşbütünleşme analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (48), 145-174.
- Kogut, B., ve Chang, S.J. (1991). Technological capabilities and Japanese foreign direct investment in the United States. *The Review of Economics and Statistics*, 73 (3), 401-413.
- Konings, J. (2001). The Effect of direct foreign investment on domestic firms: Evidence from firm level panel data in emerging economies. *Economics of Transition*, 9 (3), 619-633.
- Kuloğlu, E. (2019). *Holding Firmalarının Değer Tespiti ve Borsa İstanbul (BİST) Uygulaması*. Doktora Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Lantos, G. (2001). The boundaries of strategic corporate social responsibility. *The Journal of Consumer Marketing*, 18 (7), 595-630.
- Lantza, J., ve Sahutb, J. (2005). R&D Investment and the Financial Performance of Technological Firms. *International Journal of Business*, 10 (3), 251-269.
- Lee, L. F., ve Yu, J. (2010). Estimation of spatial autoregressive panel data models with fixed effects. *Journal of Econometrics*, 154 (2), 165-185.
- Lee, S. (2008). *Ownership structure and financial performance: Evidence from panel data of South Korea* (Working Paper 2008-17). University of Utah, Department of Economics.
- Levin, A., Lin, C. F., ve Chu, C. S. J. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of econometrics*, 108 (1), 1-24.

- Lewitt, T. (1958). The dangers of social responsibility. *Harvard Business Review*, 36 (5), 41-50.
- Li, J., ve Guisinger, S. (1991). Comparative business failures of foreign-controlled firms in the United States. *Journal of International Business Studies*, 22 (2), 209-224.
- Lukas, M., ve Jan, N. (2011). Application of econometric panel data model for regional competitiveness evaluation of selected EU 15 countries. *Journal of Competitiveness*, 3 (4), 23-38.
- Maddala, G. S. (1999). On the use of panel data methods with cross-country data. *Annales d'Economie et de Statistique*, 429-448.
- Maddala, G. S., ve Wu, S. (1999). A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple test. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61 (S1), 631-652.
- Mansfield, E., ve Romeo, A. (1980). Technology transfer to overseas subsidiaries by USbased firms. *Quarterly Journal of Economics*, 95 (4), 737-750.
- Mata, J., ve Portugal, P. (2002). The survival of new domestic and foreign-owned firms. *Strategic Management Journal*, 23 (4), 323-343.
- Matten, D., ve Moon, J. (2008). Implicit and explicit CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 33 (2), 404-424.
- Matten, D., Crane, A., ve Chapple, W. (2003). Behind the Mask: Revealing the True Face of Corporate Citizenship. *Journal Of Business Ethics*, 45 (1/2), 109-120.
- McWilliams, A. ve Siegel, D.S. (2001). Corporate social responsibility: A theory of firm perspective. *Academy of Management Review*, 26, 177-127.
- McWilliams, A., Siegel, D.S. ve Wright, P.M. (2006). Guest editors' introduction, Corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43 (1), 1-18.
- Meyer, J. ve Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, 83 (2), 340-363.
- Mihai, I. O., ve Mihai, C. (2013). The impact of foreign ownership on the performance of Romanian liste manufacturing companies. *The International Journal of Management Science and Information Technology (IJMSIT)*, (10-(Dec)), 106-123.
- Mikhed, V., ve Zemčík, P. (2009). Testing for bubbles in housing markets: A panel data approach. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 38, 366-386.
- Moreno, R. (2000). *What explains capital flows?*. Research Department, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Morgan C.W., ve Wakelin K. (2003). The determinants of employment in foreign firms in the UK food manufacturing sector: A note. *Journal of Agricultural Economics*, 54 (1), 79-83.
- Ngoc, P. M., ve Ramstetter, E.D. (2004). Foreign multinationals and local firms in Vietnam's economic transition. *Asian Economic Journal*, 18 (4), 371-404.
- Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim*. Ankara: Nobel Yayınevi.

- Oliver, C. (1991). Strategic responses to institutional processes. *Academy of Management Review*, 16 (1), 145-179.
- Özdamar, E. (2019). *Anonim şirketlerde pay devri*. Ankara: Adalet Yayınları.
- Özkan, T. (2021). Financial Performance Analysis in BIST Food, Beverage and Tobacco Sector with AHP-MAIRCA Integration Approach, 20. *Uluslararası İşletmecilik Kongresi*, Turkey.
- Öztürk, H. (2017). Borsa İstanbul'da ŞD/FAVÖK (Şirket Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) ve F/K (Fiyat/Kazanç) Çarpanları Üzerine Bir Analiz. *Maliye ve Finans Yazıları*, (108), 87-103.
- Özvar, K. (2015). *Sahiplik yapısının kâr dağıtım politikası üzerine etkisi: Borsa İstanbul'da bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Nevşehir: Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Pacheco, L. (2019, July). Foreign Ownership and Performance: The case of Portuguese industrial firms. In *Proceedings of the International Conference Theory and Applications in the Knowledge Economy TAKE 2019* (p. 116). Eduardo Tomé.
- Padibandla, M., ve Sanyal, A. (2002). *Foreign investment and productivity: A study of postreform Indian industry* (Working Paper 1). Copenhagen Business School.
- Pan, Y., ve Chi, S.K. (1999). Financial performance and survival of multinational corporations in China. *Strategic Management Journal*, 20 (4), 359-374.
- Pawlik, K. (2005). *Profitability of foreign owned companies in Poland 1993-2002: Does foreign ownership matter?* Paper presented in Danish International Economics Workshop, Aarhus.
- Pazarlıoğlu, M. V., ve Gülay, E. (2007). Net portföy yatırımları ile reel faiz arasındaki ilişki: Türkiye örneği-1992: I-2005: IV. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9 (2), 201-221.
- Penman, S. (2009). Accounting for Intangible Assets: There is Also an Income Statement. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 45 (3), 28-39.
- Pesaran, M. H., ve Smith, R. (1995). The role of theory in econometrics. *Journal of Econometrics*, 67 (1), 61-79.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., ve Smith, R. P. (1999). Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94 (446), 621-634.
- Poroy, R., Tekinalp, Ü., ve Çamoğlu, E. (2014). *Ortaklıklar hukuku*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Porter, M.E. ve Kramer, M.R. (2002). The competitive advantage of corporate philanthropy. *Harvard Business Review*, 80 (12), 56-68.
- Preston, L.E. ve Sapienza, H.J. (1990). Stakeholder management and corporate performance. *Journal of Behavioral Economics*, 19 (4), 361-375.
- Raj, B., ve Baltagi, B. H. (Eds.). (2012). *Panel data analysis*. Springer Science & Business Media.
- Ramachandran, V. (1993). Technology transfer, firm ownership, and investment in human capital. *Review of Economics and Statistics*, 75 (4), 664-670.

- Ramaswamy, K., Gomes, L., ve Veliyath, R. (1998). The performance correlates of ownership control: A study of U.S. and European MNE joint ventures in India. *International Business Review*, 7 (4), 423-441.
- Ramstetter, E. D. (1999). Comparison of foreign multinationals and local firms in Asian manufacturing over time. *Asian Economic Journal*, 13 (2), 163-203.
- Rasih, R., ve Malakolunthu, A. (2009). Technological intensities and economic performance: A study of foreign and local electronics firms in Malaysia. *Asia Pacific Business Review*, 15 (2), 181-197.
- Sadowski, B.M., ve Sadowski, G. (2006). On the innovativeness of foreign affiliates: Evidence from companies in the Netherlands. *Research Policy*, 35 (3), 447-462.
- Sağlam, M., ve Karan, M. B. (2019). Küçük ve Orta Ölçekli Şirketlerde Finansal Performans ve Kurumsal Yönetim İlişkisi: Borsa İstanbul Gelişen Şirketler Piyasası Üzerine Bir Uygulama. *İzmir İktisat Dergisi*, 34 (4), 583-598.
- Sakarya, S., Bodur, M., Yıldırım-Öktem, Ö. ve Selekler-Gökşen, N. (2012). Social alliances: Business and social enterprise collaboration for social transformation. *Journal of Business Research*, 65 (12), 1710-1720.
- Saldıroğlu, B. (2022). *Anonim ve limited şirketlerde pay sahipliğinin ispatı*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Salis, S. (2008). Foreign acquisition and firm productivity: Evidence from Slovenia. *The World Economy*, 31 (8), 1030-1048.
- Saunders, R.S. (1982). The determinants of interindustry variation of foreign ownership in Canadian manufacturing. *Canadian Journal of Economics*, 15 (1), 77-84.
- Sevi, A. M. (2014). *Anonim ortaklıkta payın devri*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Sevil, G., ve Ünkaracalar, T. (2020). CDS primleri ile portföy yatırımları arasındaki ilişkinin değerlendirilmesi: Türkiye Örneği. *Maliye ve Finans yazıları*, (113), 285-300.
- Shapiro, D. M. (1983). The comparative profitability of Canadian and foreign-controlled firms. *Managerial and Decision Economics*, 4 (2), 97-106.
- Shleifer, A., ve Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 94 (3), 461-488.
- Shrivastav, S. M., ve Kalsie, A. (2017). The relationship between foreign ownership and firm performance in India: an empirical analysis. *Artha Vijnana*, 59 (2), 152-162.
- Soylu, N. (2020). Entelektüel sermaye etkinliğinin veri zarflama analizi ile değerlendirilmesi: BİST teknoloji şirketlerine yönelik bir araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (85), 269-286.
- Sun, Y. (2010). Estimation of semiparametric regression model with longitudinal data. *Lifetime Data Analysis*, 16, 271-298.
- Şahin, A., ve Doğukanlı, H. (2014). Yabancı bankaların KOBİ kredilerine etkileri: Türkiye için bir inceleme. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 8 (2), 39-73.
- Şener, O. (2017). *Yargıtay kararları ışığında limited ortaklıklar hukuku*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

- Şenol, Z., ve Gülcemal, T. (2022). Yabancı Portföy Yatırımlarının Firma Düzeyinde Belirleyicileri: Borsa İstanbul Örneği. *Business and Economics Research Journal*, 13 (3), 435-448.
- Şenol, Z., ve Koç, S. (2018). Yabancı portföy yatırımları, borsa ve makroekonomik değişkenler arası ilişkilerin var yöntemiyle analizi: Türkiye örneği. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (21), 1-20.
- Takii, S. (2004). Productivity differentials between local and foreign plants in Indonesian manufacturing, 1995. *World Development*, 32 (11), 1952-1969.
- Takii, S., ve Ramstetter, E. D. (2005) Multinational presence and labor productivity differentials in Indonesian manufacturing, 1975-2001. *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 41 (2), 221-242.
- Tarhanlı, C. (2013). *Türk ve Alman hukukunda ön-anonim şirket*. İstanbul: Oniki Levha Yayınları.
- Tengiz, N. (2018). Anonim ortaklıkta pay devrinin sınırlandırılması, *LHD*, 185.
- Tuna, A. K., ve Isabetli, I. (2014). İnovasyonun finansmanı ve risk sermayesi. *Journal of the Faculty of Economics/İktisat Fakültesi Mecmuası*, 64 (1), 27-47.
- Tunahan, H., Esen S., ve Topal, B. (2015). Sahiplik yapısı ve ihracat yoğunluğunun işletmelerin karları üzerindeki etkisi. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 3 (1), 93-109.
- Turgut, E., ve Uçan, G. (2019). Yolsuzluğun Vergi Oranları İle Olan İlişkisinin Oecd Ülkeleri Örneğinde İncelenmesi. *Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1 (3), 1-17.
- TÜBİSAD. (2019). *Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü Pazar Verileri*. Deloitte.
- Uğur, A. ve Tosun, N. (2023). Türkiye’de yabancı portföy yatırımları ve cds ilişkisi: 2008-2021 dönemi için bir inceleme. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8 (2), 345-358.
- Ustaoğlu, E. (2021). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri. *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10 (3), 1715-1724.
- Vahter, P. (2004). *The effect of foreign direct investment on labor productivity: An overview of an empirical study of Estonia and Slovenia* (Working Paper 32). University of Tartu, Faculty of Economics and Business Administration.
- Yaşar, M., ve Paul, M. (2007). International linkages and productivity at the plant level: Foreign direct investment, exports, imports and licensing. *Journal of International Economics*, 71 (2), 373-388.
- Yavuz, M. (2021). Anonim ve limited şirket genel kurul kararlarının iptalinde etki kuralı. *Gümrük ve Ticaret Dergisi*, 8 (26), 52-63.
- Yiğit, M., ve Güner, Ü. (2015). Dış ticaret ve girişimcilik perspektifinde Türkiye’de risk sermayesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (20), 257-275.
- Zeitun, R., ve Tian, G.G. (2007). Does ownership affect a firm’s performance and default risk in Jordan? *Corporate Governance*, 7 (1), 66-82.

- Zhang, A., Zhang, Y., ve Zhao, R. (2001). Impact of ownership and competition on the productivity of Chinese Enterprises. *Journal of Comparative Economics*, 29 (2), 327-346.
- Zucker, L. G. (1977). The role of institutionalization in cultural persistence. *American Sociological Review*, 42 (5), 726-743.