

## TEMSİL TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE SAHİPLİK YAPISININ İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI KARARLARI ÜZERİNE ETKİSİ: BİST UYGULAMASI

Eda Oruç ERDOĞAN<sup>1</sup>

### ÖZET

Bu çalışmada işletmelerin sahiplik yapılarının, işletme temel kararlarından biri olan sermaye yapısı kararları üzerine etkileri incelenmektedir. İşletmelerde sahiplik yapısı kavramı sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği bileşenleri ile ele alınırken, sermaye yapısı kararları işletmenin borçlanma tercihlerini içermektedir.

İşletmelerin sahiplik yapıları ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla 2002-2010 yılları arasında BİST’de işlem gören 162 işletme ele alınmıştır. Sahiplik yapısı bileşenleri ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiyi incelemek için oluşturulan modellere panel veri analizi uygulanmıştır.

Çalışmada elde edilen sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde sahiplik yoğunluğu göstergelerinden hakim sahiplerin, sermaye yapısı kararlarını pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Sermaye yapısı kararlarını etkileyen bir diğer sahiplik yapısı değişkeni, sahiplik kimliği göstergelerinden biri olan yönetsel sahipliktir. Dolayısıyla işletmelerin sermaye yapısı kararları değerlendirilirken sahiplik yapılarını da göz önünde bulundurmak yerinde bir davranıştır.

**Anahtar Kelimeler:** *Sahiplik Yapısı, Sermaye Yapısı Kararları, Panel Veri Analizi*

## THE EFFECT OF CORPORATES’ OWNERSHIP STRUCTURE ON CAPITAL STRUCTURE DECISIONS IN THE AGENCY THEORY PERSPECTIVE: APPLICATION IN BIST

### ABSTRACT

In this study, the effect of companies’ ownership structure on companies’ capital structure decisions is examined. The concept of ownership

---

<sup>1</sup> Yrd. Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, e-posta: edaoruc@akdeniz.edu.tr

structure is proxied by ownership concentration and ownership identity and the capital structure decisions contain the preference of companies' borrowing.

162 companies, are traded in Borsa Istanbul (BIST) between 2002-2010 period, were chosen to examine relationship between companies' ownership structure and their capital structure decisions. Panel data analysis was applied to investigate the relationship between the ownership structure and capital structure decisions.

According to the results, largest shareholder which is one of the indicators of the ownership concentration affects positive to capital structure decisions of companies. The other ownership variable that affects all the fundamental decisions is managerial ownership which is one of the indicator of ownership identity. When financial managers evaluate the capital structure decisions, they realize the effects of ownership structure.

**Key Words:** *Ownership Structure, Capital Structure Decisions, Panel Data Analysis*

## 1. GİRİŞ

Küreselleşme ile birlikte ulusal ve uluslararası boyutta faaliyet gösteren işletmelerin temel kararlarından biri olan sermaye yapısı kararlarının belirlenmesi önem arz etmektedir. Bu kararlar çeşitli faktörlerden etkilenen ve çeşitli faktörleri etkileyen kararlardır. İşletmelerin temel amacı olan piyasa değerini en çoklama amacı doğrultusunda alınan temel kararlar işletmelerin hem performanslarını hem de piyasa değerlerini etkileyen kararlardır. Bu bağlamda, işletmeler açısından önem taşıyan kararların hangi faktörler tarafından etkilendiğinin veya ilişkisinin olup olmadığının ortaya konması önemlidir. Çeşitli faktörler tarafından etkilenen ve değişiklik gösteren bu kararları etkilemesi beklenen faktörlerden biri de işletmelerin sahiplik yapılarıdır. İşletmelerin sahiplik yapısı çeşitlilik gösteren, tek bir ifade ile belirtilemeyen karmaşık bir yapıdır. Dolayısıyla iki bileşenden oluştuğu bilinen sahiplik yapısının bileşenleri sahiplik yoğunluğu ile sahiplik kimliğinin de işletmenin temel kararları üzerine etkisinin olması beklenmektedir.

Özellikle Berle ve Means (1932) tarafından ortaya konan, modern işletmelerde işletme sahipliği ile işletme kontrolü ayrımı ve bu ayrım sonucu oluşan temsil ilişkileri, işletmelerin karar alma mekanizmaları üzerine soruların gündeme gelmesine neden olmuştur. Temsilci ile temsil edilen arasındaki ilişki sahiplik ve kontrolün ayrı olduğu işletmelerde farklı olurken, sahiplik ve kontrolün diğer bir deyişle sahiplik ve yönetimin tek bir elde toplandığı işletmelerde daha karmaşık bir ilişki haline gelmektedir.

İşletme sahiplik yapıları ile ilişkisi incelenen sermaye yapısı kararları borç-özsermaye bileşimini ifade eden, işletmenin finansman tercihleri ile ilişkili kararlardır. İşletmelerin ihtiyaç duydukları fon gereksinimini karşılamak için kullanılacak kaynak bileşimlerini yansıtan kararlardır. Sermaye yapısı kararları, bu bileşimde yer alan kaynakların diğer bir deyişle borç ve özsermaye kullanım oranlarının nasıl paylaşılacağı ve hangi varlıklara tahsis edileceği sorularına cevap veren kararlardır. Literatür incelendiğinde sahiplik yapısı ve sermaye yapısı kararları arasındaki ilişki için net bir sonucu ulaşılamadığı görülmektedir. Özellikle sahiplik kavramının sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği bileşenleri ile ifade edilmesi sermaye yapısı kararlarına dair alınan kararların çeşitlilik göstermesine neden olmaktadır.

## 2. TEMSİL TEORİSİ VE SAHİPLİK YAPISI

Modern işletmelerde işletme sahipliği ile işletme kontrol ayrımı ve bu ayrım sonucu oluşan temsil ilişkisi finans literatüründe birçok araştırmacı tarafından ele alınan bir konudur. Özellikle sahiplik ve kontrol ayrımının ortaya çıkması işletmelerin karar alma mekanizmaları üzerine soruların gündeme gelmesine neden olmuştur. Berle ve Means (1932) modern işletmelerde, sahiplik ile kontrol ayrımına, işletme kararlarının oluşturulmasında ve buna bağlı olarak işletme performanslarının değerlendirilmesinde, temsil maliyetlerinin etkisine dikkat çekmektedir. İşletme davranışlarını inceleyen modellerin çoğu yöneticilerin, hissedarların çıkarları lehine hareket edeceklerini varsaymaktadır. Halbu ki Berle ve Means (1932) bu durumun bu şekilde olmadığını, sahiplerin yöneticileri çeşitli teşvik unsurları ile kısıtlayıp takip ettiğini belirtmektedir. İşletmeden işletmeye değişiklik gösteren sahiplik yapıları da bu anlamda işletme kararlarını anlamamızda önemli bir rol oynamaktadır.

İşletme çıkar grupları olan işletme sahipleri, işletme yöneticileri ve işletmeye borç verenler kendi çıkarlarını ençoklamak ve bu amaç doğrultusunda beklentilerini karşılamak için işletme kararlarını etkileyebilmektedirler. Temsil teorisi kapsamında işletme kararları üzerinde etkisi olan gruplardan biri işletme sahipleri ile yöneticiler iken diğeri hakim hissedar grubu ile azınlık hissedar grubudur. Bu gruplara ait öne sürülen çeşitli yaklaşımlar mevcuttur. Birbirine zıt olarak değerlendirilen bu görüşlerden biri teşvik yaklaşımı, diğeri ele geçirme yaklaşımıdır. Teşvik yaklaşımı kontrol ve sahiplik ayrımına bağlı olarak, hissedar ile yöneticiler arasında temsil problemlerinin olduğunu ve bu yüzden az sayıda hakim hissedarın elinde toplanan yüksek sahiplik yoğunluğunun, hissedarlar ile yöneticiler arasında temsil maliyetlerini azalttığını öne sürmektedir (Jensen ve Meckling, 1976). Bunun nedeni hakim hissedar grubunun işletme üzerinde aktif olarak izleme

yapmasındaki istekliliğidir. Buna göre hakim hissedarlar teşvik olmaktadır ve işletme kararlarının oluşturulmasında yöneticileri etkin olarak izler ve etkilerler (Friend ve Lang, 1988, s. 272). Öne sürülen diğer yaklaşım olan ele geçirme yaklaşımında ise, hakim hissedar grubu etkin bir şekilde işletmeyi kontrol ettiği ve izlediği zaman, temsil problemleri hakim hissedar grubu ile azınlık hissedar grubu arasında çıkmaktadır. Bu durum da hakim hissedar grubu kendi özel yararları çerçevesinde işletme kararlarını etkileyip, azınlık grubun tercihlerini göz ardı etmektedir (Liu, Tian ve Wang, 2011, s. 6-7).

## **2.1 Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısı İle Sermaye Yapısı Kararları Arasındaki İlişki**

Sahiplik ve kontrol ayrımının ortaya çıkmasıyla beraber ortaya temsil çatışmaları çıkmaktadır. Bu çatışmalar yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil ilişkisinden veya hakim hissedar grubu ile azınlık hissedar grubu arasındaki temsil ilişkisinden doğan ve işletme karar mekanizması üzerinde etkisi olan çatışmalardır. Buna bağlı olarak işletmenin temel amacı olan işletme piyasa değerini ençoklama amacını gerçekleştirmek için ön plana çıkan üç temel karardan biri olan sermaye yapısı kararları da sahiplik yapısından etkilenmektedir.

Sermaye yapısı, borç ve öz kaynak kalemlerinden oluşan bir yapıdır. İşletmelerin sermaye yapıları, işletmelerin ihtiyaç duydukları fon gereksinimini karşılamak için kullanılacak kaynaklara ait kararları yansıtmaktadır (Özdemir, 1997, s.389). İşletmelerin sermaye yapıları oluşturulurken iki kaynaktan yararlanılmaktadır. Bu kaynaklardan biri yabancı kaynak diğeri öz kaynaktır. Bu kaynakların hangilerinden hangi oranlarda kullanılacağı ve bu kaynaklarla hangi faaliyetlerde bulunulacağına dair oluşturulan kararlar sermaye yapısı kararlarını oluşturmaktadır (Marks vd., 2005).

İşletmelerin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkinin diğeri bir deyişle işletmelerin sahiplik yapılarının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisinin ne yönde olduğu incelendiğinde literatürde yapılmış olan çalışmaların ortak bir sonuca varamadıkları görülmektedir. İşletme sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkilerin finans literatüründe en az anlaşılan konulardan olmasının nedenlerinden biri sahiplik yapısı kavramının tek bir bileşenle ifade edilemeyeşidir. Sahiplik yapısı bileşenleri olarak ifade edilen sahiplik yoğunluğu ile sahiplik kimliğinin işletmelerin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkileri farklıdır.

### **2.1.1 Sahiplik Yoğunluğunun/Hakim Hissedarlığın Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi**

Sermaye yapısı kararları üzerine etkisi incelenen sahiplik yapısı bileşenlerinden biri sahiplik yoğunluğu ve hakim hissedar gruplarıdır. İşletmelerde hakim hissedarların oynadığı rol bakımından finansman kararları incelendiğinde Shleifer ve Vishny (1986, s. 463-465), hakim sahiplerin işletme içerisinde kontrol mekanizması olarak işlediğini belirtmektedirler.

Buna göre hakim hissedarlar, yöneticilerin işletmelerin temel amacı olan piyasa değerini ençoklama etme amacını gerçekleştirip gerçekleştirmediğine dair bir kontrol mekanizması gibi çalışırlar. Sahiplik yapılarında yoğunluk arttıkça ve hakim hissedar veya hissedarlar ortaya çıktıkça bu gruplar yöneticileri izlemek için daha istekli olmakta ve yönetimin etkin kararlar almasını sağlamaktadırlar. Bir işletmenin sahiplik yapısı hakim hissedarlardan ziyade dağıntık sahiplik yapısı şeklinde ise hissedarlar yönetim kararlarını takip etmede isteksiz olurlar. Çünkü bu durumda sahiplerin elde edecekleri fayda, yöneticileri izlemek için katlanacakları maliyetten düşük olmaktadır (Mandacı ve Gumus, 2010, s. 57-58).

İşletmelerde hakim hissedarlar, işletmenin finansal kararlarına ilişkin yönetimi izlerler ve etkilerler (Friend ve Lang, 1988, s. 272; Mehran, 1992, s.555). Buna bağlı olarak, hakim hissedarlar yönetsel fırsatçılığı azaltmakta ve yönetim ile sahipler arasındaki çatışmaları da azaltıcı yönde etkilemektedirler (Shleifer ve Vishny, 1986, s. 462-463). Eğer hakim hissedarlar, işletme üzerinde diğer bir deyişle işletme yöneticileri üzerinde aktif bir izleyici olarak takibini yapıyorsa, yöneticiler kendi çıkarları lehine bir borçlanma seviyesi belirleyemezler. Hakim hissedarların işletme payı yüksek olduğundan yöneticileri ve kararları kontrol edecek oy gücüne sahiptirler. Tam tersi olarak hakim hissedarlar pasif bir şekilde sadece oy kullanan, işletme yöneticileriyle anlaşma yapan ve yaygın sahiplik gösteren payı daha az olan azınlık grubun çıkarlarına karşı iş birliği içinde olan sahiplerde olabilir. Bu durumda işletme kaldıraç seviyesi ile hakim hissedarların payı arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu görülmektedir (Brailsford, Oliver ve Pua, 2002, s. 4-5).

Sahiplik yoğunluğu seviyesinin yüksek olduğu işletmelerde, borçlanma yoluyla finansman öz sermaye yoluyla finansmana tercih edilmektedir. Bu durumun temel nedenlerinden biri, yoğunluğa sahip hissedarların işletme üzerindeki kontrolüdür. Özellikle sahiplerin yeni hisse senedi çıkarılmasıyla sahiplik paylarında yaşanacak azalmalara karşı diğer bir deyişle ortaklığın sulandırılmasını önlemek amacıyla borçlanma yoluyla finansman tercihini bir savunma mekanizması olarak kullanırlar. Dolayısıyla sahiplik yoğunluğu ile işletme kaldıraç seviyesi arasında pozitif yönlü bir ilişki görülmektedir (Stulz, 1988). Sahiplik yoğunluğu ile kaldıraç seviyesi arasındaki pozitif ilişkinin nedeni olarak farklı bir bakış açısı Zhang (1998) tarafından ortaya konmuştur. Zhang (1998) sahiplik yoğunluğu ile kaldıraç seviyesi arasındaki ilişkinin pozitif olmasını sahiplerin riskten kaçınma eğilimi içinde olmalarına bağlamaktadır. Sahiplik yapısındaki yoğunlaşma,

ortakların doğurduğu riski arttırmakta ve bu riskin azaltılmaya çalışılması yatırımların verimsiz olmasına neden olmaktadır. Riski düşük fakat diğer yandan verimliliği de yüksek olmayan yatırımlara yönelilmektedir. Böylece borcun rolü, işletme üzerinde hakim olan ve çeşitlendirilmemiş bir portföye sahip olan sahiplerin maruz kaldıkları riski azaltmak olmaktadır. Dolayısıyla borç, yatırımların etkinliğini sağlanmasında rol oynayacak bir araçtır (Zhang, 1998, s.1752-1756).

### **2.1.2 İşletme Sahiplik Kimliğinin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi**

Sermaye yapısı kararları üzerinde etkisi olan sahiplik kimliklerinden biri yönetsel sahipliktir. Yönetsel sahiplik, yöneticiler ile sahipler arasındaki çıkar çatışmalarına bağlı olarak ortaya çıkan temsil maliyetlerinin azaltılmasında ön plana çıkan bir sahiplik kimliğidir. İşletmelerin finansal kararlarını oluştururken özellikle yöneticilerin kişisel çıkarlarını ön planda tutan davranışlarını, kontrol etmeye yardımcı olan yönetsel sahiplik, sahipler ile yöneticiler arasında temsil çatışmalarını azaltmak için kullanılan bir kurtarma mekanizması olarak değerlendirilebilir (Mahadwartha, 2003, s. 3-6).

Yönetsel sahiplik ile işletmelerin sermaye yapısı kararları temsil teorisi vasıtasıyla ilişki içindedir (Mahadwartha, 2003, s. 5). Temsil teorisi çerçevesinde sermaye yapısı kararları oluşturulurken, yöneticiler ve sahipler arasında çatışmalar yaşanmaktadır. İşletme yöneticileri, finansman kararlarını oluştururken borçla finansman yoluna gitmektense öz sermaye ile finansmanı tercih etmektedirler (Jensen ve Meckling, 1976). Bunun nedeni yöneticilerin, işletmenin borçlanması sonucu ortaya çıkabilecek iflas riski gibi çeşitli risklerden kaçınarak, kendi çıkarlarını en çoklama çabası içinde olmalarıdır. Böyle bir durumla karşılaşmak istemeyen yöneticiler, dolayısıyla borçlanma yoluyla finansman miktarını düşük tutmaktadırlar (Friend ve Lang, 1988, s. 271).

Temsil teorisi, işletme sahiplik yapılarında yönetsel sahipliğin olmasının, yöneticiler ile sahipler arasındaki temsil çatışmalarını azaltıcı bir rol oynadığına dair olumlu görüşler sunar (Jensen ve Meckling, 1976). Yönetsel sahiplik ile işletmenin sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiye ait farklı bir görüş sunan Fama ve Jensen (1983) ve Demsetz (1983) ise, işletmelerde yönetsel sahipliğin artmasının yönetimi sağlamlaştırdığını ve bu durumun yönetsel fırsatçılıkta artışa neden olduğunu belirtmektedir. Dolayısıyla yönetsel sahipliğin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkileri netlik kazanmamıştır.

Yönetsel sahipliğin olduğu işletmelerde yönetici-sahipler olması nedeniyle yönetici ve sahiplerin beklentileri çakışmaktadır. Yönetici-sahipler işletme üzerindeki kontrollerini ve paylarından doğan oy güçlerini

kaybetmemek adına ve işletmeyi ele geçirme girişimlerinden korumak adına borçlanma seviyesini yüksek tutmaktadırlar (Stulz, 1988). Kim ve Sorenson'nın (1986, s.131), Amerikan sanayi işletmeleri üzerinde yaptıkları incelemeye göre, yönetsel sahipliğin yüksek olduğu işletmelerin, yönetsel sahipliğin düşük olduğu işletmelere kıyasla daha yüksek borçlanma eğilimi içinde oldukları görülmektedir. Yönetsel sahiplik ile kaldıraç seviyesi arasındaki pozitif ilişkinin üç nedeni vardır.

Yönetsel sahipliğin yükseldiği durumda kaldıraç seviyesinin artması işletme üzerinde yaşanan kontrol problemlerini ortadan kaldırmaktadır. Bu yolla yönetsel sahiplik korunmakta ve sahipliğin sulandırılmasına diğer bir deyişle yeni hissedarların işletmeye katılmasına engel olunmaktadır. Yönetsel sahipliğin yüksek olduğu işletmelerde borçlanma seviyesinin yüksek olmasının bir diğer nedeni borcun temsil maliyetinin özsermayenin temsil maliyetine kıyasla daha düşük olmasıdır.

Yönetsel sahiplik ile işletmelerin kaldıraç seviyeleri arasındaki ilişkiyi pozitif olarak değerlendiren bir diğer çalışma Mehran (1992, s.543-555) tarafından yapılmıştır. Amerikan işletmeleri üzerinde yapılan çalışmada, yönetici-sahipler borç kullanımında, borçlanmanın temsil maliyetlerini azaltıcı ve işletmenin değerini arttırıcı etkisini dikkate alarak borç seviyelerini yüksek tutmayı tercih etmektedirler. Özellikle hisse senedi fiyatlarını ve işletme piyasa değerini yükselmek isteyen yönetici-sahipler daha çok borç kullanımını desteklemektedirler. Benzer şekilde, Agrawal ve Mandelker (1987, s. 825-826) kaldıraç seviyesi düşük olan işletmelere kıyasla kaldıraç seviyesi yüksek olan işletmelerde yönetsel sahiplik payının yüksek olduğunu belirtmektedir.

İşletmelerin kaldıraç seviyesi ile yönetsel sahiplikleri arasında negatif yönde bir ilişki olduğunu öne süren çalışmalarda mevcuttur. Bu çalışmalardan biri Friend ve Lang (1988) tarafından yapılmıştır. Sermaye yapısı kararlarında yönetsel sahipler borçlanmanın getireceği riskten kaçınmak isterler. Dolayısıyla borçlanma seviyesini düşük tutmaktadırlar. Berger, Ofek ve Yermack (1997, s. 1435-1436) yönetsel sahiplik ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiyi değerlendirirken, yönetimi sağlamlaştırmak isteyen, yönetimde söz sahibi olan sahiplerin borçtan kaçındığını belirtirler. Ayrıca riskten kaçınan davranışlar sergileyen yönetici-sahipler sermaye yapısı kararlarını oluştururken optimal borçlanma seviyesini belirlemede sıkıntı yaşamaktadırlar. Sermaye yapısı kararları üzerine etkisi olduğu belirtilen diğer bir sahiplik kimliği devlet sahipliğidir. Özellikle Çin'de faaliyet gösteren işletmeler üzerine yapılan çalışmalarda, Çinli işletmelerin sahiplik yapısının diğer ülke işletmelerinin sahiplik yapısında farklı olduğu görülmektedir. Bu işletmelerin sahiplik yapıları incelendiğinde sahiplik yoğunluğunun yüksek ve devlet sahipliğinin baskın olduğu görülmektedir (Booth, Alvazian, Demirguc Kunt ve Maksimovic, 2001). Li, Yue ve Zhao (2009, s. 472) tarafından Çinli

işletmelerde sahiplik yapısı, kurumsal gelişim ve kaldıraç oranı arasındaki ilişki incelendiğinde, devlet sahipliğinin baskın olduğu işletmelerde kaldıraç kullanımının yüksek olduğu ve uzun vadeli borçlanmanın tercih edildiği görülmektedir. Dewenter ve Malatesta (2001, s. 329-330) dünyada devlet sahipliğine sahip 500 işletme üzerinde yaptığı çalışmada bu işletmelerin yüksek kaldıraç kullanmaya meyilli olduklarını ve diğer işletmelere kıyasla düşük başarı sergilediklerini belirtmektedirler.

### **3. İŞLETME SAHİPLİK YAPISININ SERMAYE YAPISI KARARLARI ÜZERİNE ETKİSİNİ İNCELEYEN ÇEŞİTLİ ÇALIŞMALAR**

Finans literatüründe işletmelerin sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği ile finansman kararları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalardan bazıları aşağıda ifade edilmektedir.

Brailsford, Oliver ve Pua (2002), 1989-1995 dönemi için 216 Avustralya Menkul Kıymet Borsasında işlem gören işletmelerin finansman politikaları ile sermaye sahipliği arasında ilişkiyi incelemişlerdir. İşletmenin finansman kararlarını borcun defter değeri/öz sermayenin piyasa değeri oranı ile ifade edip, yönetsel sahipliği tüm üst düzey yönetici ve yönetici hisselerinin yüzdesi ile, hakim sahipliği en büyük hissedarın hisse yüzdesi ile ifade etmişlerdir. Kontrol değişkenleri olarak büyüklük, sektör, volatilité, büyüme, karlılık, varlıklar ve kar payı ödemeleri kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, yönetsel sahipliğin düşük olduğu durumlarda hakim hissedarlar borçlanma ile pozitif yönlü bir ilişki kurarak, işletme üzerindeki kontrolü kaybetmemektedirler. Yönetsel sahipliğin yüksek olduğu durumlarda ise yönetici-sahipler riskten kaçınan tercihlerde bulunmakta, sağlama etkisi ön plana çıkmakta ve kaldıraç seviyesi ile negatif yönde bir ilişki sergilenmektedir (Brailsford, Oliver ve Pua, 2002, s. 6-23).

Liu, Tian ve Wang (2011)'nin yaptığı çalışmada, Çin'de faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapısının, işletmelerin borçlanma kararlarına olan etkisi incelenmiştir. Bu işletmelerin sahiplik yapısının diğer ülke işletmelerinin sahiplik yapısından farklı olduğu görülmektedir. Bu işletmeler yüksek sahiplik yoğunluğuna ve sahiplik yapılarında devlet sahipliğinin ağırlıklı olduğu görülür. Asya ülkelerinde olduğu gibi Çin işletmelerinin sahiplik yoğunluğu da yüksektir. Sermaye yapılarında yüksek paylı hissedarlar vardır ve bu hissedarlar yönetimi ve sermaye yapısı kararlarını negatif yönde etkilemektedirler (Booth vd., 2001).

Cespedes, Gonzalez ve Molina (2010) 1996- 2005 dönemi için, Arjantin, Brazilya, Chile, Kolombiya, Meksika, Peru ve Venezuela'da faaliyet gösteren Latin Amerika işletmeleri üzerinde sahiplik yapısı ile



sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu işletmelerde, öz sermaye ihracından kaçınıldığı görülmektedir. Mevcut hissedarlar kontrol haklarını paylaşmak istemezler. Bu çalışmada sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu Latin Amerikan işletmelerinde kaldıraç ile yoğunluk arasında pozitif yönde bir ilişkinin olduğu ve işletmenin kontrolünü kaybetme riskinden kaçınıldığı görülmektedir.

Wiwattanankantang (1999)'ın Thai borsasında işlem gören işletmeler üzerinde yaptığı çalışmada, işletme sahiplerinin yönetici olduğu veya kontrolün hakim ortakların veya ailelerin elinde olduğu görülmektedir. Bu çalışmada yönetsel sahipliğin kaldıraç üzerine etkisinin olmadığı belirtilir. Aile işletmelerinde borçlanma seviyesinin yüksek olduğu ve hem sahip olan hem de yönetsel sahip olan aile üyelerinin olması yönetsel sahiplik ile kaldıraç seviyesi arasında pozitif bir ilişkiye işaret etmektedir. Aile sahipleri yönetimde oldukları zaman oy kullanma güçlerini azaltmamak adına borçlanma yoluyla kaynak yaratmayı tercih etmektedir.

Yönetsel sahipliğin ve hakim sahipliğin işletme finansal kararları üzerine etkisini incelemek için 1991- 1999 dönemi için Hong-Kong'da faaliyet gösteren işletmeler üzerinde yapılan analizlerde yönetici sahipliği ile borçlanma eğilimi arasında eğrisel bir ilişki yani nonliner bir ilişki olduğu belirtilmektedir. Hong-Kong işletmelerinde yönetsel sahiplik arttıkça özsermaye kullanımından borçlanmaya dönük bir artış meydana gelmektedir(Agrawal ve Elkinawy, ,2008).

Toraman ve Cengiz (2009)'in yaptığı çalışma da, işletmelerin yapısındaki yoğunlaşmanın işletmelerin kaynak yapılarına dair kararlarına olan etkisi incelenmiştir. Bu çalışmada, İMKB'de işlem gören finansal olmayan işletmelerde ortaklık yapısında yoğunlaşmanın kaynak bileşimi yani borçlanma derecesi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu ilişkinin ortaya konulması sonucunda işletmelerde borçlanma davranışlarının belirleyicisi olan unsurlar daha açık bir şekilde anlaşılacaktır. Çalışmanın sonucunda sahiplik yapısında yoğunlaşmanın kaynak yapısının belirleyicilerinden biri olduğu ortaya konulmuştur. Sahiplik yapısında yoğunlaşma ile borçlanma derecesi arasında pozitif yönlü bir ilişkiye rastlanmıştır. Bunun anlamı işletmelerdeki ortaklık yapısı ne kadar az kişinin elinde toplanmış ise borçlanma derecesinin o denli artacağıdır.

Marchica (2008)'nın yaptığı çalışmada 11 yıla ait yedi yüz finansal olmayan işletmenin sahiplik yapısı ve borçlanma tercihleri arasındaki ilişki incelenmiştir.(1991-2001 dönemi için). Elde edilen sonuca göre, ortakların yönetici olarak çalıştığı işletmelerde kısa vadeli borçlanmanın yüksek olduğu sonucuna varmıştır. Bununla birlikte işletmede büyük bir dış ortağın bulunması ile kısa vadeli borçlanma arasında ise negatif yönlü bir ilişki olduğu görülmüştür. Sermaye yapısı içerisinde yüksek oranda banka kredisi

bulunmasının, işletmeleri uzun vadeli borca yönlendirdiği ancak söz konusu kredilerin farklı bankalardan elde edilmesinin bu etkiyi azaltıcı bir rol oynadığı ifade edilmiştir.

Bathala, Moon ve Rao (1994) çalışmaların da kurumsal sahipliğin, borç kullanımını ve yönetsel sahiplik üzerine etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, kurumsal sahiplik ile borç kullanımını ve yönetsel sahiplik arasında negatif yönde bir ilişki olduğu belirlenmiş; ayrıca, kurumsal yatırımcıların vekillerin izlenmesinde etkili oldukları ve vekâlet maliyetlerinin hafifletilmesine katkıda buldukları belirtilmiştir. Kurumsal yatırımcıların etkinliği azaltıcı olduğunu düşünen karşıt görüş ise, kurumsal yatırımcıların şirketleri gözlemlemek ve performanslarını artırmak yerine kötü performans gösteren şirketlerdeki hisselerini satan, kısa vadeli düşünen pasif yatırımcılar olduğunu iddia etmektedir.

#### 4. YÖNTEM VE VERİLER

Çalışmanın amacı, işletmelerin sahiplik yapılarını ifade eden sahiplik yapısı bileşenleri olan sahiplik yoğunluğu ile sahiplik kimliğinin işletmenin temel kararlarından olan sermaye yapısı kararları üzerine etkisinin olup olmadığının ve etkisinin olduğu durumda etkinin ne yönde olduğunu belirlemesidir. Bu amaç doğrultusunda, 2002-2010 yılları arasında BİST'de işlem gören ve verilerine kesintisiz ulaşılan 162 tane işletmenin sermaye yapısı kararları üzerine sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliğinin etkisinin ne yönde olacağına dair ilişki belirlenmeye çalışılmıştır.

Çalışmada bağımsız değişken olan ve sahiplik yapısı bileşenlerini ifade eden değişkenler en büyük hakim ortağın payı, en büyük diğer ortağın payı, dağılmış hisselerin oranı, yönetimde görev alan hissedar tarafından elde tutulan pay, devlet tarafından elde tutulan pay, holding tarafından elde tutulan pay, kurum (banka, sigorta ve finansal kurum) tarafından elde tutulan pay, yabancı ortak tarafından elde tutulan pay, vakıf tarafından elde tutulan pay ve aynı soyada sahip en az iki ortağın olması kukla değişkenidir. Bağımlı değişken olan ve sermaye yapısı kararlarını ifade eden değişkenler ise toplam borç/toplam varlık oranı, kısa vadeli borç/toplam varlık oranı ve uzun vadeli borç/toplam varlık oranıdır. Ayrıca kontrol değişkenleri olarak literatürde ağırlıklı olarak kullanılan büyüklük ve varlık yapıları da, toplam varlıkların logaritması ve duran varlık/toplam varlık oranı ile ifade edilmiştir. Modellerde kullanılan (bağımlı ve bağımsız) tüm değişkenler ve değişkenlerin hesaplanmış şekli Tablo 1.'de özetlenmektedir.

Tablo 1 Çalışmada kullanılan değişkenler

Sermaye Yapısı Değişkenleri
-----------------------------

Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi: Bist Uygulaması

<b>TBTV</b>	Toplam Borç/Toplam Varlık Oranı
<b>KVBTV</b>	Kısa Vadeli Borç/Toplam Varlık Oranı
<b>UVBTV</b>	Uzun Vadeli Borç/Toplam Varlık Oranı
<b>Sahiplik Yapısı Değişkenleri</b>	
<b>EBHO</b>	En büyük hakim ortağın payı
<b>EBDO</b>	En büyük diğer ortağın payı
<b>DHO</b>	Dağılmış hisselerin oranı (Dağılık sahiplik yapısı)
<b>YÖNSO</b>	Yönetimde görev alan hissedarın sahip olduğu pay
<b>DEVLET</b>	Devletin sahip olduğu pay (Devlet sahipliği)
<b>HOLDİNG</b>	Holdingin sahip olduğu pay (Holding sahipliği)
<b>KURUM</b>	Kurumun (banka, sigorta ve finansal kurum) sahip olduğu pay
<b>YABANCI</b>	Yabancı ortakların sahip olduğu (Yabancı sahiplik)
<b>VAKIF</b>	Vakıfların sahip olduğu pay
<b>AİLED</b>	Aynı soyada sahip en az iki ortağın olması (Kukla değişken) (Aile sahipliği) <sup>2</sup>
<b>Diğer Değişkenler</b>	
<b>TVDLOG</b>	Toplam varlıkların logaritması (İşletme büyüklüğü)
<b>DUVTV</b>	Duran varlıklar toplam varlık oranı (Varlık Yapısı)

Çalışmada kullanılan veri seti hem yatay kesit verileri hem de zaman kesit verilerini içerdiği için panel veri yapısına uygundur. Panel veri yönteminde modellerin tahmininde en küçük kareler yöntemi, sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli ile tahminler yapılabilmektedir. Modeller tahmin edilmeden önce yapılan birim kök testlerinde her bir verinin durağan olduğu tespit edilmiştir. Modeller oluşturulduktan sonra karsımıza çeşitli istatistikî problemler çıkabilir. Bu problemler değişen varyans ve otokorelasyon problemi olabilir. Dolayısıyla modellerin tahmini yapılmadan önce değişen varyans ve otokorelasyon problemleri araştırılmaktadır.

Değişen varyans probleminin araştırılmasına yönelik Modifiye Edilmiş Wald Testi (MWALD) uygulanırken, otokorelasyon probleminin tespitine yönelik Wooldridge Testi uygulanmıştır. Bu sorunların varlığı tutarlı ve etkin tahminleri engelleyebilmektedir. Dolayısıyla bu sorunların varlığı olduğu durumda Beck ve Katz (1995) tarafından önerilen standartlaştırılmış (PCSE) model kullanılabilir. Çalışmamızda elde edilen sonuçlara göre yapılan tahminlerde modellerin otokorelasyon ve değişen varyans problemi taşıdığı görülmektedir. Bu sorunlardan kurtulmak ve daha güvenilir tahminler elde edebilmek için ayrıca N gözlem sayısının T zaman boyutundan büyük olduğu durumlarda da tercih edilebilen Standart Hataları düzeltilmiş Panel (PCSE) yöntemi uygulanmıştır. Beck ve Katz (1995)'in çalışması, yatay kesit boyutu zaman boyutundan daha büyük olan veri setlerinde PCSE yaklaşımının daha sağlıklı sonuçlar verdiğini göstermiştir. Bu çalışmadaki veri setinin yatay kesit boyutu (162 işletme) zaman boyutundan (9 yıl) daha büyük olduğundan tahminler PCSE yaklaşımı ile yapılmıştır. PCSE yaklaşımında model

<sup>2</sup> Aynı soyada sahip en az iki ortağın olması "1", Aynı soyada sahip ortak olmaması "0" olarak kodlanmıştır.

otokorelasyon sorunundan arındırılmıştır. Ayrıca değişen varyans sorununu düzeltmek için sağlam (robust) standart hatalar elde edilmiştir. Veri setlerine pool OLS, sabit etkili regresyon modeli, tesadüfi etkili regresyon modeli ve PCSE tek tek uygulanmış olup, istatistiki göstergeler temelinde uygun olan model için sonuçlar değerlendirilmiştir.

Sermaye yapısı kararları ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen modeller aşağıdaki gibidir;

$$TBTV_{it} =$$

$$\beta_{0it} + \beta_{1it}EBHO_{it} + \beta_{2it}EBDO_{it} + \beta_{3it}DHO_{it} + \beta_{4it}YÖNSO_{it} + \beta_{5it}DEVLET_{it} + \beta_{6it}HOLDİNG_{it} + \beta_{7it}KURUM_{it} + \beta_{8it}YABANCI_{it} + \beta_{9it}VAKIF_{it} + \beta_{10it}AİLE_{it} + \beta_{11it}TVLOG_{it} + \beta_{12it}DUVTV_{it} + e_{it}$$

(Model 1)

$$KVBTV_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}EBHO_{it} + \beta_{2it}EBDO_{it} + \beta_{3it}DHO_{it} + \beta_{4it}YÖNSO_{it} + \beta_{5it}DEVLET_{it} + \beta_{6it}HOLDİNG_{it} + \beta_{7it}KURUM_{it} + \beta_{8it}YABANCI_{it} + \beta_{9it}VAKIF_{it} + \beta_{10it}AİLE_{it} + \beta_{11it}TVLOG_{it} + \beta_{12it}DUVTV_{it} + e_{it}$$

(Model 2)

$$UVBTV_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}EBHO_{it} + \beta_{2it}EBDO_{it} + \beta_{3it}DHO_{it} + \beta_{4it}YÖNSO_{it} + \beta_{5it}DEVLET_{it} + \beta_{6it}HOLDİNG_{it} + \beta_{7it}KURUM_{it} + \beta_{8it}YABANCI_{it} + \beta_{9it}VAKIF_{it} + \beta_{10it}AİLE_{it} + \beta_{11it}TVLOG_{it} + \beta_{12it}DUVTV_{it} + e_{it}$$

(Model 3)

## 5. ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI

İşletme temel kararlarından biri olan sermaye yapısı kararları ile işletmenin sahiplik yapısını ifade eden sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği değişkenleri arasındaki ilişkiyi inceleyen modellerde elde edilen sonuçlar tablo 2, tablo 3 ve tablo 4'de ifade edilmektedir.

Model 1 için elde edilen sonuçlar incelendiğinde bağımlı değişken olan toplam borç toplam varlık oranı ile en büyük hakim ortak oranı, dağınık sahiplik oranı, yönetimde görev alan hissedarlar tarafından elde tutulan pay miktarı, holding tarafından elde tutulan pay, kurum tarafından elde tutulan pay, yabancı sahipliğin oranı ve aile sahipliği arasında %5 anlamlılık seviyesinde anlamlı ilişki görülürken, %10 anlamlılık seviyesinde vakıf sahipliği ile ilişkili olduğu görülmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkinin yönü incelendiğinde, toplam borç toplam varlık oranının kurum tarafından elde tutulan pay tarafından negatif yönde etkilendiği, en büyük hakim ortak oranı, dağınık sahiplik oranı, yönetimde görev alan hissedarlar tarafından elde tutulan pay miktarı, holding tarafından elde tutulan pay, yabancı sahipliğin oranı ve aile sahipliği değişkenlerinin toplam borç toplam varlık oranını pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Model 1'de en büyük diğer hakim ortak ile

devlet tarafından elde tutulan pay ile bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişki olmadığı gözlenmiştir.

Tablo 2. Model 1 İçin Elde Edilen Sonuçlar

	Pool OLS	Sabit Etki	Tesadüfi Etki	PCSE				
	t-testi	P-değeri	t-testi	P-değeri	t-testi	P-değeri	t-testi	P-değeri
EBHO	2.9*	0.004	1.95**	0.016	1.75**	0.081	4.09*	0.000
EBDO	-0.87	0.386	3.39*	0.001	2.41*	0.016	-1.34	0.179
DHO	2.13**	0.034	-0.36	0.718	0.1	0.92	4.86*	0.000
YÖNSO	1.4	0.163	-0.33	0.745	0.21	0.835	2.12*	0.034
DEVLET	0.27	0.788	-0.54	0.589	-0.66	0.512	0.67	0.5
HOLDİNG	2.09**	0.036	-0.74	0.458	-0.56	0.578	2.15*	0.031
KURUM	-1.74***	0.083	-1.03	0.303	-1.52	0.129	-2.88*	0.004
YABANCI	1.54	0.124	-0.92	0.358	-0.75	0.455	2.29*	0.022
VAKIF	0.57	0.57	-0.17	0.868	0.16	0.874	1.65**	0.099
AİLED	3.88*	0.000	-1.38	0.167	-0.25	0.805	4.28*	0.000
TVDLOG	2.83*	0.005	1.81***	0.07	1.92*	0.055	3.18*	0.001
DUVTV	7.07*	0.000	4.65*	0.000	5.54*	0.000	8.25*	0.000
Constant	1.04	0.297	0.89	0.376	1.22	0.223	1.86**	0.062
R <sup>2</sup>	0.0767		0.043		0.036		0.0767	
F-statistics	10	0.000	161.1284	0.000				
Wald statistics X <sup>2</sup>					49.83	0.000	552.74	0.000
Wooldridge	6.93	0.0093						
Chow Test	13.39	0.000						
Breusch-Pagan	2251.61	0.000						
Hausman Test X <sup>2</sup>	26.14	0.0102						
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

Not: “\*, \*\*, \*\*\*” işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığını göstermektedir.

Model 2 için elde edilen sonuçlar incelendiğinde, bağımlı değişken olan kısa vadeli borç toplam varlık oranı ile kurum sahipliği, yabancı sahiplik, vakıf sahipliği ve aynı soyada sahip en az iki ortağın dahil olduğu aile sahipliği ile arasında %5 seviyesinde anlamlı bir ilişki görülürken, %10 anlamlılık seviyesinde dağınık sahiplik oranı ile anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu

görülmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkinin yönü incelendiğinde, toplam borç toplam varlık oranı ile kurum sahipliği ve vakıf sahipliği arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğu, diğer değişkenler ile arasında pozitif yönlü ilişkinin olduğu görülmektedir. Model 2’de en büyük hakim ortağın payı, en büyük diğer hakim ortağın payı, yönetimde görev alan hissedarların payı, devlet tarafından elde tutulan pay ve holding tarafından elde tutulan pay oranı ile bağımlı değişken olan kısa vadeli borçlanma oranı arasında anlamlı bir ilişki görülmemektedir.

Tablo 3. Model 2 İçin Elde Edilen Sonuçlar

	Pool OLS		Sabit Etki		Tesadüfi Etki		PCSE	
	t-testi	P-değeri	t-testi	P-değeri	t-testi	P-değeri	t-testi	P-değeri
EBHO	1	0.318	1.02	0.309	2.05**	0.029	1.16	0.247
EBDO	-1.55	0.122	3.52*	0.000	2.14**	0.033	-1.61	0.107
DHO	1.28	0.199	-0.93	0.354	-0.42	0.673	1.76** *	0.079
YÖNSO	0.9	0.366	-0.02	0.987	0.18	0.855	1.62	0.101
DEVLET	-0.11	0.909	-0.28	0.781	-0.47	0.641	-0.32	0.748
HOLDİNG	0.67	0.5	0.46	0.643	0.04	0.972	0.92	0.356
KURUM	-1.52	0.129	0.19	0.852	-0.41	0.684	-2.53**	0.011
YABANCI	2.44**	0.015	-0.16	0.873	0.12	0.908	3.4*	0.001
VAKIF	-2.91*	0.004	0.4	0.691	-0.73	0.468	-9.09*	0.000
AİLED	1.6	0.109	-2.22**	0.027	-1.23	0.219	1.91** *	0.056
TVDLOG	1.5	0.134	1.49	0.136	1.1	0.273	2**	0.046
DUVTV	-1.01	0.123	-1.62	0.10	-1.61	0.112	-1.24	0.202
Constant	4.29*	0.000	1.59	0.113	2.76*	0.006	6.75*	0.000
R <sup>2</sup>	0.1939		0.1031		0.09		0.1939	
F-statistics	28.97	0.000	14	0.000				
Wald statistics $\chi^2$					162.87	0.000	666.11	0.000
Wooldridge	14.24	0.0002						
Chow Test	32.75	0.000						
Breusch-Pagan	1863.87	0.000						
Hausman Test	38.29	0.0001						
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

Not: “\*, \*\*, \*\*\*” işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir

Model 3 için elde edilen sonuçlar incelendiğinde, Tablo 4’de belirtildiği gibi, bağımlı değişken olan uzun vadeli borç toplam varlık oranı ile en büyük hakim ortak oranı, dağınık sahiplik oranı, holding sahipliği, vakıf sahipliği ve aile sahipliği arasında %5 anlamlılık seviyesinde anlamlı ilişki görülürken, %10 anlamlılık seviyesinde yönetim sahiplik oranı ile ilişkili olduğu görülmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkinin yönü incelendiğinde, toplam borç toplam varlık oranı ile anlamlı olan değişkenler arasındaki ilişkilerin tümünün pozitif yönlü olduğu görülmektedir. Model 3’de uzun vadeli borçlanma oranı ile en büyük diğer hakim ortakın payı, devlet tarafından elde tutulan pay, kurum tarafından elde tutulan pay ve yabancı sahiplik oranı arasında anlamlı bir ilişki gözlenmemiştir.

Tablo 4. Model 3 İçin Elde Edilen Sonuçlar

	Pool OLS		Sabit Etki		Tesadüfi Etki		PCSE	
	t-testi	P-değeri	t-testi	P-değeri	t-testi	P-değeri	t-testi	P-değeri
EBHO	4.14*	0.000	1.96**	0.034	1.81***	0.07	10.87*	0.000
EBDO	0.56	0.576	0.94	0.348	0.86	0.391	0.94	0.345
DHO	2.24**	0.025	0.61	0.54	0.96	0.337	3.73*	0.000
YÖNSO	1.39	0.166	-0.5	0.614	0.32	0.747	1.84**	0.065
DEVLET	0.68	0.495	-0.51	0.607	-0.41	0.683	1.15	0.248
HOLDİNG	3.06*	0.002	-1.79***	0.073	-0.49	0.624	3.24*	0.001
KURUM	-1.16	0.247	-1.9***	0.057	-2.06**	0.039	-1.61	0.107
YABANCI	-0.56	0.575	-1.28	0.202	-1.25	0.212	-0.99	0.322
VAKIF	5.28*	0.000	-0.78	0.435	1.69***	0.091	11.53*	0.000
AİLED	5.15*	0.000	0.63	0.531	1.87***	0.061	5.97*	0.000
TVDLOG	2.91*	0.001	1	0.316	1.98**	0.048	3.29*	0.004
DUVTV	10.37*	0.000	5.34*	0.000	6.66*	0.000	12.77*	0.000
Constant	-4.16*	0.000	-0.62	0.537	-1.82***	0.068	-4.33*	0.000
R <sup>2</sup>	0.146		0.1294		0.1245		0.146	
F-statistics	20.59	0.000	19.67	0.000				
Wald statisticsX <sup>2</sup>					68	0.000	802.01	0.000
Wooldridge	32.271	0.000						
Chow Test	27.1	0.000						
Breusch-Pagan	1322.43	0.000						
Hausman Test	19.52	0.0568						
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

Not: “\*, \*\*, \*\*\*” işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Sahiplik yapısının işletmelerin temel kararlarından biri olan sermaye yapısı kararları üzerine etkisini değerlendiren analizlerin sonucu incelendiğinde, sahiplik yoğunluğu seviyesi ile toplam borçlanma seviyesi arasında pozitif yönlü ilişki olduğu görülmektedir. Sahiplik yoğunluğu oranı yükseldikçe, işletmelerin borçlanma miktarı da artmaktadır. Bu durumun temel nedenlerinden biri hakim ortakların işletme üzerinde sahip oldukları kontrolü sürdürme isteklerinin olması söylenebilir.

Hakim ortakların borçlanma yoluyla finansmanı tercih etmeleri Türk işletmelerinde yeni ortakların yönetime dahil olmalarının istenmediği, yönetimi paylaşmak istemeyen işletme sahiplerinin borçlanmayı yeğledikleri görülmektedir. Özellikle yeni hisse senedi ihracıyla yaşanacak ortaklık sulandırılmalarına karşı, borçlanma yoluyla finansman tercihi bir savunma mekanizması olarak karşımıza çıkabilir. Brailsford, Oliver ve Pua (2002), yaptığımız çalışmanın benzerini 1989-1995 dönemi için gerçekleştirmiş ve işletmelerin finansman politikaları ile sahiplik yapıları arasındaki ilişkiyi değerlendirmişlerdir. Elde edilen sonuçlar çalışmamızla aynı yöndedir. Hakim hissedarların işletme üzerindeki kontrolü kaybetmemek adına borçlanma seviyelerini yüksek tuttukları görülmektedir. Benzer şekilde, Cespede, Gonzalez ve Molina (2010) ile Toraman ve Okuyan (2009) tarafından yapılan çalışmalarda da sahiplik yoğunluğu ile borçlanma seviyesi arasında pozitif yönlü ilişki olduğu, ortaklık yapısı ne kadar az kişi veya kişilerin elinde toplanırsa, borçlanma seviyesinin de artacağı belirtilmektedir. Yapılan bu çalışmalar, yaptığımız çalışmanın sonuçlarını destekler niteliktedir.

Stulz (1988) tarafından da desteklenen pozitif yönlü ilişkinin varlığı, çalışmamızda yer alan ve BİST’de işlem gören 162 tane işletme üzerinde yapılan çalışma sonucunda, örnekleme dahil olan işletmelerin, özsermaye yoluyla finansmana kıyasla borçlanmayı tercih ederek riskten kaçınan sermaye yapısı kararları aldıklarına işaret edebilir. Marchica (2008)’nin yaptığı çalışmada kısa vadeli borçlanma tercihleri ile işletme yoğunluğu arasında negatif yönlü ilişkinin olduğu, işletmelerin kısa vadeli borçlanmadan ziyade uzun vadeli borçlanmaya yöneldiği belirtilmektedir. Çalışmamızda elde edilen sonuçlara göre kısa ve uzun vadeli borçlanma tercihleri içinde, hakim ortakların uzun vadeli borçlanma oranı ile pozitif yönde anlamlı ilişki içinde oldukları, kısa vadeli borçlanma oranı ile anlamlı ilişki içinde olmadığı görülmektedir. Bunun nedeni Türk işletmelerinde hakim hissedar veya hissedarların uzun vadeli borçlanmanın getireceği sorumluluklar nedeniyle işletme üzerinde daha etkin bir kontrol mekanizmasına sahip olabilecekleri düşüncesi olabilir. Ayrıca kısa vadeli borçların yükümlülüklerinin daha kısa süreli olması ve yüksek risk derecelerine sahip olması, sahiplik yoğunluğu yüksek olan işletmeleri uzun vadeli borçlanmaya eğilimi içine sokabilmektedir.



Borçlanma seviyesi ile pozitif ilişki içinde olan sahiplik kimliği göstergelerinden biri yönetimde olup aynı zamanda ortaklık payı olan bireylerin oranıdır. Yöneticiler ve ortak olan sahipler, işletme üzerindeki kontrollerini ve paylarından dolayı ortaya çıkan oy güçlerini kaybetmemek için ve kontrolün başkalarının eline geçmesi riskinden kaçınmak için borçlanma seviyesini yüksek tutmayı tercih ederler. Bunun altında yatan neden olarak işletme yöneticilerinin kontrolü elde tutma isteğinin olması ve ayrıca maliyetleri de dikkate alan yöneticilerin maliyet sıralaması temelinde özsermayenin temsil maliyetine kıyasla daha düşük olan borçlanmayı tercih ederek temsil çatışmalarından kaçınma isteği olabilir.

Yönetimde olup işletme payına sahip olan ortakların olduğu işletmelerde, yönetim sahipliği uzun vadeli borçlanma seviyesini pozitif yönde etkilemektedir. Bunun nedenlerinden biri özellikle kısa vadeli borçlanma yoluyla finansmanın beraberinde getirdiği likidite riskini dikkate alan yönetici-sahiplerin, bu riskten kaçınarak uzun vadeli borçlanma yoluyla finansmanı tercih etmeleri olabilir. Benzer şekilde dağılık sahiplik oranı yüksek olan Türk işletmeleri riski minimize etmek adına uzun vadeli borçlanma seviyesini yüksek tutuyor olabilirler.

Holding sahipliği ile borçlanma tercihleri arasındaki ilişki incelendiğinde pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Holding yapılar, büyük işletme olmanın avantajlarını, finansman kaynağı ihtiyaçlarını karşılarken görmektedir. Finansal yapıları da güçlü olan holding yapılar işletmenin borçlanma seviyelerinin yüksek olmasını sağlamaktadır. Kurumsal sahiplik ile borçlanma seviyesi arasındaki ilişki incelendiğinde, çalışma sonucunda elde edilen sonuçların, Bathala, Moon ve Rao (1994) ile benzer sonuçlar olduğu görülmektedir. Sahiplik yapısı değişkenlerinden, kurumlar tarafından elde tutulan pay miktarı, toplam borç/toplam varlık ile kısa vadeli borç/toplam varlık oranını negatif yönde etkilemektedir. Aile bireylerinin ortak oldukları işletmelerde, öz sermayelerini arttırma olanaklarının sınırlı olduğu, dolayısıyla bu işletmeler açısından borçlanma alternatifinin önemli bir alternatif olduğu görülmektedir. Aynı ailede yer alma, benzer özellikler taşıyan aile içerisinde yer alan bireyler arasındaki uyumu arttırmaktadır. Böyle bir uyumu yakalayan aile işletmelerinde kararlar alınırken bir sinerji yaratılabilir. Aile işletmelerinin sermaye yapısı kararlarında karşılaştığı dezavantajlardan biri ailenin menkul, gayrimenkul veya nakdinin fazla olmaması ya da işletmenin borçlanmaya olumlu bakmaması durumunda işletmenin büyüme hızının yavaşlama olasılığıdır. Bunun yanında işletme kararının paylaşılması konusunda aile bireyleri arasında anlaşmazlık çıkabilmektedir. Kararın dağıtılması ve işletmenin başarılı şekilde yönetilmesi için gerekli disiplinin sağlanmasında güçlükler doğabilmektedir (Wiwattanankantang, 1999).

Elde edilen sonuçlar Wiwattanankantang (1999)'ın yapmış olduğu çalışmalarla benzer sonuçlardır. Çalışma sonucunda aynı aileden bireylerin

olduğu işletmelerde borçlanmaya sıcak yaklaştığı görülmektedir. Birbirlerinden destek olarak daha riskli finansman tercihlerine yöneldikleri söylenebilir. Aynı soyada sahip bireylerin ortaklıkta olması, finansal kararlarda daha cesur eylemlerde bulunulduğunun bir göstergesi olabilir.

Yabancı sahiplik ile borçlanma tercihleri arasındaki ilişki değerlendirildiğinde, yabancı yatırımcılar tarafından yatırım yapılan işletmelerin hisse senetlerinin izlenen hisse senetleri olması, yabancı yatırımcıların yatırım yaptıkları ve ortak oldukları işletmelerde daha yüksek getiri potansiyeline sahip olduğu düşüncesi oluşabilir. Dolayısıyla böyle bir potansiyele sahip, piyasada güvenilir olarak görülen işletmelerin piyasalardan borçlanarak kaynak yaratması buna bağlı olarak borçlanma seviyesini yüksek tutması beklenen bir durumdur.

Dağınık sahiplik yapısının olduğu işletmelerde, hisseler dağılmış olup hakim hissedarlara kıyasla daha az oranlarda paylara sahip hissedarlar vardır. Bu tarz sahiplik yapısına sahip işletmelerde de borçlanma yoluyla kaynak sağlamaktadırlar. Elde edilen sonuçlara göre dağınık sahiplik yapısı ile borçlanma tercihleri arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Bunun altında yatan neden, dağınık sahiplerin işletme üzerinde kontrol sağlamalarının güç olması fakat dağınık sahiplerin borçlanan işletmelerde borçlanmadan doğan yükümlülüklerin yerine getirilip getirilmediğinin kontrolünü yaparak işletmeleri takip edebilme imkanı yakalayabilmeleridir. Borçlanma ile finansman yoluna giden işletmelerin, borçlanma karşılığında üstlendikleri yükümlülüklerin olması ve bu yükümlülükleri karşılayamama durumunda iflas riskiyle karşı karşıya kalabilecek olmaları bilinmesine rağmen bu tip sahiplik yapılarında kaldıraç tercihleri arasında pozitif ilişki beklenmektedir (Margaritis ve Psillaki, 2008). İşletme üzerinde kontrolü düşük olan bu hissedarlar borçlanma oranlarını yüksek tutarak işletmenin yerine getirmesi gereken yükümlülükleri kontrol edip, temsil maliyetlerini düşürme yoluna gitmektedir. (Jiraporn ve Gleason, 2007). Elde edilen sonuçlar Jiraporn ve Gleason (2007) ile Margaritis ve Psillaki (2008)'nin çalışmasında elde ettiği sonuçlarla benzer yöndedir. Buna göre işletmenin borçlanma tercihleri ile dağılmış sahiplik yapısı arasında pozitif bir ilişki görülmektedir. Böylelikle bu tip sahiplik yapısına sahip işletmeler, işletmeyi değerlendirmek ve işletme performansını takip edebilmek ve buna bağlı olarak temsil maliyetlerini minimize edebilmek amacıyla borçlanma yoluyla finansmanı destekledikleri söylenebilir.

Vakıf sahipliğinin olduğu işletmelerde toplam borçlanma ve uzun vadeli borçlanma tercihlerinin pozitif olduğu görülmekle birlikte, kısa vadeli borçlanmadan kaçınıldığı görülmektedir. Özellikle kar elde etmekten çok hayatlarını devam ettirme amacı taşıyan vakıflar, kısa vadeli borçlanmanın getirdiği yükümlülüklerden kaçınarak uzun vadeli borçlanmayı tercih etmektedirler.

Diğer değişkenler olan işletme büyüklüğü ve işletme varlık yapısı ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişki değerlendirildiğinde, işletme büyüklüğü ile sermaye yapısı kararlarını temsil eden değişkenler arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Genel olarak bu ilişki işletmeler büyüdükçe sermaye piyasalarından don sağlama olanaklarının artması, daha düşük faizle borçlanabilmeleri ve gelirlerinin daha istikrarlı olmaları ile açıklanmaktadır. Sermaye yapısı kararları ile işletme varlık yapısı arasındaki ilişki incelendiğinde, literatürde, işletme varlıklarında maddi duran varlıklarının payının işletmelerin sermaye yapılarını belirlemede etkili olduğu kabul edilmektedir. Temsilcilik maliyetleri yaklaşımına göre yüksek kaldıraç düzeyine sahip işletmeler, optimal düzeyin altında yatırım yapma eğilimindedirler. Maddi teminat veremeyen işletmeler, yüksek faiz oranı ile borçlanmakta veya hisse senedi ihraç etmektedirler (Michaelas vd., 1999,115). Bu durumda maddi duran varlıklar ile borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki öngörülmektedir. Diğer değişkenler olan işletme büyüklüğü ve işletme varlık yapısı ile temel kararlar arasındaki ilişki değerlendirildiğinde, işletme büyüklüğü ile sermaye yapısı kararlarını temsil eden değişkenler arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Genel olarak bu ilişki işletmeler büyüdükçe sermaye piyasalarından don sağlama olanaklarının artması, daha düşük faizle borçlanabilmeleri ve gelirlerinin daha istikrarlı olmaları ile açıklanmaktadır. Sermaye yapısı kararları ile işletme varlık yapısı arasındaki ilişki incelendiğinde, literatürde, işletme varlıklarında maddi duran varlıklarının payının işletmelerin sermaye yapılarını belirlemede etkili olduğu kabul edilmektedir. Temsilcilik maliyetleri yaklaşımına göre yüksek kaldıraç düzeyine sahip işletmeler, optimal düzeyin altında yatırım yapma eğilimindedirler. Maddi teminat veremeyen işletmeler, yüksek faiz oranı ile borçlanmakta veya hisse senedi ihraç etmektedirler (Michaelas vd., 1999,115). Bu durumda maddi duran varlıklar ile borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki öngörülmektedir.

## SONUÇ

Sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen literatür incelendiğinde, Shleifer ve Vishny (1986), Friend ve Lang (1988), Mehran ((1992), Brailsford, Oliver ve Pua (2002), Stulz (1988) ve Zhang (1998) öncelikle hakim hissedarların işletmenin finansman kararları üzerinde etkin olduklarını ve bir nevi kontrol mekanizması gibi islediklerini belirtmektedir. Buna göre sermaye yapısı kararları oluşturulurken, hakim hissedarların aktif rol üstlenen hissedarlar olduğu varsayımı altında, borçlanma tercihlerinde pozitif bir yaklaşım sergiledikleri ve bu durumun yönetsel fırsatçılığı azaltmada, temsil maliyetlerini düşürmede ve ortaklık sulandırmasını önlemede etkin olduğu görüşünü savundukları görülmektedir (Shleifer ve Vishny, 1986). Ayrıca sahiplik kimliği ile sermaye yapısı kararları

arasındaki ilişkiyi inceleyen literatürde, Mahadwartha (2003), Jensen ve Meckling (1976), Friend ve Lang (1988), Jensen ve Meckling (1979), Stulz (1988), Kim ve Sorenson (1986), Agrawal ve Mandelker (1987), Berger, Ofek ve Yermack (1997) ve Booth vd. (2001) çeşitli sahiplik kimliklerinin de sermaye yapısı kararları üzerinde farklı etkiler gösterdiğini belirtmektedirler.

Çalışmada BİST’de işlem gören işletmelerin sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliklerinin işletmelerin temel kararlarından biri olan sermaye yapısı kararlarını etkileyip etkilemediği incelenmeye çalışılmıştır. 2002-2010 yılları arasındaki dönemi kapsayan çalışmada işletmelerin sahiplik yapılarının işletmelerin sermaye yapısı kararları ile ilişkili olduğu görülmektedir.

Konuyla ilgili çalışmalar incelenerek, işletme sahiplik yapısının işletme sermaye yapısı kararlarına etkisinin bulunup bulunmadığını belirlemek amacıyla ekonometrik modeller oluşturulmuştur. Oluşturulan modellerde bağımlı değişken olarak işletmenin sermaye yapısı kararları yer alırken, bağımsız değişkenler sahiplik yapısı kavramı bileşenlerini temsilen sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliğini temsil eden değişkenlerdir. Çalışmanın uygulama bölümünde ilk olarak sahiplik yapısı ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişki için kurulan model incelendiğinde elde edilen sonuçlara göre, sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu işletmelerde sermaye yapıları oluşturulurken ağırlıklı olarak borçlanma yoluyla finansmanın tercih edildiği görülmektedir. Özellikle işletme kontrolün dağılmasının istenmediği durumlarda, hakim hissedarlar hisse senedi ihracı ile kaynak yaratma yoluna gitmeyebilirler. Elde edilen sonuçlar literatürü destekler niteliktedir. Ayrıca kontrolü elde tutma isteği ağır basan yönetsel sahipliğin olduğu işletmelerde de sermaye yapısı kararları oluşturulurken, borçlanma yoluyla finansmanın tercih edildiği görülmektedir. Holding sahipliği, aile sahipliği, yabancı sahiplik, vakıf sahipliği ve dağınık sahiplik yapılarının da borçlanma tercihlerinde pozitif etki yarattığı, diğer yandan kurumsal sahiplik yapılarının borçlanma tercihleri üzerinde negatif etki yarattığı görülmektedir.

#### **KAYNAKLAR**

- AGRAWAL A. ve Mandelker G. N., “Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions”, The Journal of Finance, Vol. XLII, No. 4, (1987), 823- 837.
- AGRAWAL V. ve Elkinawy S., “Ownership Structure and Debt-Equity Choice: Comparing Hong Kong with U.S. Firms”, California Corporate Finance Conference, (2008), 1-29.

- BATHALA T. C., Moon K. P. ve Rao R. P., "Managerial Ownership, Debt Policy, And The Impact Of Institutional Holdings: An Agency Perspective", *Financial Management*, Vol. 23, No.3, (1994), 38-50.
- BECK N., Katz J.N., What To Do (and Not To Do) with Times-Series Cross-Section Data in Comparative Politics." *American Political Science Review*, Vol.89, No.3, (1995), 634-647.
- BERGER P. G., Ofek E. ve Yermack D. L., "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions", *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 4, (1997), 1411-1438.
- BERLE A. A. ve Means G. C., "The Modern Corporation And Private Property" (Revised Edition, 1967) Harcourt Brace And World, Inc, New York, 1932.
- BOOTH L., Alvazian V., Demirguc-Kunt A. ve Maksimovic V., "Capital Structure in Developing Countries", *Journal of Finance*, Vol.56, No.1, (2001), 87-130.
- BRAILSFORD T. J., Oliver B. R. ve Pua S. L. H., "On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure", *Accounting and Finance*, Vol. 42, No. 1, (2002), 1-26.
- CESPEDES, J., Gonzalez, M. ve Molina, C. A., (2010), "Ownership Concentration and the Determinants of Capital Structure in Latin America",  
<http://www.iae.edu.ar/pi/Documentos%20Investigacin/Research%20Seminars/OwnershipConcentrationCGM.pdf>, 1-30.
- DEMSETZ H., "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, No.26, (1983), 375-390.
- DEWENTER K. L. ve Malatesta P. H., "State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity", *The American Economic Review*, Vol.91, No.1, (2001), 320-334.
- FAMA E. F. ve Jensen M. C., "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, No.26, (1983), 327-349.
- FRIEND I. ve Lang H. P. L., "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, Vol.43, No.2, (1988), 271-281.
- JENSEN, M. C., Meckling, W. H., "Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure", *Journal Of Financial Economics*", Vol. 3, Nr. 4 (October, 1976), 305-360.

- JIRAPORN, P., and Gleason, K. (2007), "Capital Structure, Shareholder Rights, and Corporate Governance," *The Journal of Financial Research*, Vol. 30, No. 1, pp. 21-33.
- KIM, S. W. ve Sorenson, E. H.,(1986), "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, No.2 131-144.
- LI, K., Yue, H., ve Zhao, L., Ownership, institutions, and capital structure: evidence from China. *Journal of comparative economics*, Vol.37, No.3, (2009), 471–490.
- LIU, Q., Tian, G. ve Wang, X., "The Effect of Ownership Structure on Leverage Decision: New Evidence From Chinese Listed Firms", *Journal of the Asia Pacific Economy*, Vol. 16, No.2, (2011), 2-24.
- MAHADWARTHA, P. A., Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia: An Agency Theory Perspective", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 18, No.3, (2003), 1-21.
- MANDACI, P. E. ve Gumus, K. G., "Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey", *South East European Journal of Economics and Business*, Vol. 5, No. 1,(2010), 57-66.
- MARCHICA, T. M., "On The Relevance Of Ownership Structure in Determining The Maturity of Debt", *EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1101103>, (2008), 1-42.
- MARGARITIS, D. and Psillaki, M. (2008), Capital structure, equity ownership and firm performance, *Journal of Banking and Finance*, 34(3), pp. 621-632
- MARKS H. K., Robbins L. E., Fernandez G., Funkhouser J. P., *The Handbook of Financing Growth: Strategies and Capital Structure*, Hoboken, N.J. Wiley, 2005, N.J.
- MEHRAN, H., "Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.27, No.4, (1992), 539-560.
- ÖZDEMİR M., *Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, 1997, Ankara.
- SHLEIFER A. ve Vishny R. W., "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol.94, No. 3, (1986), 461-488.

- STULZ, M. R., “Managerial Control of Voting Rights- Financing Policies and the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, (1988), 25-54.
- TORAMAN C. ve Okuyan H. A., “İşletmelerde Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine bir Uygulama”, *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, No. 41, (2009), 72-81.
- WIWATTANAKANTANG Y., “An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.7, No.3-4, (1999), 371-403.
- WOOLDRIDGE, J. M., *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, The MIT Press., 2002, Cambridge.
- ZHANG, G., “Ownership concentration, risk aversion and the effect of financial structure on investment decisions”, *European Economic Review*, Vol. 42, (1998), 1751-1778.