

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Eda ORUÇ

TEMSİL TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE SAHİPLİK YAPISININ İŞLETMELERİN
FİNANSAL KARARLARI ÜZERİNE ETKİSİ: İMKB UYGULAMASI

İşletme Ana Bilim Dalı

Doktora Tezi

Antalya, 2012

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Eda ORUÇ

TEMSİL TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE SAHİPLİK YAPISININ İŞLETMELERİN
FİNANSAL KARARLARI ÜZERİNE ETKİSİ: İMKB UYGULAMASI

Danışman
Prof. Dr. Mehmet ŞEN

İşletme Ana Bilim Dalı

Doktora Tezi

Antalya, 2012

Akdeniz Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Eda ORUÇ'un, bu çalışması jürimiz tarafından İşletme Ana Bilim Dalı Doktora Programı tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan

: 

Üye (Danışmanı)

: Prof. Dr. Mehmet ŞEN 

Üye

: Yrd. Doç. Dr. M. Koray Çetin Küt.

Üye

: Yrd. Doç. Dr. Feride Hayırseder Baştarık 

Üye

: Doç. Dr. Aysegül Ateş 

Tez Başlığı: Temsil Teorisi Geraçvesinde Şahiplik Yapısının
İşletmelerin Finansal Kararları Üzerine Etkisi ;
İMKB Uygulanması

Onay : Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Tez Savunma Tarihi : 07/09/2012

Mezuniyet Tarihi : 14/09/2012

Doç. Dr. Zekeriya KARADAVUT
Müdür

.....

İÇİNDEKİLER

TABLolar LİSTESİ	v
ŞEKİLLER LİSTESİ	vi
KISALTMALAR LİSTESİ	vii
ÖZET	viii
SUMMARY	ix
ÖNSÖZ	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SAHİPLİK KAVRAMI ve SAHİPLİK YAPISINA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR

1.1 Sahiplik Kavramı	4
1.2 Sahiplik Yapısı ve Sahiplik Yapısı Bileşenleri	4
1.2.1 Sahiplik Yoğunluğu	5
1.2.2 Sahiplik Kimliği	6
1.3 Sahiplik Yapılarına Göre İşletmeler	7
1.3.1 Aile İşletmeleri	7
1.3.2 Devlet İşletmeleri	12
1.3.3 Yönetici Sahipliği	12
1.3.4 Çalışan Sahipliği	13
1.3.5 Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	14
1.3.6 Dağınık Sahiplik	16
1.3.7 Kompleks Sahiplik	19
1.3.7.1 Kontrol Zinciri Yapıları	19
1.3.7.2 Piramit Sahiplik Yapısı	19
1.3.7.3 Karşılıklı Hissedarlık Şeklinde Sahiplik Yapıları	21
1.4 Sahiplik Yapısı ve Kontrol	22
1.4.1 Sahiplik yapısı ve Kurumsal Yönetim	23
1.4.1.1 Kurumsal Yönetim Kavramı	23
1.4.1.2 Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı	25
1.4.1.3 Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	26
1.4.1.3.1 Uygulama Sistematiği Açısından Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	27
1.4.1.3.1.1 Kıta Avrupa Sistemi	27
1.4.1.3.1.2 Anglo-Sakson Sistemi	28
1.4.1.3.2 Kaynaklar Açısından Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	31
1.4.1.3.2.1 İşletme İçi Mekanizmalar	31
1.4.1.3.2.2 İşletme Dışı Mekanizmalar	33

1.4.1.4 Kurumsal Yönetim Teorileri	34
1.4.1.4.1 Temsil Teorisi	34
1.4.1.4.2 Hizmet Teorisi	35
1.4.1.4.3 Paydaş Teorisi	36
1.5 Çeşitli Ülkelere Ait Sahiplik Yapıları İncelemesi	37

İKİNCİ BÖLÜM

TEMEL İŞLETME KARARLARI ve SAHİPLİK YAPISI ARASINDAKİ İLİŞKİ

2.1 Temsil Teorisi	42
2.2 Çıkar Gruplarından Kaynaklanan Temsil Problemleri	42
2.2.1 Yöneticilerden Kaynaklanan Temsil Problemleri	43
2.2.2 Hissedarlardan Kaynaklanan Temsil Problemleri	44
2.2.3 Borç Verenlerden Kaynaklanan Temsil Problemleri	46
2.3 Temsil Maliyetlerinin Kapsamı	46
2.4 Temsil Teorisi ve Sahiplik Yapısı	47
2.4.1 Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısı İle Temel Kararlar Arasındaki İlişki	48
2.4.1.1 Sahiplik Yapısı Ve Sermaye Yapısı Kararları	49
2.4.1.1.1 Sermaye Yapısı Kavramı	49
2.4.1.1.2 Sermaye Yapısı Yaklaşımları	49
2.4.1.1.3 Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler	50
2.4.1.1.4 Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısı İle Sermaye Yapısı Kararları Arasındaki İlişki	54
2.4.1.1.4.1 Sahiplik Yoğunluğunun/ Hakim Hissedarlığın Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi	55
2.4.1.1.4.2 İşletme Sahiplik Kimliğinin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi	56
2.4.1.1.4.3 İşletme Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisini İnceleyen Çeşitli Çalışmalar	58
2.4.1.2 Sahiplik Yapısı İle Kar Dağıtım Kararları	61
2.4.1.2.1 Kar ve Kar Payı Kavramı	61
2.4.1.2.2 Kar Payı Dağıtım Kararlarının İşletme Açısından Önemi	61
2.4.1.2.3 Kar Payı Dağıtım Kararlarını Etkileyen Faktörler	62
2.4.1.2.4 Kar Payı Dağıtım Politikası ile İlgili Görüşler	64
2.4.1.2.5 Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısı İle Kar Dağıtım Kararları Arasındaki İlişki	65

2.4.1.2.5.1 Sahiplik Yoğunluğunun/ Hakim Hissedarlığın Kar Dağıtım Kararları Üzerine Etkisi	66
2.4.1.2.5.2 İşletme Sahiplik Kimliğinin Kar Dağıtım Kararları Üzerine Etkisi	67
2.4.1.2.5.3 İşletme Sahiplik Yapısının Kar Dağıtım Kararları Üzerine Etkisini İnceleyen Çeşitli Çalışmalar	70
2.4.1.3 Sahiplik Yapısı Ve Yatırım Kararları	74
2.4.1.3.1 Yatırım Kavramı ve Yatırım Çeşitleri	74
2.4.1.3.2 Yatırım Kararlarının İşletme Açısından Önemi	77
2.4.1.3.3 Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısı İle Yatırım Kararları Arasındaki İlişki	78
2.5 İşletmelerin Performansları İle Sahiplik Yapısı Arasındaki İlişki	81

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İŞLEM GÖREN İŞLETMELERİN TEMEL KARARLARI ÜZERİNE SAHİPLİK YAPILARININ ETKİSİNİN İNCELENMESİ

3.1 Araştırmanın Önemi ve Amacı	95
3.2 Araştırmanın Kapsamı ve Veri Seti	96
3.3 Araştırmanın Yöntemi	99
3.3.1 Panel Veri Analizi	102
3.3.2 Birim Kök Testleri	104
3.4 Araştırmanın Modelleri	105
3.5 Araştırma Hipotezleri	107
3.6 Araştırma Bulguları	110
3.6.1 Temel İstatistikler Tablosu Analizi	110
3.6.2 Panel Veri Regresyon Analizi	111
3.7 Araştırmanın Sonuçları	115
S O N U Ç	133
KAYNAKÇA	136
EK 1- Literatürde Yeralan Aile İşletmeleri Tanımları	152
EK 2- Panel Veri Analizi Düzenlemesi	153
EK 3- Konu ile İlgili Yapılmış Çalışmalarda Yeralan Değişkenlerin Özeti	155
EK 4- Sermaye Yapısı Kararı Değişkenleri İle Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Korelasyon	158

EK 5- Kar Dağıtım Kararı Değişkenleri İle Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Korelasyon	159
EK 6- Yatırım Kararı Değişkenleri İle Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Korelasyon	160
EK 7- Araştırmada Yeralan Tüm Modeller İçin Hausman Testi Ek Sonuçları	161
EK 8- Araştırmada Yeralan Tüm Modeller İçin Elde Edilen Analiz Sonuçları	166
Ö Z G E Ç M İ Ş	175

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1 Aile İşletmesinde Yeralan Roller	10
Tablo 1.2 Ülkeler Bazında Aile İşletmeleri Sayısı ve Oranı	11
Tablo 1.3 Ülkeler Bazında Dağılık Sahiplik Yapısı Olan İşletmelerin Sayısı ve Oranı	18
Tablo 1.4 Kıta Avrupası Ülkelerinde Sahiplik Yoğunluğu Yüzdesi	27
Tablo 1.5 Kurumsal Yönetim Sistemi Sınıflandırması	30
Tablo 1.6 Temsil Teorisinin Genel Görünümü	35
Tablo 2.1 Literatürde Konu İle İlgili Yapılmış Çalışmalardan Örnekler	90
Tablo 3.1 Çalışmada Kullanılan Değişkenler	98
Tablo 3.2 Tanımlayıcı İstatistikler	111
Tablo 3.3 Birim Kök Testi Sonuçları	112
Tablo 3.4 Model 1 için Elde Edilen Sonuçlar	116
Tablo 3.5 Model 2 için Elde Edilen Sonuçlar	117
Tablo 3.6 Model 3 için Elde Edilen Sonuçlar	118
Tablo 3.7 Model 4 için Elde Edilen Sonuçlar	119
Tablo 3.8 Model 5 için Elde Edilen Sonuçlar	120
Tablo 3.9 Model 6 için Elde Edilen Sonuçlar	121
Tablo 3.10 Model 7 için Elde Edilen Sonuçlar	122
Tablo 3.11 Model 8 için Elde Edilen Sonuçlar	123
Tablo 3.12 Model 9 için Elde Edilen Sonuçlar	124
Tablo 3.13 Değişkenlerin Anlamlılık Tablosu	125

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 Aile İşletmelerinde Yeralan Roller	8
Şekil 1.2 Tekli ve Çoklu Kontrol Zinciri Yapıları	19
Şekil 1.3 Piramit Sahiplik Yapısı	20
Şekil 1.4 İşletmelerde Yeralan Menfaat Sahipleri	24
Şekil 3.1 Panel Veri Analizi Adımları	100

KISALTMALAR LİSTESİ

ADF:	Augmented Dickey-Fuller testi
ESOP:	İşçileri Hisse Senedi Edindirme Planı (Employee Stock Ownership Plan)
IPS:	Im-Pesaran ve Shin birim kök testi
İDT:	İktisadi Devlet Teşekkülleri
ISE:	İstanbul Stock Exchange Market
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİK:	Kamu İktisadi Kuruluşları
LLC:	Levin, Li ve Chu birim kök testi
MWALD:	Modifiye Edilmiş Wald Testi
OECD:	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation)
OLS:	En küçük kareler yöntemi
PCSE:	Standart hataları düzeltilmiş regresyon modeli
POLS:	Havuzlanmış regresyon modeli

Ö Z E T

Bu tez çalışmasında işletmelerin sahiplik yapılarının, işletme temel kararları üzerine etkileri incelenmektedir. Sahiplik yapısı kavramı sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği bileşenleri ile ele alınırken, temel finansal kararlar sermaye yapısı kararlarını, kar dağıtım kararlarını ve yatırım kararlarını içermektedir.

İşletmelerin sahiplik yapıları ile temel finansal kararları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla 2002-2010 yılları arasında İMKB’de işlem gören 162 işletme ele alınmıştır. Her bir temel karar için üç model kurulmuştur. Modelleri incelemek için panel veri analizi uygulanmıştır. Modellerde sermaye yapısı kararlarını temsil eden bağımlı değişkenler toplam borç/toplam varlık oranı, kısa vadeli borç/toplam varlık oranı ve uzun vadeli borç/toplam varlık oranı, kar dağıtım kararlarını temsil eden bağımlı değişkenler kar payı ödemeleri toplamı, nakit kar payı/piyasa kapitalizasyon oranı ve temettü verimi ve yatırım kararlarını temsil eden bağımlı değişkenler maddi duran varlık yatırımı, maddi duran varlık yatırımı/satışlar ve maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımıdır. Modellerde yer alan sahiplik yapısını temsil eden bağımsız değişkenler ise en büyük hakim ortağın payı, en büyük diğer ortağın payı, dağınık sahiplik yapısı, yönetimde görev alan hissedarların elde tuttukları pay, devlet sahipliği, holding sahipliği, kurum sahipliği, yabancı sahiplik, vakıf sahipliği ve aile sahipliğidir.

Sahiplik yapılarının tek bir bileşenle ifade edilememesi ve buna bağlı olarak çok sayıda sahiplik yapısı göstergesinin olması, sahiplik yapılarının temel kararlar üzerinde farklı etkilerinin olmasına neden olmaktadır. Çalışmada elde edilen sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde sahiplik yoğunluğu göstergelerinden hakim sahiplerin, temel işletme kararlarının tümünü etkilediği görülürken, bu etkinin sermaye yapısı kararları ile yatırım kararları üzerinde pozitif, kar dağıtım kararları üzerinde negatif olduğu görülmektedir. Temel kararların tümünü etkileyen bir diğer sahiplik yapısı değişkeni, sahiplik kimliği göstergelerinden biri olan yönetsel sahipliktedir. Yönetsel sahiplikte işletme temel kararlarından sermaye yapısı kararları ile yatırım kararlarını pozitif, kar dağıtım kararlarını negatif yönde etkilemektedir. Ayrıca sahiplik yapısını ifade eden göstergelerden her birinin, temel kararlar üzerine etkisi değişmekte, bu etkiler çalışmada ele alınmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Sahiplik Yapısı, Sahiplik yoğunluğu, Sahiplik Kimliği, Sermaye Yapısı, Kar Dağıtım Kararları, Yatırım Kararları

S U M M A R Y

THE EFFECT OF CORPORATES' OWNERSHIP STRUCTURE ON FINANCIAL DECISIONS IN THE AGENCY THEORY PERSPECTIVE: APPLICATION IN ISE

In this study, the effect of companies' ownership structure on companies' fundamental decisions is examined. The concept of ownership structure is proxied by ownership concentration and ownership identity and the fundamental financial decisions contain capital structure decisions, dividend decisions and investment decisions.

162 companies, are traded in İstanbul Stock Exchange Market (ISE) between 2002-2010 period, were chosen to examine relationship between companies' ownership structure and their fundamental financial decisions. Three models were founded for each fundamental decision. Panel data analysis was applied to investigate these models. Dependent variables representing the capital structure decisions are total debt/total asset ratio, short term debt/total asset ratio and long term debt/total asset ratio; dependent variables representing the dividend decisions are total dividend payment, cash dividend/market capitalization ratio and dividend yield; dependent variables representing the investment decisions are tangible fixed assets investment, tangible fixed assets investment/sales ratio and tangible and intangible fixed assets investment in the models. Independent variables representing the ownership structure is share of largest shareholder, share of other (second) largest shareholder, dispersed ownership, managerial ownership, state ownership, holding ownership, institutional ownership, foreign ownership, foundation ownership and family ownership in the models.

Ownership structures can not be expressed in a single component, and ownership structure leads to different effects on corporate fundamental decisions as a result have a large number of indicators of ownership structure. An overall evaluation of the results obtained, largest shareholder which is one of the indicators of the ownership concentration affects all fundamental decisions, This effect is positive on capital structure decisions and investment decisions, negative on dividend decisions. The other ownership variable that affects all the fundamental decisions is managerial ownership which is one of the indicator of ownership identity. Managerial ownership positively affects capital structure decisions and investment decisions, on the other hand negatively affects dividend decisions. In addition, each indicators of ownership structure have different impact on corporate fundamental decisions, these effects are discussed in the study.

Key Words: Ownership Structure, Ownership Concentration, Ownership Identity, Capital Structure Decisions, Dividend Decisions, Investment Decisions.

Ö N S Ö Z

Doktora eğitimim boyunca ve tez çalışmam sırasında, bana her türlü desteği, anlayışı ve sabrı gösteren, yaşadığım her sıkıntıyı ve sorunu paylaşmak için kapısını çaldığımda beni geri döndürmeyen, yoğunluğuna rağmen vaktini bana ayıran değerli hocam Prof. Dr. Mehmet ŞEN’e;

Tez izleme jürimde yer alan ve tez çalışmamı değerli önerileri ile yönlendiren, değerli vakitlerini benle paylaşan hocalarım Sayın Doç. Dr. Ayşegül ATEŞ’e ve Yrd. Doç. Dr. Aslıhan ERSOY BOZCUK’a; ayrıca doktora eğitimim boyunca yurt içi doktora burs programı kapsamında sağladıkları katkılar için TÜBİTAK Bilim İnsanı Destekleme Daire Başkanlığı’na,

Tezimin en yoğun olduğu dönemlerde, ihtiyaç duyduğum anlarda, değerli zamanlarını bana ayırarak, kahve sohbetleri yaptığımız, yüzümün gülmesini sağlayan, dosttan da öte kardeşlerim Ebru’ya, Salih’e; çok uzaklardan bana destek sağlayan dostlarım Belma’ya ve Nurcan’a;

Hayatımın en yoğun döneminde çıkagelen, birden bire hayatıma dahil olan, eksik yanımlı tamamlayan, tez sürecimde yaşadığım paniklerime, heyecanlarıma ve telaşlarıma eşlik eden, “ben”leri “biz” yapan Murat’a,

Son olarak, eğitim hayatım boyunca maddi ve manevi tüm imkanlarını bana sunan, ihtiyaç duyduğum çalışma ortamını hazırlayan, bu süreçte ellerinden gelen tüm desteği veren, “iyi ki varlar” dediğim ve ailem olmalarıyla gurur duyduğum, annem Fehime ORUÇ’a, babam Erdoğan ORUÇ’a ve geç saatlere kadar çalıştığım zamanlarda sabırla çalışmalarımın sonuçlanmasını bekleyen ablam Esra ORUÇ’a teşekkür ederim.

Bu süreçte sizlerle karşılaştığım ve bu süreci sizlerle paylaştığım için çok mutluyum. “Keşke”lerim olmadan bu süreci tamamlamama yardım ettiğiniz için sonsuz teşekkürler...

Eda ORUÇ
Antalya, 2012

GİRİŞ

Küreselleşme ile birlikte ulusal ve uluslar arası boyutta faaliyet gösteren işletmelerin temel kararları olan sermaye yapısı kararlarının, kar dağıtım kararlarının ve yatırım kararlarının belirlenmesi önem arz etmektedir. Bu kararlar çeşitli faktörlerden etkilenen ve çeşitli faktörleri etkileyen kararlardır. 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. Literatür incelendiğinde, işletme üzerindeki kontrole bağlı olarak ortaya çıkan temsil çatışmalarının işletme sahipleri ile yöneticiler arasında olabileceği gibi, sahiplik yoğunluğuna bağlı olarak hakim hissedar grubu ile azınlık hissedar grubu arasında da olabileceği görülmektedir (Grossman ve Hart, 1980). Diğer yandan hakim hissedar gruplarının olması işletmede ortaya çıkabilecek temsil çatışmalarını azaltıcı etki de yaratabilmektedir (Shleifer ve Vishny, 1986). İşletmelerin sahipleri ve işletme yönetimi veya hakim hissedar grupları ile azınlık hissedar grupları arasındaki beklenti farklılıkları işletme kararlarının da farklı olmasına neden olmaktadır. İşletmeden işletmeye farklılık gösteren sahiplik yapıları da bu noktada işletme kararlarını anlamamızda önemli bir rol oynamaktadır.

Dolayısıyla öncelikle işletme kararlarını etkileyebilecek olan sahiplik yapılarının tanımlanması önem taşımaktadır. Sahiplik yapısı kavramı Xu ve Wang (1997) tarafından sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği kavramları ile ifade edilmektedir. Çünkü sahiplik yapısı kavramı tek bir bileşenle ifade edilebilecek kadar kısıtlı bir anlam taşımaz. Sahiplik yoğunluğu ile işletme içerisinde ortakların hakimiyeti ifade edilirken, sahiplik kimliği ile de ortaklıkları türleri ifade edilir. Sahiplik yoğunluğu işletme hisse senetlerinin büyük bir çoğunluğunun tek bir kişi veya kişilerin elinde bulundurulmasıdır. Sahiplik kimliği ise işletme hisselerini elinde bulunduran kişi veya kişilerin niteliğini anlatmaktadır.

Temsil teorisinde de ifade edildiği gibi, işletme sahipleri ile işletme yönetiminin veya hakim hissedar grupları ile azınlık hissedar gruplarının işletme kararları üzerinde farklı

beklentilerinin olması işletme temel kararlarının farklı oluşmasına neden olabilir. Bu kararlardan ilki olan 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 paylaştırılacağı 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.

Temel kararlardan bir diğeri işletmenin kar dağıtım kararlarıdır. İşletmeler optimum kar dağıtım politikasını belirlemeye çalışırlar. Fakat işletme sahiplerinin, işletme yönetiminin veya diğer paydaşların kar dağıtımına yönelik beklentileri farklıdır. Kar dağıtım politikası işletmenin piyasa değerini ve dolayısıyla hissedarların servetini etkileyen kararlardır.

Son olarak ele alınan karar yatırım kararlarıdır. İşletme yöneticisi işletmenin mevcut fonları ile en uygun yatırım kararını belirlemeye çalışmaktadır. Özellikle bu kararlar uzun vadeli kararlar olmakta ve sorumluluğu yüksek kararlar olmaktadır. Dolayısıyla işletmelerin risk üstlenme istekliliği, mevcut fonları ve beklentileri bu kararları etkileyen faktörlerdir.

Sahiplik yapısına ilişkin yapılan çalışmalar incelendiğinde, bu çalışmaların ağırlıklı olarak sahiplik yapısı ve işletme performansı arasındaki ilişkiye odaklandığı görülmektedir. İşletmelerin temel amacı işletme piyasa değerini ençoklamaktır. Dolayısıyla işletmeler bu amaca dönük olarak çeşitli kararlar almakta ve bu kararlara bağlı olarak performanslarını ortaya koymaktadırlar. Bu kararların da çeşitli faktörlerden etkilendiği ve bu faktörlerden birinin de işletme sahiplik yapıları olduğu bilinen bir gerçekliktir. Bu çalışmada literatürde çok fazla ele alınmayan işletme temel kararları ile işletme sahiplik yapısı arasındaki ilişkiye odaklanılmaktadır.

Araştırmanın birinci bölümünde sahiplik ve sahiplik yapısı kavramı ile sahiplik ve kontrol ayrımı temelinde ortaya çıkan kurumsal yönetim kavramı ele alınmıştır. Bu bağlamda sahiplik yapısı bileşenleri tanımlanmış, sahiplik yapılarına göre işletmeler ifade edilmiştir. Ayrıca kurumsal yönetim kavramı detaylı olarak açıklanmıştır.

Araştırmanın ikinci bölümünde sahiplik yapısının etkilemesi beklenen temel kararlar incelenmiştir. Temel kararlara geçilmeden önce temsil eden ile temsil edilen arasındaki çatışmaları konu edinen temsil teorisinden ve temsil teorisi kapsamında sahiplik ve kontrol ilişkisinden bahsedilmiştir. Temel kararları oluşturan sermaye yapısı kararları, kar dağıtım kararları ve yatırım kararlarının temel kavramları ve bu kararları etkileyen faktörler ifade edilmiştir. Ayrıca literatürde temel kararlar ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen tartışmalar bu bölümde yer almaktadır.

Teorik literatürde işletmelerin sahiplik yapısının işletme temel kararlarını etkileyen faktörlerden biri olduğu görülmektedir. Bu bağlamda araştırmanın son bölümünde işletmelerin sahiplik yapılarının işletme temel kararlarını etkileyen değişkenlerden biri olduğunun tespit edilme beklentisine bağlı olarak, her bir karar için oluşturulan üç model panel veri analizi ile incelenmiş olup, elde edilen bulgularla ilgili sonuç ve önerilere yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SAHİPLİK KAVRAMI ve SAHİPLİK YAPISINA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR

Tezin ilk bölümü sahiplik kavramı ve sahiplik yapısı ile ilişkili kavramları konu edinmektedir. Bu bağlamda ilk olarak sahiplik kavramı ele alınmış olup, buna bağlı olarak sahiplik yapısı ve sahiplik yapısı bileşenleri açıklanmaktadır. Daha sonra sahiplik yapılarına göre işletme tanımlamaları ifade edilmektedir. Son olarak işletmelerde yaşanan değişimlerle ön plana çıkan sahiplik ve kontrol ilişkisi ve bu ilişki temelinde kurumsal yönetim kavramına yer verilmektedir.

1.1 Sahiplik Kavramı

İnsanın sahip olma güdüsüyle ortaya çıkan sahiplik kavramının, ilkel topluluklardan günümüze kadar uzanan bir geçmişi vardır (Challaye, 1994, s. 9). “Malik ile şey arasındaki ilişki” olarak ifade edilen sahiplik kavramının öncelikli unsuru maliktir. Malik, ilkel toplumlarda yaşanan mülkiyet ortaklığı döneminde özel kişi olarak ifade edilirken, giderek tek kişinin ve birden çok kişinin birlikte olabildiği çağlara geçilmiştir. Zamanla, özel tüzel kişiler ve kamu tüzel kişiler malik sıfatını kazanmışlardır. Malik ile ilişkisi olan şey, genel olarak taşınır ve taşınmazlar şeklinde belirtilir. Malik ile şey arasındaki ilişki ise, elde bulundurma, yararlanma, maddi ve hukuki işlemlere konu yapabilme ve elden çıkarabilme yetkileri ile ifade edilir (Örücü, 1976, s. 3-8).

İktisadi yaşamda, hukuk sisteminde, tarih, sosyoloji ve felsefe alanında önemli yere sahip olan sahiplik kavramı, genel olarak herhangi bir metayı serbestçe kullanabilme hakkını ya da belli bir miktar paraya sahip olabilmeyi ifade eder (Challaye, 1994, s. 8). Sahiplik, metanın (şeyin) serbestçe kullanılması hakkı vererek, kişiye o şeyi satma ve kullanma hakkı vermekte ayrıca düzenleme ve ayarlama sorumluluğu yüklemektedir. Dolayısıyla sahiplik kavramı, bir mülkiyet üzerindeki sorumlulukların ve hakların karmaşı olarak ifade edilmelidir (Monks ve Minow, 2001, s. 80-82).

1.2 Sahiplik Yapısı ve Sahiplik Yapısı Bileşenleri

Bir işletmenin sahipliğini, sadece o işletmenin hissedarlarının sahipliği olarak belirtmek, işletmenin sahiplik yapısını açıklamada yetersiz kalmaktadır. Çünkü sahiplik yapısı, tek bir değişken ile ifade edilebilecek basit bir kavram değildir. İşletme sahipliği, literatürde birbirini tamamlayan iki bileşenden oluşmaktadır. Bu iki bileşen sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliğidir (Grob, 2006, s. 10).

Sahiplik yoğunluğu, işletme sahipliğinin nicel bilgilerini yansıtırken, sahiplik kimliği işletme sahipliğinin nitel bilgilerini yansıtmaktadır. Dolayısıyla sahiplik yapısını, bu bileşenlerden herhangi biriyle ifade etmek, eksik bir tanımın yapıldığı anlamına gelmektedir. Çünkü sahiplik yoğunluğu sermaye yapısını oluşturan hisselerin dağılımı ile ilgilenirken, sahiplik kimliği hissedarların kimliklerinin tanımlanması ile ilgilenmektedir (Grob, 2006, s. 10-11).

1.2.1 Sahiplik Yoğunluğu

Sahiplik yapısı bileşenlerinden biri olan sahiplik yoğunluğu, hissedarların sahip olduğu hisselerin yoğunluğunu göstermektedir. Diğer bir deyişle, sahiplik yoğunluğu bir işletmenin hisselerinin büyük bir kısmının bir kişi veya kişilerin elinde bulunmasını ifade eder (Grob, 2006, s. 10). Bir işletmenin, en büyük hissedara veya hissedar grubuna ait hisse payı ne kadar yüksekse, sahiplik yoğunluğuda o kadar yüksek olmaktadır. Bir işletmenin, en büyük hissedara veya hissedar grubuna ait hisse payı ne kadar düşükse, sahiplik yoğunluğu o kadar düşük olmaktadır (Berezneak, 2007, s.91-93).

İşletme hisselerinin bir hissedar veya hissedar grubunun elinde bulunması ve elde bulundurulmuş hisse miktarının görece yüksek olması, işletmenin yönetim ve kontrolünün bu hissedar veya hissedar grubuna ait olduğuna işaret eder. Bu hissedar veya hissedar grubu hakim hissedar durumundadır (Xu ve Wang, 1997). Bu durumda, işletme sahiplik yapısında yüksek oranda veya büyük hisse sahibi grupların hakimiyetlerinin olduğu ve dağınık halde bulunan sahipliğin düşük olduğu veya küçük hisse sahibi olan ortakların sayısının az olduğu görülmektedir (Aslan, 2005). Berle ve Means'e (1932) göre, sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu işletmelerde küçük yatırımcıların işletme kontrolü üzerinde söz sahibi olması mümkün değildir. Sahiplik yapısında artan yoğunlaşmaya bağlı olarak, bir hissedar veya hissedar grubunun elinde toplanan hisse yoğunluğu, işletme kontrolünün de bu ellerde toplanmasına neden olmaktadır (Berle ve Means, 1932).

İşletmelerin sahiplik yapılarında, sahiplik yoğunluğunun artmasına bağlı olarak hissedarların işletme ve yöneticiler üzerine kontrol sağlama potansiyeli artmaktadır. Hissedarların kendisini izlediğinin farkında olan yönetici, hissedarların çıkarlarını ençoklayacak yönde kararlar almaktadır. Böylelikle işletme hissedarları ile işletme yöneticileri arasında ortaya çıkan temsil problemleri azalmaktadır (Berezneak, 2007, s. 92-94). İşletme hissedarları ile işletme yöneticileri arasında ortaya çıkan temsil problemleri azalırken, hakim hissedar grubu ile azınlık hissedar grubu arasında çıkar çatışmaları patlak

vermektedir. Hakim hissedar grubu kontrolü elinde bulundurmanın verdiği güçle, azınlık hissedar grubunun aleyhine sonuçlanacak kararlar alınmasını sağlamaktadır (Aslan, 2005, s.1-3). Dolayısıyla hakim hissedar grubu kendi çıkarlarına yönelik kararlar alınmasını sağlayarak, diğer hissedarların varlıklarını da kendi amaçları doğrultusunda kullanmaya çalışabilir. Hakim hissedarlar, azınlık hissedar grup üzerinde baskı kurarak azınlık hissedarları mülksüzleştirme riski ile karşı karşıya bırakırlar. Ortaya çıkan mülksüzleştirme riski nedeniyle küçük yatırımcılar, sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu işletmelere yatırım yapmaktan çekinirler (Berezneak, 2007, s. 95).

İşletmelerde, azınlık hissedar grubu ile hakim hissedar grubu arasındaki ilişkiyi belirleyen faktörlerden biri ülkelerin, yatırımcıları koruyan yasal uygulamalarının farklı olmasıdır (Himmelberg, Hubbard ve Palio, 1999). Shleifer ve Vishny (1997) sahiplik yoğunluğu ile yasal koruma arasındaki ilişkinin ülkeden ülkeye farklılık gösterdiğini belirtmektedir. La Porta, Lopez De Silanes, Shleifer ve Vishny (1998) yapmış oldukları çalışmada, sahiplik yoğunluğu ile yasal koruma arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu belirtmektedir. Buna göre, yasal korumanın düşük olduğu ülkelerde, sahiplik yoğunluğu yüksek; yasal korumanın yüksek olduğu ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yoğunluğu daha düşük olmaktadır.

Yasal korumanın düşük olduğu ülkelerde sahiplik yoğunluğunun yüksek olmasının nedenlerinden biri, hissedarların sermaye yoğunluğunu yüksek tutarak işletme yöneticisi üzerinde baskı uygulaması ve böylelikle yönetici üzerinde kontrol sağlama isteklerinin olmasıdır. Böylelikle yasal uygulamaların azınlık hissedarı yeterince koruyamamasından faydalanan hakim hissedarlar bu isteklerini gerçekleştirirler. Bu durumda, yasal korumanın zayıflığı nedeniyle küçük yatırımcılar, işletme hisse senetlerine yatırım yapıp, azınlık grup olarak işletme içerisinde baskılanmaktan kaçınırlar (La Porta vd., 1998).

1.2.2 Sahiplik Kimliği

Sahiplik kimliği, işletme hisselerini elinde tutan ve işletme kontrolü üzerinde baskın olan hissedarların kimliğini ifade eder. Bir işletmenin sahiplik yapısını açıklayan nitel bilgilerdir (Grob, 2006, s. 10). İşletmede ortak olarak bulunan hissedarların sahiplik tipini belirten sahiplik kimliği bilgisi, işletmelerin sahiplik yapılarının farklılaştığını gösterir. Bu bilgi, farklı sahiplik kimliklerinin farklı teşvik unsurlarının ve farklı kontrol güçlerinin olduğunu gösteren bir göstergedir (http://www.ownershipassociates.com/ocs_content1.shtml).

Sahiplik kimliği, aile sahipliği, devlet sahipliği, kurumsal sahiplik ve yönetsel sahiplik gibi farklı kimliklerle ifade edilebilmektedir. Sahiplik yapısı açısından ele alınan sahiplik kimliğinin baskın olduğu hissedar grubu, işletmenin amaçlarını etkileyebilir (Pedersen ve Thomsen, 2001, s. 3-4). İşletmelerde hangi sahiplik kimliklerinin baskın olduğu, ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Özellikle işletmelerde uygulanan kurumsal yönetim uygulamalarının da farklılaşmasına neden olan sahiplik kimliği farklılaşması ile ilgili bir çalışma Ooghe ve De Langhe (2002) tarafından yapılmıştır. Ooghe ve De Langhe'nin (2002, s. 438-440) yapmış oldukları çalışmaya göre, Amerika ve İngiltere'de faaliyet gösteren işletmelerin %50'sinden fazlası finansal kurumlar tarafından temsil edilmektedir. Şahısların ellerinde tutulan işletmelerin yüzdesi yaklaşık %20-30 civarındadır. Almanya, Fransa ve İtalya'da faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik kimlikleri %20-40 civarında şahıs işletmeleri iken, %10-30 civarında finansal kurumlar ve yaklaşık %15-35 oranında da bireysel yatırımcılar olduğu görülmektedir. Farklı sahiplik kimlikleriyle temsil edilen işletmelerin, farklı amaçları vardır. Dolayısıyla her işletme belirledikleri amaçlarına dönük olarak kararlar almaktadır.

1.3 Sahiplik Yapılarına Göre İşletmeler

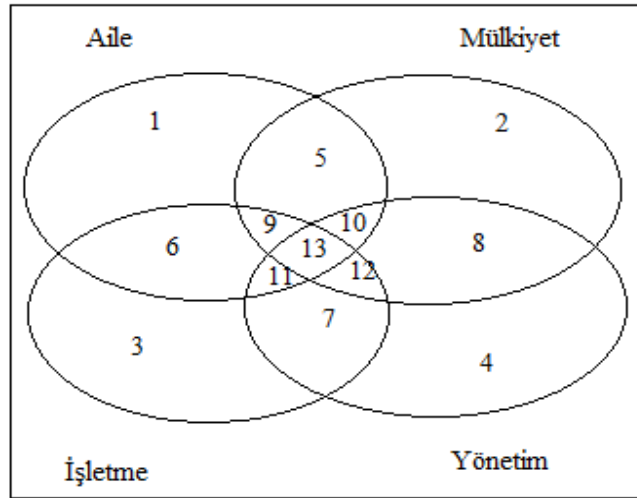
1.3.1 Aile İşletmeleri

Aile işletmeleri, ülkelerin ekonomik ve sosyal gelişimleri açısından önem taşıyan işletmelerdir. Çoğu ülkede faaliyet gösteren aile işletmesi sayısı yüksek olup, bu işletmeler hem istihdam hem de zenginlik yaratma açısından değerli katkılar yaratmaktadır. (Amatori ve Jones, 2007, s.375). Genel olarak, aile işletmeleri, işletme kontrolünün aile üyelerinin biri tarafından elde tutulduğu işletme türü olarak tanımlanır (Tikici ve Uluyol, 2009, s.460). Aile işletmelerinin tanımlanmasında genel olarak, sahiplik, yönetim, kuşak geçişliliği, ailenin aile işletmesi olarak devam etme niyeti, aile amaçları ve aile ile işletme arasında etkileşimin olması yer almaktadır. Bu kavramlar literatürde yer alan aile işletmeleri tanımlamalarında benzer olarak kullanılmaktadır. Literatürde yapılmış olan çeşitli aile işletmeleri tanımlamaları Ek 1'de özetlenmiştir.

Aile işletmelerinin yönetim kademelerinin önemli bir bölümünde aile üyeleri görev yapmaktadır. Bu işletmelerde kararların alınmasında, aile üyelerinin etkili olduğu görülmektedir (www.kobifinans.com.tr). En az iki nesil tarafından temsil edilen aile işletmeleri, işletme yönetiminde farklı nesiller yer alsa da, her dönemde ailelerinin sahip olduğu aile kültürünü yansıtmaktadırlar (Cox, 1996).

Aile işletmelerinde, aileler çoğunlukla, yapmış oldukları girişimin sahibidirler. Diğer bir deyişle aile girişim için gerekli olan mal varlığını ortaya koymaktadır. İşletmeye ait mal varlığı, aileye ya da aile üyelerine aittir. Dolayısıyla aile işletmesi için sahipliğin korunması, dağılmaması ve yetkin ellerde yönetilmesi önemlidir. Sahiplik, çoğu zaman kağıt üzerinde belirgin olsa da kağıt üzerindeki yapının bazen gerçeği yansıtmadığı görülür. Aile işletmelerinin sahiplik yapısı, çoğu zaman gizli tutulan ama daha sonradan çatışma konusuna dönüşen yegane alanlardan biridir (Fındıkçı, 2005).

Kırım (2001) aile işletmesi bünyesinde yer alan insan gruplarını üç kategoriye ayırmıştır. Birinci grup, aile üyeleridir. İkinci grup işletme hissedarlarıdır ve üçüncü grup işletme çalışanlarıdır. Aile işletmelerinde karşımıza çıkan çatışma konularından biri sahiplik yapıları ve bununla bağlantılı olarak aile, mülkiyet ve işletme üçgeninde oluşan çatışmalardır. Aile işletmeleri yapılan tanımlamalardan da anlaşılacağı üzere, karmaşık yapılardır. Aile işletmeleri içinde yer alan bireylerin birden çok rollerinin olması ve etkin olarak bu işletmelerde faaliyet göstermeleri karışıklığın asıl nedenidir. Bu roller birbiri içine geçmiş çemberler olarak ifade edilmiş olup, Şekil 1.1’de gösterilmektedir (Fındıkçı, 2005, s.46).



Şekil 1.1 Aile İşletmelerinde Yeralan Roller

Kaynak: Fındıkçı, 2005, s.46

Aile işletmelerinin yapısında yer alan bu rollerin açıklaması Tablo 1.1’de ifade edilmektedir. Aile işletmesinde bir aile üyesi, hem girişimci olma sıfatıyla işin patronu konumunda, hem işletme yönetme durumu ile yönetici, hem mal sahibi, hem de aile üyesi rollerinin hepsini üstlenebilir. Böylece aile üyesi olma rolü, hissedarlık rolü, işletme çalışanı olma rolü ve yönetimde yer alma rolü arasında geçişler, çatışmalar ve çakışmalar olabilir.

Dolayısıyla aile işletmelerinin yapısı, aile işletmelerindeki temel roller ve rollerin aralarındaki geçişler özenle tanımlanmalıdır (Fındıkçı, 2005, s.46-48).

Tablo 1.1 Aile İşletmesinde Yeralan Roller

1	Aile üyesi, hissesi yok, yani ortak değil, işletmede yer almıyor, karar mekanizmalarında yer almıyor, yani yönetsel işlevi yok. İşin içinde yer almayan çoğu aile üyesi bu grupta yer alır.
2	Kişi işe ortak, hissesi var ancak aile üyesi olmadığı gibi işletmenin iş akışında ve karar mekanizmalarında yer almıyor. Ailenin dışarıdan aldığı ancak işin içinde yer almayan ortaklar grupta yer alırlar.
3	Kişi aile üyesi değil, ortak değil, yönetsel yetkisi yok ancak kurumda çalışmaktadır. Dışarıdan alınmış, işin yürütümünde yer alan profesyonel çalışanlar, bu grupta yer alır.
4	Aile üyesi olmayan, ortak olmayan ve işletmedeki iş akışının içinde yer almayan birey, kurumun temel karar mekanizmalarında, yani yönetim organlarında yer almaktadır. Profesyonel üst düzey yöneticiler bu grupta yer alır.
5	Aile üyesi ve ortak kişiler burada yer alır. Bu kişilerin üst yönetsel kararlarda veya işletmenin iş akışında yer almaları söz konusu değildir. Girişimci ile yakın kan bağı olan ama işin içinde yer almayan kişiler bulunmaktadır.
6	Bu grup aile üyesi ve sadece kendisine işletmede bir iş verilmiş kişileri içerir. Mülkiyet hakları yoktur, karar mekanizmalarında yer almazlar. Daha çok ikinci ve üçüncü dereceden akrabaların bulunduğu yerdir.
7	Aile üyesi, mülkiyet sahibi gibi rolleri olmayan profesyonel çalışan ya da yöneticiler bu grupta yer alırlar.
8	Kişi mülkiyet sahibidir ve üst karar konumunda yer almaktadır. Ancak aile üyesi değil ve aktif iş hayatının içinde değildir. Daha çok dışarıdan ortakların konumudur.
9	Aile üyesi, mülkiyet sahibi ve işletmede herhangi bir fonksiyonel görevi olan kişiler bu grupta yer alır. Genellikle yönetim becerisi sınırlı olan aile üyesi ve ortakların çalışmaları durumunda üstlendikleri roldür.
10	Aile üyesi, mülkiyet sahibi, işletmedeki iş akışı içinde yer almayan ancak temel kararlarda üst yönetimde yer alan kişilerdir. Genellikle aile üyesi olup, ortak olan ama eğitimi ya da becerileri bakımından başka alanlara yönelen ancak temel kararlar bakımından işin içinde yer alan kişilerden oluşur.
11	Aile üyesi, işletmede aktif yürütme rolü var, temel üst düzey mekanizmasında da rolü vardır ancak mülkiyet sahibi değildir. Genellikle ikinci ve üçüncü dereceden akrabaların bulunduğu yerdir. Kişiyi kariyeri bakımından ihtiyaç duyulur, aileden olması nedeniyle itibar edilir ancak ortaklık verilmemesi durumunda bulundukları yer burasıdır.
12	Kişi mülkiyet sahibidir, işin yürütülmesinde yer alır ve aktif yönetim mekanizmalarında da vardır ancak aile üyesi değildir. Genellikle dışarıdan alınan teknik tarafı olan, işi bilen aileden olmayan ortak ve aynı zamanda kurumda çalışan kişiler bu grupta yer almaktadır.
13	Bütün rollerin çakıştığı merkezi yerde bulunan bu kişi, hem aile üyesi, hem ortak, hem aktif iş yürütümünde hem de temel karar mekanizmalarında yer alır. Genellikle işin birinci dereceden sahipleri, iş girişimini yapan, aynı kan bağı olan kişilerin bu merkezde yer almaları söz konusudur

Kaynak: Fındıkçı, 2005

Dünya’da ve Türkiye’de aile işletmeleri incelendiğinde, küçük ve orta ölçekli işletmelerin hem sosyal açıdan hem de ekonomik açıdan önemli bir yere sahip oldukları görülmektedir. Bu işletmelerin ağırlıklı kısmını ise aile işletmeleri oluşturmaktadır (Sağlam, Erişim Tarihi: 25.01.2011). Faccio ve Lang (2002) tarafından yapılan bir çalışmada, 13 batı ülkesinin halka açık olan işletmeleri incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar Tablo 1.2’de gösterilmektedir. Faccio ve Lang (2002, s. 382) aile işletmelerini, aile üyelerinin yer aldığı, sahipliğin birey veya bir

işletmenin elinde tutulduğu işletmeler olarak ifade etmektedir. Aile işletmesi sayısı en yüksek olan ülke Fransa olup, Fransa'yı Almanya ve Portekiz takip etmektedir. Sonuçlara göre, ülkelerin birçoğunda aile işletmeleri baskın işletmeler olarak faaliyet göstermektedir.

Tablo 1.2 Ülkeler Bazında Aile İşletmeleri Sayısı ve Oranı

Ülkeler	Firma Sayısı	Aile Sahipliği Olan İşletmelerin Oranı
Avusturya	99	52.86
Belçika	130	51.54
Finlandiya	129	48.84
Fransa	607	64.82
Almanya	704	64.62
İrlanda	69	24.63
İtalya	208	59.61
Norveç	155	38.55
Portekiz	87	60.34
İspanya	632	55.79
İsveç	245	46.94
İsviçre	214	48.13
Amerika	1953	23.68
Toplam	5232	44.29

Kaynak: Faccio ve Lang, 2002, s.380

Bir işletmenin aile işletmesi olması, küçük bir işletme olduğu anlamına gelmemektedir. Aile kontrolündeki işletmeler büyüklükleri açısından incelendiğinde, düşünüldüğünden daha farklı bir durumla karşılaşmaktadır. Bu tür işletmeler arasında çokuluslu büyük işletmeler de yer almaktadır. Örneğin; ABD’de Ford, Mars, Esta Laude, Levi Strauss, İsveç’te Tetra Laval, Hermes ve H&M; Fransa’da Michelin, Bic, L’Oreal; Kanada’da Seagram ve Bata gibi. Türkiye’de de tanınmış aile işletmeleri arasında Sabancı, Koç, Doğu gibi çok sayıda büyük ölçekli işletme vardır (Kırım, 2001).

1.3.2 Devlet İşletmeleri

Devlet işletmeleri, sermayenin tamamının veya büyük bir kısmının kamu tüzel kişilerine ait olduğu işletmelerdir (Doğan, 2010). Bu işletmelerde devlet, herhangi bir işletmede veya işletmenin sahip olduğu varlıklar üzerinde, sahip olduğu sermaye oranında söz sahibi olmaktadır. Bu işletmelerin temel amacı gerekli ve önemli görülen alanlarda ihtiyaç duyulan hizmetler sağlamaktır. Devlet işletmeleri, özellikle yatırımcılar tarafından riskli görülen ve uzak durulan projelerin gerçekleşmesinde etkin bir rol oynamaktadır. Dolayısıyla devlet işletmelerinde, kar amacı sağlamaktan çok sosyal sorumluluk ön planda tutulmaktadır (Mirze, 2009).

Ülkemiz açısından büyük önem taşıyan kamu işletmelerinde sahiplik, devlet, özel idare veya belediye gibi kamu kurumlarına aittir. Kamu iktisadi teşebbüsleri olarak bilinen kamu işletmeleri ülkemizde, kamu iktisadi kuruluşları (KİK) ile iktisadi devlet teşekküleri (İDT)'nin ortak adıdır (Doğan, 2010). Bir işletmenin kamu iktisadi teşebbüsü olarak nitelendirilmesi için, işletme sahipliğinin devlet kontrolünde olması diğer bir deyişle sermaye sahibinin devlet olması gerekmektedir. Bu işletmelerin yönetimi, denetimi ve kontrolü devlet tarafından yürütülmelidir. Ayrıca bu işletmeler topluma ticari, sinai mal ve hizmet satışında bulunmalıdır (Emek, 1994).

Türkiye’de özellikle Cumhuriyet döneminin başlarında karma ekonominin bir parçası olarak görülen kamu iktisadi teşebbüsleri, maliyet ve fiyat ilişkilerini farklı tanımlayan, istihdam arttırmaya yönelik amaçları olan işletmeler olarak ifade edilmektedir (Kılıçbay, 1992, s.209-210). Son dönemlerde devlet işletmelerinin özel birey veya kurumlara devredilmesi gerçekleştirilmektedir. Özelleştirme işlemi olarak ifade edilen işlemin yapılmasıyla, sağlanan fonların halkın refahını artırıcı yatırımlara dönüştürülmesi ve iktisadi yatırımlardan sağlanacak faydadan daha fazla fayda sağlanması amaçlanmaktadır (Sarıkamış, 2005, s. 10-12).

1.3.3 Yönetici Sahipliği

Bir işletmenin hisselerinin, işletme yöneticilerinin elinde tutulduğu sahiplik yapıları yönetici sahipliği olarak ifade edilmektedir. Yönetim kademesinin işletme hisselerine sahip olması, diğer bir deyişle yöneticiler, ağırlık hisse miktarının sahibi olmasalar dahi, işletme hisselerini elde bulunduranların yöneticiler olması durumunda işletme sahiplik yapısı yönetici sahipliği olarak adlandırılmaktadır.

Hakim hissedarlığın söz konusu olduğu veya olmadığı bu yapılarda, yöneticiler hem kontrol açısından söz sahibi olmakta hem de işletme hisselerinin bir kısmını elinde bulundurmaktadırlar. Yönetici sahipliğinin olduğu işletmelerde işletme yöneticisini teşvik etmek ve kendi çıkarları doğrultusunda çalışırken aynı zamanda işletme çıkarları doğrultusunda da çalışmasını sağlamak temel amaç olmaktadır. Böylelikle ortaya çıkması muhtemel temsil sorunu da bertaraf edilebilmektedir (Himmelberg vd., 1999, s. 13-18).

Yönetici sahipliğinin olduğu bazı işletmelerde, işletmeleri kaldıraçlı ele geçirme işleminin yapıldığı görülmektedir. Kaldıraçlı ele geçirme işlemi, halka açık ve hisseleri piyasada işlem gören işletmelerin ele geçirilmesi işlemidir. Bu durumda işletme yöneticileri de, işletmeyi ele geçirmek isteyen ekibe dahil olmaktadır. Bu işlem işletmenin mevcut yöneticileri tarafından gerçekleştirildiğinde “management buy-out” adını almaktadır. Böylelikle yöneticiler kendi sermayeleri veya bankalardan aldıkları krediler ile satın alma işlemini gerçekleştirip, kontrolü elde tutabilmektedirler (Yıldırım ve Gülcemal, 2010, s. 108).

1.3.4 Çalışan Sahipliği

Çalışan sahipliği, çalışanların çalıştıkları işletmenin hisselerine sahip oldukları durumda ortaya çıkan bir sahiplik türüdür. Çalışanların bir işletmeye ortak olması diğer bir deyişle çalışan sahipliği farklı şekillerde gerçekleşebilir. Çalışanlar, çalıştıkları işletmelerin hisselerini satın alma yoluyla ortak olabilir. İşletme tarafından çalışanları teşvik etmek ve motivasyonlarını arttırmak amacıyla hisse senetleri ikramiye olarak verilebilir, ya da kar dağıtım paylaşımı işletme hisse senetleri ile yapılabilir.

Amerika’da en çok uygulanan şekli, bir plan dahilinde çalışanların, çalışan sahipliği elde etmesinin sağlanmasıdır (NCEO, Erişim Tarihi; 01.05.2011). Çalışan sahipliği, Kuzey Amerika ülkelerinde, özel sektörde faaliyet gösteren işletmelerin kapanma tehlikesiyle karşı karşıya kaldığı durumda, işletmenin hisselerinin bir kısmının çalışanlarına devredilmesi amacıyla kullanılır (Ersöz, Erişim Tarihi: 01.05.2011, s. 14). İşçileri hisse senedi edindirme planı (Employee Stock Ownership Plan-ESOP) olarak Amerikan literatüründe yer alan ESOP, ülkemizde çalışanları hissedar yapma planı olarak ifade edilir. Çalışan için hisse senedi sahipliği planı, çalışana işletme sahipliğinin bir kısmının verilmesini ve çalışanların da kârlılık ve performans artışından doğrudan etkilenmesini sağlamaktadır. Bir çeşit emeklilik fonu olup, işverenler veya çalışanlar ya da her iki taraftan yapılan ödemelerle oluşturulan mal varlıklarıdır. Bu fon diğer fonlardan, sadece fonu kuran işletmenin hisse senetlerine yatırım yapılması nedeniyle farklılık göstermektedir (Jobnak, Erişim: 10.05.2011). Bu fonun ana

kaynağı işverenin yapmış olduğu katkıdır. İşveren tarafından yapılan katkı, işletme hissesini verme ya da hisse senedi satın alınmasına imkan verecek nakdi sağlaması şeklindedir. Bu katkıların özelliklerinden biri, vergi avantajı sağlamasıdır (Demirkan, 1999, s. 46).

Çalışanları hissedar yapma planı iki şekilde gerçekleştirilir. Bunlar kaldıraçlı çalışanları hissedar yapma planı ve kaldıraçsız çalışanları hissedar yapma planıdır. Kaldıraçlı ESOP, çalışanların işletme hissesine sahip olabilmek için nakit dışında borçlanma yoluna gittiği ESOP çeşididir. Kaldıraçlı ESOP'ta çalışanlar adına, ESOP bankadan, kurumsal yatırımcılardan veya çalışılan işletmeden hisse senedi almak adına borç alabilir. ESOP tarafından alınan borç vergi avantajı sağlamaktadır. Kaldıraçsız ESOP uygulamasında, işletme ESOP'a her yıl katkıda bulunmaktadır. Bu katkıyı çalışanları adına yapmaktadır. Bu katkı, hisse senedi veya hisse senedi almak üzere nakit şeklinde olabilir. İşletmenin yapmış olduğu bu katkılardan dolayı işletme vergi indirimi elde etmektedir. Bu katkı çalışanların hesaplarına yatırılır ve elde edilen kazanca bağlı olarak artmaktadır. Emeklilik veya çalışanın işletmeden ayrılması durumunda ise çalışanlara ödenmektedir (Demirkan, 1999, s. 9-12).

Çalışanların sahipliği sadece “çalışan sahipliği planı” uygulaması olmayıp özelleştirme uygulaması amacıyla da kullanılmaktadır. Türkiye’de ilk defa Kardemir örneği çerçevesinde özelleştirme süresince çalışan sahipliği uygulaması gerçekleştirilmiştir. Çalışanların sahipliği yoluyla gerçekleştirilen özelleştirme uygulamaları, özelleştirmeyi hızlandıran bir kaldıraç ve özelleştirme karşısındaki sosyo-politik muhalefeti karşılayan bir paratoner rolü yüklenmektedir. Siyasal, işlevsel ve denetim açısından en az maliyetli yöntem olduğu ileri sürülmektedir (Ersöz, Erişim Tarihi; 01.05.2011, s. 14-15).

1.3.5 Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

Bir işletmenin hisse senetlerinin sahibinin kurumsal yatırımcı olduğu durumda işletmenin sahiplik yapısı kurumsal yatırımcı sahipliği olarak adlandırılmaktadır. Bu tür sahiplik yapılarında kurumsal yatırımcılar işletme sahipliğinde baskın bir rol üstlenmektedir. Kurumsal yatırımcıların baskın olması işletme yöneticilerinin izlenmesi ve işletme hakkında bilgi edinilmesi açısından etkin bir rol oynamaktadır. Dolayısıyla bu sahiplik yapısını incelerken temelde kurumsal yatırımcılar incelenmelidir (Elyasiani ve Jio, 2010, s. 607-608). Finansal sistemin işleyişi içerisinde önemli bir yere sahip olan kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcıların tasarruflarını toplayarak, kabul edilebilir risk, getiri maksimizasyonu ve vade uyumu amaçlarına uygun olarak, yöneten finansal kurumlar olarak ifade edilmektedir (Davis, 1996, s. 5-6).

Çeşitli ülkelerde varolan kurumsal yatırımcılar, Türkiye’de 1981 yılında yürürlüğe giren sermaye piyasası kanunuyla birlikte, Türk hukuk ve mali sisteminde yerini almıştır. Sermaye piyasalarının ülkeden ülkeye farklılık gösteren gelişmişliği nedeniyle kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarında ulaştıkları seviye homojen değildir. Ülkemizde yaşanan ekonomik sorunlar ve sıkıntılar nedeniyle, kurumsal yatırımcılar piyasada arzu edilen seviyede yerini alamasa da, uygun yatırım ortamının tesisini takiben kurumsal yatırımcıların payı piyasa içinde artmaktadır (Kaya ve Yazıcı, 2002, s. 55).

Kurumsal yatırımcıların piyasa içerisindeki payının ve öneminin artmasının nedenleri Merton ve Bodie (1995, s. 19-26) tarafından şu şekilde ifade edilmektedir;

-Kurumsal yatırımcılar, ürünlerin, hizmetlerin ve varlıkların el değiştirmesini kolaylaştırmakta ve aracılık görevi üstlenmektedir. Kurumsal yatırımcıların bu fonksiyonu gelişmişlik düzeyi yüksek ülkelerde, finansal yeniliklerin önünü açmaktadır.

-Büyük yatırım projelerinin finansmanını kolaylaştırmak amacıyla tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturarak sahipliğin tabana yayılmasını sağlamaktadır. Tasarruf birikimi kurumsal yatırımcıların en önemli işlevlerinden birisidir.

- Ekonomik kaynakların zaman içerisinde, coğrafi bölgeler ve sektörler arasında transferini sağlamaktadır. Nüfusun yaşlanması ve sosyal güvenlik sistemine duyulan güvenin zaman içerisinde azalması kaynakların zaman içerisinde transferine olan talebin artmasına neden olmuştur. Bu talep ise esasen, özel emeklilik fonları, kısmen ise hayat sigorta şirketleri, yatırım fon ve ortaklıklarına yaramıştır. Kurumsal yatırımcıların portföy yapısında risk çeşitlendirme amacıyla uluslararası portföy yatırımlarının artması fonların bölgeler arası transferinin kanıtıdır.

- Risk yönetimi ve risk kontrolü yöntemlerini geliştirmektedir. Kurumsal yatırımcılar risk dağıtımı için uygun finansal araçlar sunarak risk yönetimini kolaylaştırmaktadır. Türev piyasalarının gelişmesi kurumsal yatırımcıların önemini arttırmıştır. Diğer taraftan, kurumsal yatırımcıların uluslararası pazarlara girebilmesi risk çeşitlendirmesi için uygun fırsatlar sunmaktadır.

- Fiyat bilgisini sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar ölçek ekonomisinden dolayı, bilgiyi bireysel yatırımcılar ve rakip kurumlardan daha ucuz maliyete işleyebilmesi onların gelişiminin esas nedenlerinden birisidir.

- Asimetrik bilgi sorununun çözümünü kolaylaştırmaktadır. Temsilcilik sorununun çözümünde kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre büyüklük avantajı vardır. Kurumsal yatırımcılar anonim şirket hisselerine blok halinde yatırım yapmakta ve şirkette bir temsilcilik sorunu olduğunu hissettiği anda, oy haklarını kullanarak şirket yönetimini değiştirebilmektedirler. Ayrıca, kurumsal yatırımcılar büyüklük avantajından dolayı para ve mali politikaları üzerinde de etkili olabilmektedirler (Aras ve Müslümov, 2003, s. 5-7).

1.3.6 Dağınık Sahiplik

Dağınık sahiplik yapısı, sermayenin küçük hissedarlar arasında dağıldığı yapı olarak ifade edilmektedir. Sahiplik ve kontrolün birbirinde ayrılmasını sağlayan dağınık sahiplik yapısı, hisselerin çok sayıda hissedarın elinde tutulduğu sahiplik yapısıdır (Berle ve Means, 1932). Bu yapıda işletme kontrolü, işletme bünyesinde bulunan çok sayıda hissedar tarafından paylaşılmakta olup, kontrol tek bir elde yoğunlaşmamaktadır (Coffee, 2001, s. 3-5). Dağınık sahiplik yapısının olduğu işletmelerde hakim bir hissedar grup yoktur (La Porta, Lopez de Silanes ve Vishny, 1999, s. 471-472). Dağınık sahiplik yapısı olan bir işletmede, her bir ortağın tek başına işletme üzerinde hakimiyet kurması ve işletme faaliyetlerini yürütmesi söz konusu değildir (Aslan, 2005, s. 27). Diğer bir deyişle, dağınık sahiplik yapısı olan bir işletmede, yönetim kadrosu ile hissedarlar birbirinden ayrılmaktadır. İşletme hisseleri tek bir elde toplanmadığı diğer bir deyişle çok sayıda hissedar olduğu için tek bir hissedar işletmeyi kontrol altına alamaz. Hissedarların zenginlikleri yöneticilerin verecekleri kararlara bağlıdır. Buna bağlı olarak, dağınık sahiplik yapısının olduğu işletmelerde yöneticiler çok güçlü konuma sahip olmaktadır. Bu durumun temel nedeni, bu tarz sahiplik yapısı içerisinde çok sayıda hissedarın olması ve ortak bir görüş birliğinin elde edilememesidir (Pejovich, 2010, s. 8-9). İşletme üzerinde kontrolü olmayan küçük hissedarlar işletme yönetimini profesyonel ellere bırakmaktadır. Dolayısıyla işletme yönetimi ile işletme sahipliği birbirinden ayrılmaktadır (Aslan, 2005, s. 27). Bu duruma bağlı olarak, ortak bir görüş birliğinin olmaması yönetiminde etkin olmasını engellemektedir.

Dağınık sahiplik yapısı incelendiğinde Pejovich (2010, s. 9-10) ve Berezneak (2007, s.90-91)'ın belirttiği avantajlar şu şekildedir;

-Yatırımcılara sağlanacak gelir dağılımı adil olmaktadır. Sermaye tabana yayıldığı için, sahipliğin tek bir elde toplandığı diğer bir deyişle sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu işletmelere kıyasla, yatırımcı daha fazla getiri sağlamaktadır.

-Toplumsal bir sınıflama göz önüne alındığında, sıralamanın en üstünde olduğu kabul edilen zengin zümrenin gücünü azaltmakta, orta sınıfın gücünü arttırmaktadır.

-Sermaye tabana yayıldığı için çok sayıda hissedardan oluşan sahiplik yapısının şeffaflık düzeyinin daha yüksek olduğu kabul edilir.

-Dağınık sahiplik yapısının olduğu işletmelerde işletme kontrolü ile yönetimi ayrılmakta, yönetim profesyonel yöneticiler tarafından sürdürülmektedir. Böylelikle profesyonel yöneticiler işletme kaynaklarını daha etkin ve verimli kullanıp işletmenin büyümesini sağlayabilirler.

-Yatırımcıyı koruma altına alan bu sahiplik yapısında, yöneticiler hissedarlara karşı sorumludurlar. Dolayısıyla yöneticiler tarafından hissedarlara, eşit, doğru, güvenilir ve yeterli bilginin verilmesi önemlidir.

Dağınık sahiplik yapısının avantajları yanında Pejovich (2010, s. 10) ve Berezneak (2007, s.91-92) tarafından dezavantajları da belirtilmektedir. Buna göre;

-Bu tarz bir sahiplik yapısının bir maliyeti vardır. Ortaya çıkan en önemli maliyet yöneticilerin kontrol edilmesinden doğan işlem maliyetidir. Diğer bir deyişle yöneticilerin izlenmesinden doğan izleme maliyetleridir. Ayrıca yöneticiden kaynaklanan bir sorun karşısında, işe alma ve işten çıkarma maliyetleri ortaya çıkmaktadır.

-İşletmenin tüm kontrolünün yöneticiler tarafından sürdürülmesi, yöneticilerin işletme varlıklarını üstüne geçirme diğer bir deyişle suistimal riskini de beraberinde getirmektedir. Çünkü yöneticinin elinde bulunan kontrol yetkisi nedeniyle, hissedarların yöneticiye hesap sorma gücünü azaltmaktadır. Dolayısıyla yöneticiler kendi menfaatleri doğrultusunda hareket edebilmektedirler.

Çeşitli ülkelerde dağınık sahiplik yapıları incelendiğinde, La Porta vd. (1999, s.472-473), dağınık sahiplik yapısının herhangi bir ülkede işleyebilmesi için, yatırımcıyı koruyan

yasaların katı olması gerektiğini belirtmektedir. Kamu hukuk sistemi, azınlık konumundaki hissedarlara yeterli yasal koruma sağlamamaktadır. Bu yüzden dağınık sahiplik yapılarının kamu hukuk sisteminin geçerli olduğu ülkelere kıyasla medeni hukuk sisteminin geçerli olduğu ülkelerde daha yaygın olduğu görülmektedir (Coffee, 2001, s. 5). Faccio ve Lang (2002, s. 366) yapmış oldukları çalışmanın sonuçlarına göre, inceledikleri 5232 işletmeden %36.93'ü dağınık sahiplik yapısı göstermektedir. Faccio ve Lang (2002, s. 373) dağınık sahiplik yapısını, kontrol eşiğinde bulunup, dağınık payların bulunduğu işletme yapısı olarak ifade etmektedirler. Sonuçlar Tablo 1. 3.'de gösterilmektedir.

Tablo 1.3 Ülkeler Bazında Dağınık Sahiplik Yapısı Olan İşletmelerin Sayısı ve Oranı

Ülkeler	Firma Sayısı	Dağınık Sahipliği Olan İşletmelerin Oranı
Avusturya	99	11.11
Belçika	130	20.00
Finlandiya	129	28.68
Fransa	607	14.00
Almanya	704	10.37
İrlanda	69	62.32
İtalya	208	12.98
Norveç	155	36.77
Portekiz	87	21.84
İspanya	632	26.42
İsveç	245	39.18
İsviçre	214	27.57
Amerika	1953	63.08
Toplam	5232	36.93

Kaynak : Faccio ve Lang, 2002, s. 379

Faccio ve Lang (2002, s. 379), tarafından ortaya konulan araştırma sonuçları incelendiğinde, özellikle dağınık sahiplik yapısının Amerika ve İrlanda'da yoğun bir şekilde ön plana çıktığı görülmektedir. Bu yapının daha az görüldüğü ülkeler ise, Almanya, Avusturya ve İtalya'dır.

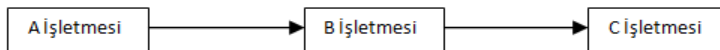
1.3.7 Kompleks Sahiplik

İşletmelerin sahiplik yapıları önceleri daha basit yapılar şeklindeyken, gelişen ve değişen piyasalarla birlikte kompleks yapılar haline gelmeye başlamıştır. Bu kompleks yapılar; kontrol zinciri sahiplik yapıları, piramit sahiplik yapıları ve karşılıklı hissedarlık şeklinde sahiplik yapılarıdır.

1.3.7.1 Kontrol Zinciri Yapıları

Kompleks sahiplik yapılarından biri kontrol zinciri yapılarıdır. Bu yapılarda işletmeler, kontrol açısından Şekil 1.2.'de görüldüğü gibi zincirleme olarak birbirlerine bağlıdır. Örneğin A işletmesi doğrudan B işletmesini kontrol ederken, B işletmesi de C işletmesini kontrol etmektedir. Her bir işletme bir sonraki işletme üzerinde kontrole sahiptir. Bu tip kontrol zinciri yapıları tekli kontrol zinciri yapısı olarak adlandırılmaktadır. Bir diğer yapı çoklu kontrol zinciri yapılarıdır. Bu yapılarda işletme paralel kontrol zincirleri ile başka bir işletme üzerinde çoklu kontrole sahiptir. Şekil 1.2' de görüldüğü gibi A işletmesi, B işletmesi üzerinde %50, D işletmesi üzerinde %40 kontrol hakkına sahipken, B işletmesi C işletmesi üzerinde %30, D işletmesi C işletmesi üzerinde %10 kontrol hakkına sahiptir. A işletmesi C işletmesi üzerinde, paralel kontrol zincirleriyle kontrol hakkı elde etmektedir (Grob, 2006, s.11).

Kontrol Zinciri Yapılar;



Çoklu Kontrol Zinciri Yapıları;



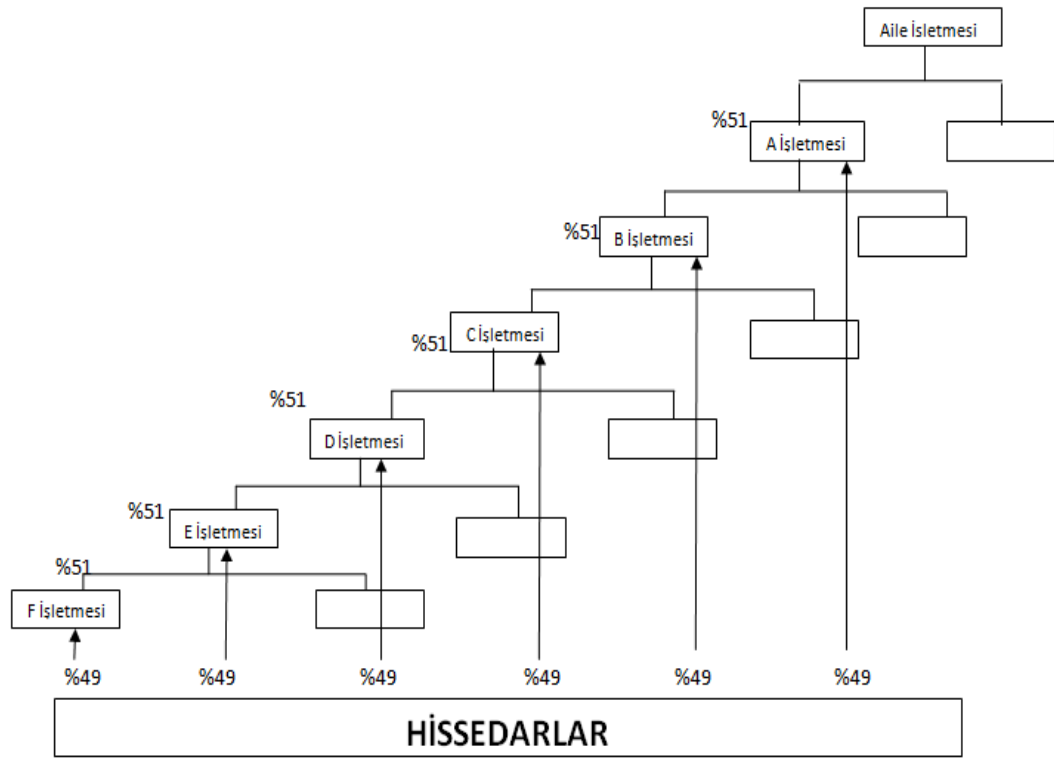
Şekil 1.2 Tekli ve Çoklu Kontrol Zinciri Yapıları

Kaynak: Grob, 2006, s. 11

1.3.7.2 Piramit Sahiplik Yapısı

Piramit sahiplik yapısı, kişi veya kurumların ortak olduğu işletmeye, sahip olunan diğer bir işletme veya işletmeler zinciri ile ortak olunan yapı olarak tanımlanmaktadır. Piramit sahiplik yapısında yer alan tepedeki işletme, aralarda yer alan işletmelerin tümüne değil, bir kısmına sahiptir (Faccio ve Lang, 2002, s. 389).

Piramit sahiplik yapısının olduğu işletmelerin kontrolü tek bir işletmenin elinde bulunmaktadır. Kontrolü tutan bu işletmeye ana işletme adı verilir (Thesmar, 2001, s. 1). Almeida ve Wolfenzon, (2006, s. 2638) ana işletmenin büyümesiyle ve gelişmesiyle birlikte ana işletmeye bağlı farklı işletmelerin oluştuğunu belirtmektedirler. Bu durumda ana işletme ya sermayenin tamamına sahip olacak şekilde yeni işletmeler oluşturur ya da piramit sahiplik yapısı şeklinde kontrolü elinde tutacak kadar sermayeye yatırım yaparak genişler. Bir piramit yapıda, örneğin bir işletme ikinci bir işletmenin %51'ine sahip olabilir. İkinci işletme bir üçüncü işletmenin %51'ine sahip olabilir ve bu sistem bu şekilde devam etmektedir. Dolayısıyla piramidin en tepesindeki sahip, piramit içindeki işletmelerin tümünde etkin bir kontrole sahip olabilmektedir. Piramitten aşağıya doğru inildikçe, ara basamaklarda yer alan işletmelere daha az yatırım yapılmaktadır (Morck, 2003).



Şekil 1.3 Piramit Sahiplik Yapısı

Kaynak: Morck, 2003.

Morck (2003, s.5-6), aile işletmelerinde piramit yapının yaygın bir sahiplik yapısı olduğunu belirtmektedir. Morck (2003)'a göre piramit yapının tepesinde yer alan sahip, tüm işletmeleri kontrol etmektedir. Fakat her ne kadar tepede bulunan sahip, tüm kontrolü elinde tutsa da, tabanda yer alan işletmelere yaptığı yatırım azdır. Şekil 1.3'de görüldüğü gibi F işletmesinin değerindeki 1 milyon dolarlık değer düşüşü, E işletmesinin değerinde 510.000 dolarlık düşüşe ($1.000.000 \times \%51$), D işletmesinde 216.000 dolarlık düşüşe

(1.000.0000*510.000) ve sonuçta zincirleme bir şekilde piramidin tepesine doğru daha azalan seviyede değer düşüşlerine neden olur. Yani F işletmesinin değerindeki 1 milyon dolarlık düşüşü, piramidin tepesindeki işletmede 17.596 dolarlık değer düşüşüne neden olur ki bu da F işletmesinin nihai ortaklarının, gerçekte işletmede %1.76'lık finansal payı olduğunu gösterir (Kula, 2006, s.95-97).

1.3.7.3 Karşılıklı Hissedarlık Şeklinde Sahiplik Yapıları

Bir işletme, kendisini kontrol eden şahsın veya kontrol zinciri içinde yer alan işletmelerden herhangi birinin hissesine sahipse bu sahiplik yapısı karşılıklı olarak ifade edilmektedir. Örneğin; B firması A firmasında %20 oy hakkına sahipse, halka açık C firması B firmasında %20 oy hakkına sahipse ve A firması da C firmasında %20 oy hakkına sahipse; C firması A firmasının en büyük hissedarıdır ve piramit yapıda sahiplik sağlanmış olur. Aynı zamanda, A firmasının C firması ile karşılıklı hisse sahipliği söz konusudur. Diğer bir deyişle işletmenin kontrol edici hissedarı varsa bunun yanında bir de işletme kontrol edici hissedarının ya da kontrol edici hissedarın kontrolünde olan başka bir işletmenin hisselerine sahipse bu sahiplik türüne karşılıklı hissedarlık denmektedir (La Porta vd., 1999, s. 476-478). Kirchmaier ve Grant'e (2006) göre karşılıklı hissedarlık, karşılıklı işletmelerin birbirlerinin hisselerine sahip olarak, yaşça büyük hissedarlarının karşılıklı birbirlerinin yönetim kurulunda yer aldıkları ve işletmeleri ele geçirmeye karşı savunan bir hissedarlık türüdür.

Faccio ve Lang (2002, s. 366)'e göre karşılıklı hissedarlık, nihai ortak olan işletmenin doğrudan veya dolaylı kendine ait hisseleri kontrol etmesidir. Faccio ve Lang (2002)'ın on üç batı Avrupa ülkesinde yaptığı incelemede karşılıklı hissedarlık ilişkisinin görüldüğü en yoğun ülke Almanya'dır. Almanya'yı ikinci sırada Norveç ve üçüncü sırada İtalya takip etmektedir.

Claessens, Djankov ve Lang (2000) dokuz Doğu Asya ülkesindeki firmaları incelemiş ve piramit yapılar ve çapraz hissedarlıklarla oy haklarının sıklıkla nakit akımı haklarını aştığını belirtmiştir. Sonuç, bu ülkelerdeki firmaların üçte ikisinden daha çoğunda firma üzerinde etkin bir kontrole sahip tek bir hissedar vardır. Doğu Asya'da faaliyet gösteren işletmeler üzerine yapılan bir araştırmada karşılıklı hissedarlık ilişkisinin yaygın bir ilişki olduğu görülmektedir. Dokuz Asya ülkesi üzerinde yapılan araştırmada %15.7 oranıyla en fazla karşılıklı hissedarlık şeklinde sahiplik yapısı sergileyen işletmelerin bulundurduğu ülke Singapur'dur. Singapur'u %14.9 ile Malezya ve üçüncülüğü %11.6 ile Japonya takip etmektedir (Claessens, Djankov ve Lang, 2000).

1.4 Sahiplik Yapısı ve Kontrol

İşletmelerin yapılarında yaşanan değişimler ve geleneksel işletme yapılarından karmaşık işletme yapılarına doğru oluşan dönüşümler nedeniyle işletme sahipliği ile kontrol arasındaki ilişki dikkat çekmektedir (Berle ve Means, 1932). Bu noktada hissedarların sahip oldukları haklarda önemlidir. Bu haklar, hissedarların nakit akımı üzerindeki hakları ile işletmeye ait kararlarda oy kullanma hakları birbiriyle ilişki içerisinde olan haklardır. İşletmenin kar dağıtım kararına bağlı olarak ortaya çıkan nakit akımları üzerindeki haklar nakit akım hakları olarak ifade edilirken, işletmeye ait kararlara yönelik oy kullanma hakkı kontrol hakkı olarak ifade edilmektedir (Du ve Dai, 2005, s. 61).

Bir işletmede sahiplik ve kontrol ayrımının var olması demek, işletmenin sahipliğini elinde tutan tarafların, işletme faaliyetleri üzerinde herhangi bir etkisinin olmaması anlamına gelmektedir. Böylelikle işletme sahibi, sahip olduğu işletmenin iktisadi faaliyetlerine karışmamaktadır (Aktan, Erişim Tarihi; 25.02.2011).

Sahiplik ve kontrol arasındaki ilişkinin önem kazanması, işletmelerde ortaya çıkan temsil eden ve temsil edilen arasındaki problemlerin doğmasıyla başlamıştır (Zheka, 2005, s. 451). Short, Keasey ve Duxbury (2002), temsilci ile temsil edilen arasındaki ilişkinin temsil maliyetlerine, dolayısıyla izleme maliyetlerine neden olduğunu ortaya koymaktadır. İngiltere’de faaliyet gösteren işletmeler üzerinde yaptıkları incelemede, izleme maliyetlerinin genelde sahipler ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından doğduğu belirtilmektedir. Shleifer ve Vishny (1986), azınlık hissedarların olduğu durumlarda sahiplik ve kontrolün ayrı olmasının temsil çatışmalarını daha az indirgeyeceğini belirtmektedir. Dolayısıyla İşletme sahipliği ile kontrolün farklı ellerde tutulmasının işletme etkinliğini arttırmaya yardımcı olacağı belirtilmektedir (Berle ve Means, 1932). Sahiplik ve kontrolün ayrı olması durumunda, işletme sahipleri ile yöneticiler arasında ortaya çıkan çıkar çatışmaları önlenmektedir.

Kıyılar ve Belen (2006, s.4-6), işletmelerde sahiplik kavramı ile kontrol ilişkisinin genelde birbirinden tamamen ayrılamadığına dikkat çekmektedirler. Bunun nedeni işletmelerde hakim hissedar olarak varolan hissedarların, kontrolü de genelde elinde bulundurmaları diğer bir deyişle hem kontrole hem de öz sermayeye sahip olmalarıdır. Dolayısıyla sahiplik ve kontrol ilişkisi, sahiplik yapısındaki yoğunlaşmaya, kimliğine ve işletme yönetiminde işletme sahiplerinin pozisyonlarına bağlıdır (Kıyılar ve Belen, 2006, s. 4-6).

Sahiplik ve işletme kontrolünün birbirinden ayrılmasına ilişkin ortaya çıkan problemlerin çözümüyle kurumsal yönetim ilgilenmektedir. Bir işletmenin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen diğer bir deyişle hissedarlar, paydaşlar ve işletme yönetimi arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünü olarak belirtilen kurumsal yönetim, kontrol ve sahiplik ikilisinin işletmede ayrı ellerde bulundurulmasını ifade etmektedir (OECD, 2004). Bundan sonraki bölümde kurumsal yönetim ve sahiplik yapısı arasındaki ilişkiye ilişkin bilgiler verilecektir.

1.4.1 Sahiplik yapısı ve Kurumsal Yönetim

1.4.1.1 Kurumsal Yönetim Kavramı

Günümüzde, geleneksel olarak yönetilen aile işletmelerinden ziyade daha karmaşık sahiplik yapılarını yansıtan çok ortaklı ve büyük işletme yapıları mevcuttur. Dolayısıyla geleneksel yapıya sahip işletmelerden kurumsal işletme yönetimine doğru bir gelişim yaşanmaktadır. Kurumsal yönetim kavramı, ortaya çıktığından itibaren, işletmelerin, özellikle küreselleşen dünyada uluslararası olarak faaliyet gösteren kurumların, ülke hükümetlerinin ve akademik camianın ilgisini çeken, kabul gören ve uygulanmaya başlayan bir kavram haline gelmiştir.

“Corporate Governance” olarak literatürde yerini alan kurumsal yönetim kavramı, ortaya çıktığı ilk zamanlarda, iyi devlet yönetimi olarak ifade edilirken, kurumsal yönetim üzerine ağırlıklı olarak çalışmalarını sürdüren OECD’nin kısaca yapmış olduğu tanımda kurumsal yönetim, “iyi yönetim” olarak ifade edilmektedir (OECD, 2004). Kurumsal yönetim kavramı işletmelerin iyi yönetilmesi olarak kısaca ifade edilmekle birlikte farklı yazarların yapmış olduğu daha dar veya daha geniş kapsamlı tanımlar da mevcuttur. Aktan (2006), kurumsal yönetimi, işletme yönetimi ile hissedarlar (shareholders) ve paydaşlar (stakeholders) arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünü olarak tanımlamaktadır. Diğer bir deyişle, herhangi bir işletmede hissedarlar dahil işletmenin yürüttüğü faaliyetler ile doğrudan veya dolaylı ilgili olan tüm menfaat sahiplerinin (paydaşlarının) haklarını korumayı ve işletme yönetiminin sorumluluk ve yükümlülüklerini ortaya koymayı amaçlayan bir yönetim felsefesidir.

Kurumsal yönetim kavramı işletme bünyesinde bulunan ve işletmeyle ilişkisi olan, işletmenin faaliyetlerinden etkilenen ve faaliyetleriyle işletmeyi etkileyen toplumsal taraflar olarak Şekil 1.4’de gösterilen kurum içi paydaşların (kurucu ana sahipler, hissedarlar, yöneticiler ve çalışanlar) ve kurum dışı paydaşların (toplum, hükümet, tedarikçiler, rakipler vs.) çıkarlarını dikkate alarak işletme amaçlarını gerçekleştirmeyi hedeflemektedir. Bir

işletmede kurumsal yönetimin verimli bir şekilde uygulanabilmesi için tüm paydaşların birbirine karşı sorumluluklarının olduğuna dair bilincin oluşması gerekir (Aktan, 2006).



Şekil 1.4 İşletmelerde Yeralan Menfaat Sahipleri

Kaynak: Kırım, 2001

Kurumsal Yönetim, işletmeleri yönlendiren ve kontrol eden bir sistemdir. İşletmeyle ilişki içinde olan tüm grupların arasındaki hakların ve sorumlulukların dağılımını içinde barındırır. Kurumsal yönetim, makro ekonomik politikalardan, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabet düzeyine kadar firmaların faaliyetlerini biçimlendiren bir dizi unsurdan oluşan daha geniş bir ekonomik çerçevenin içinde yer almaktadır (Clarke, 2004).

Bir işletmenin faaliyetleri işletmenin temel amacı olan işletme piyasa değerini ençoklama çabasına dönük olarak gerçekleşmektedir. İşletme amacının başarıyla veya başarısızlıkla sonuçlanması işletme faaliyetlerini ve bununla bağlantılı olarak tüm paydaşları etkilemektedir. Dolayısıyla kurumsal yönetim, geleneksel yapılardan farklı olarak diğer bir deyişle işletmenin kar elde etmesi ve elde ettiği bu karı ortaklarına dağıtma amacından farklı olarak, işletmeyle ilişkisi olan tüm paydaşların menfaatleri doğrultusunda çalışmayı temel almaktadır ve bu yönetim felsefesini benimsemektedir (Şehirli, 1999, s. 11).

Kurumsal yönetim anlayışı, işletmelerin kaynaklarını daha etkin kullanarak yatırımların getirilerini arttıran, elde edilen getirilerin işletmenin paydaşları yerine yöneticilere ya da diğer gruplara aktarılmasını önleyen bir mekanizma olarak kabul edilmektedir. Dahası kurumsal

yönetim anlayışının yeterli düzeyde olduğu işletmelerde yöneticilerin kontrol edilmesi daha kolay olabilmektedir (Aktaş, 2009).

1.4.1.2 Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı

1990'lı yıllarda ortaya çıkan kurumsal yönetim kavramı, ortaya çıkmasıyla birlikte ulusal ve uluslar arası birçok çevrede hızlı bir şekilde kabul gören bir yönetim felsefesi haline gelmiştir. Sermaye piyasalarının gelişmesiyle birlikte kurumsal yatırımcıların ön plana çıktığı görülmektedir. Özellikle Amerika ve İngiltere gibi sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde kurumsal yatırımcılar hakim bir konumdadırlar. Hakim konumda olan kurumsal yatırımcılar portföy değerlerini yükseltme amacı içindedirler. Daha fazla hak elde etmeyi ve elde ettikleri hakları etkin bir şekilde kullanmayı arzularlar. Dolayısıyla diğer paydaşlar üzerinde baskın bir konumda olmak istemektedirler. Buna bağlı olarak, işletme ile ilişkisi olan tüm paydaşların hak ve çıkarlarını koruma temeline dayanan kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkışı hızlanmıştır (Paslı, 2004; Aktaran; Güvençer, 2008).

İşletme sahiplik yapılarının büyümesi ve ortaklık halinin çok ortaklı yapılar üzerine kurulmasıyla birlikte, işletme sahipliği ile kontrolünün birbirinden ayrılması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Ayrıca işletmelerde ortaya çıkan işletme sahipleri ile işletme yöneticileri arasındaki çıkar çatışmaları, yaşanan suistimaller ve işletme fonksiyonlarını grupların kendi hedefleri ve çıkarları doğrultusunda kullanma istekleri işletme bütününe olumsuz etkileyen ve göz ardı edilmesi mümkün olmayan sıkıntıların oluşmasına sebebiyet vermektedir. Bütün bu sıkıntılarla birlikte kurumsal yönetim kavramının Dünya'da yayılması hız kazanmıştır. Kurumsal yönetim kavramının yaygınlaşmasına sebep olan faktörler aşağıda belirtildiği gibidir (Aktan, 2006);

-İşletmelerde yaşanan skandallar, çıkar gruplarının işletmelere olan güven duygularını sarsmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetim bir bilgi aktarımı olarak ön plana çıkmaktadır. Yakın geçmişte yaşanan özellikle, Amerika'da Enron ve WorldCom, İtalya'da Parmalat, Hollanda'da Ahold ve Çin'de Yanguangxia skandalları dikkatleri denetim ve kontrol fonksiyonları üzerine çevirmiştir. Dolayısıyla kurumsal yönetimin önemli olduğu anlaşılmıştır.

-Küreselleşmeyle birlikte uzakların yakınlaştığı bu dönemde ortaya çıkan ve bir ülkeden diğer bir ülkeye yayılabilen finansal krizlerin yaşanması hem pek çok ülkeyi hem de pek çok işletmeyi etkisi altına alabilmektedir. Kriz dönemlerinde ortaya çıkan ihtiyaçlar doğrultusunda

işletmelerin hisselerinin yayılması ve bununla bağlantılı olarak denetim ve kontrol ihtiyacının ortaya çıkması kurumsal yönetim anlayışının benimsenmesi gerekliliğini doğurmaktadır. Böylelikle kurumsal yönetim anlayışını benimseyen işletmelerin yapıları finansal krizlere daha dayanıklı bir hal almaktadır.

-Kurumsal yatırımcıların payı küreselleşmeyle birlikte artmaktadır. Kurumsal yatırımcılar farklı ülkelere yatırım yapma imkanına sahiptirler. Dolayısıyla bu yatırımcılar, yatırım yapmayı planladıkları işletmelerde istikrar ve güven arayışına girerler. Değişen koşullarda artık sadece kendi ülkesiyle sınırlı kalmak zorunda olmayan yatırımcılar gelişen piyasaların birer aktörü haline gelirler.

-Kurumsal yönetimin önem kazanmasında etkili olan olaylardan bir diğeri de dünyada yaygınlaşan özelleştirme uygulamalarıdır. Kamu sahipliğinde olan işletmelerin özelleştirme uygulamalarıyla özel işletmeye dönüşmesi sonucu, sermaye ihtiyacı karşılamak amacıyla bu işletmelerin finans piyasalarına ve işletme evliliklerine yönelmeleri de kurumsal yönetimin önemini arttıran faktörlerden biridir (Dinç ve Abdioğlu, 2009, s. 158-160)

1.4.1.3 Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

İşletme sahipleri ile yöneticileri arasında veya hakim hissedar grubu ile azınlık hissedar grubu arasında ortaya çıkabilecek sorunların çözümü için kurumsal yönetim mekanizmalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Kurumsal yönetim mekanizmaları yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil problemlerinin kontrolü açısından önem taşımaktadır. Alternatif kontrol mekanizmaları (içsel sahiplik, kurumsal sahiplik, blok hissedarların olması, borç politikaları, yönetsel iş gücü piyasaları, piyasanın kontrolü) ile işletme performansı birbiri ile ilişkilidir. Kontrol mekanizmaları genellikle birbiri yerine ikame edilebilmektedir (Agrawal ve Knoeber, 1996, s. 377-378). Kurumsal yönetim mekanizmaları iki unsur açısından ayrıma tabii tutulabilir. Bu unsurdan ilki, kurumsal yönetim uygulama sistemi olup bu kapsamda, kurumsal yönetim mekanizmaları Anglo-Sakson Sistemi ve Kıta Avrupa Sistemi olarak ikiye ayrılmaktadır. İkinci unsur olarak da, kurumsal yönetim uygulamaları üzerinde temellenen kaynak açısından ayrıma tabii tutulur. Buna göre kurumsal yönetim mekanizmaları, işletme içi ve işletme dışı modeller olarak ikiye ayrılmaktadır (Kula, 2006, s.67-69).

1.4.1.3.1 Uygulama Sistematiği Açısından Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Cuervo (2002) kurumsal yönetim mekanizmalarını uygulama sistematiği açısından, büyük hissedarların kontrolünü ifade eden Kıta Avrupa Sistemi ve piyasa kontrolünü ifade eden Anglo-Sakson Sistemi olarak ikiye ayırmaktadır.

1.4.1.3.1.1 Kıta Avrupa Sistemi

Kıta Avrupa sistemi, işletmeyi kuran bireylerin ön planda olduğu küçük işletmelerde daha çok karşılaşılan bir sistemdir. Kıta Avrupa ülkelerinde işletme sahiplik yapılarının sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu görülmektedir. Buna bağlı olarak işletme kontrolü ya büyük hissedarların yönetiminde ya da tek bir elde tutulmaktadır (Cuervo, 2002). Kıta Avrupa sisteminde, işletmelerde dağınık sahiplik yapıları olmadığından, diğer bir deyişle işletmenin çok sayıda hissedarı olmadığından, kontrolü elinde tutan hissedarların tehdit olarak algılayacağı herhangi bir unsur yoktur. Hatta bazı durumlarda, bu tür işletmelerde hisselerin %50'sinden fazlasına sahip hissedarlar işletme yönetiminde yer almayı tercih etmemektedirler. Böyle bir durumda hissedarların çıkarları doğrultusunda çalışan ve hissedarlara bağlı olan yöneticiler mevcuttur (Cuervo, 2002). Kıta Avrupa sisteminde, işletme kontrolünün farklı ellerde tutulduğu durumlarda üst yöneticileri değiştirme ve yönetim kurulunun kontrolünün olması doğrudan kontrol mekanizmaları olarak bulunmaktadır (Xu ve Wang, 1997).

Tablo 1.4 Kıta Avrupası Ülkelerinde Sahiplik Yoğunluğu Yüzdesi

Ülkeler	Sahiplik Yoğunluğu Yüzdesi
Almanya	%63.5
İtalya	%65.8
Fransa	%53
Hollanda	%50-%60
Belçika	%42

Kaynak: Ooghe ve De Vuyst, 2001 (Van Der Elt, 1997, s. 26)

Kıta Avrupa ülkelerinin sahiplik yapıları incelendiğinde, İtalya'da, Almanya'da, Hollanda'da ve Fransa'da faaliyet gösteren işletmelerin en az %50 oranında sahiplik yoğunlukları olduğu belirtilmektedir (Ooghe ve De Vuyst, 2001, s. 26).

Kıta Avrupa ülkelerinde işletmelerin halka arz edilmeleri çok yüksek olmamakla birlikte, yaygın olan sahiplik yapılarından biri karşılıklı olarak birbirinin hisselerini ellerinde tutmaktadır. Bu durumda işletmeler karşılıklı hisselerine sahip olarak, kontrolü farklı gruplarla

veya farklı bir işletme ile paylaşmayıp, elde tutmaktadırlar (Ooghe ve De Vuyst, 2001, s. 17-18).

Kıta Avrupa sistemini uygulayan ülkeler kendi sistemlerini oluşturmaktadırlar. Bu nedenle, Kıta Avrupa sistemi, Alman, Latin ve Japon sistemleri olarak üç ana grupta ele alınmaktadır (Weimer ve Pape, 1999, s. 155). Söz konusu sistemler arasındaki farklar ve sistemleri uygulayan ülkeler Tablo 1.5’de belirtilmektedir.

1.4.1.3.1.2 Anglo-Sakson Sistemi

Sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu işletmelerde görülen Kıta Avrupa sisteminin tam tersi olarak, Anglo-Sakson sistemde işletmelerin sahiplik yapısı dağınık sahiplik yapısıdır. Dolayısıyla işletme kontrolü tek bir hissedarın elinde toplanmamaktadır. Anglo-Sakson sistem, piyasa kontrol sistemi olarak ifade edilmektedir. Anglo-Sakson sistem’de, işletme sahipliği diğer bir deyişle ortaklık dağınık olup işletme kontrolü bağımsız üyelerden oluşan yönetim kurulunun elindedir (Cuervo, 2002). Anglo-Sakson sistem’de dış üyelerden oluşturulan yönetim kurulunun olması, işletmenin şeffaflığının olması, yöneticilerin ödemelerinin performansa dayalı olması ve yöneticiler açısından bir emek pazarının varlığı dolaylı koruma mekanizmaları olarak modelin içinde yer almaktadır (Xu ve Wang, 1997).

Anglo-Sakson sistem’de işletme hissedarlarının çıkarları ön planda tutulmaktadır. İşletmenin, hissedarlarının çıkarları ve amaçları doğrultusunda çalışması gerektiği belirtilmektedir. İşletme hissedarlarının temsilcisi olarak yönetim kurulu, hissedarların çıkarları ve beklentileri doğrultusunda işletmenin yönetilmesini temin etme görevini üstlenmiştir. Buna bağlı olarak yöneticiler yönetim kuruluna, yönetim kurulu da hissedarlara karşı sorumludur (Ülgen ve Mirze, 2007, s. 431-438).

Anglo-Sakson sistem, ağırlıklı olarak Büyük Britanya’da özellikle İngiltere’de uygulanan bir sistemdir. Amerika ve İngiltere gibi işletmelerin varlık nedeninin ve kime hizmet edeceğinin hisse sahipleri yaklaşımı ile ele alan ülkelerde Anglo-Sakson sistem uygulanmaktadır. Bunun yanında İngilizce konuşulan ülkelerde uygulanan kurumsal yönetim mekanizmaları da Anglo-Sakson sistem içerisine dahil edilebilir. Örneğin, Kanada, Avusturya, Yeni Zelanda, Singapur ve Büyük Britanya’nın kolonileri bu sistemi uygulayan ülkelerdir. Anglo-Sakson sistem, işletmelerin hem pazar rekabetinde güçlü olmasına, hem de hissedarlara geri bildirimde bulunmalarına odaklanmıştır (Kula, 2006, s. 40-45). Bu sistemlerde işletme yöneticileri üzerinde piyasaların baskısı hissedilmektedir. Dolayısıyla sistem, rekabet ve piyasa sisteminin işletmeleri hisse sahiplerinin çıkarları doğrultusunda

davranmaya zorlayacağı varsayımına dayanmaktadır. Bu nedenle bu kurumsal yönetim modeli, pazara-dayalı kurumsal yönetim modeli olarak ta ifade edilir (Ülgen ve Mirze, 2007, s. 435).

Tablo 1.1 Kurumsal Yönetim Sistemi Sınıflandırması

	Anglo-Sakson Sistem	Kıta Avrupa Sistemi		
		Alman Sistemi	Latin Sistemi	Japon Sistemi
Uygulanan Ülkeler	ABD, İngiltere, Kanada, Avustralya	Almanya, Hollanda, İsveç, İsviçre, Avusturya, Danimarka, Norveç, Finlandiya	Fransa, İspanya, İtalya, Belçika	Japonya
Kontrol Mekanizmasının Etkinliği	Mevcut	Mevcut Değil	Mevcut Değil	Mevcut Değil
Sahiplik Yoğunluğu	Düşük	Orta/Yüksek	Yüksek	Düşük/Orta
Ekonomik İlişkilerin Süresi	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Uzun Dönem	Uzun Dönem
Performansa Bağlı Değerlendirme	Yüksek	Düşük	Orta	Düşük
Ulusal Ekonomide Hisse Senedi Piyasasının Önemi	Yüksek	Orta/Yüksek	Orta	Yüksek
Dikkat Çeken Paydaşları	Hissedarlar	Bankalar, Çalışanlar	Holdingler, Hükümetler Ve Aileler	Yerel Bankalar, Diğer Finansal Kurumlar Ve Çalışanlar
Yönetim Kurulu Yapısı	Tek Kademeli Yönetim Kurulu Yapısı	Çift Kademeli Yönetim Kurulu Yapısı	Tek veya Çift Kademeli Yönetim Kurulu Yapısı	Yönetim Kurulu, Yönetici Temsilcileri, Denetleme Kurulu

Kaynak: Weimer ve Pape, 1999, s.154

1.4.1.3.2 Kaynaklar Açısından Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Hakim hissedarların ve denetleyici yöneticilerin, diğer hissedarları mülksüzleştirmesini engelleyen kurumsal yönetim mekanizmaları, kaynaklar açısından işletme içi ve işletme dışı mekanizmalar olarak ikiye ayrılmaktadır. İşletme içi mekanizmaların içerisinde, etkin yönetim kurulu, sahiplik yoğunluğu ve uygun ücret politikaları yer almaktadır. İşletme dışı mekanizmaların içerisinde işletmeyi düşmanca satın almaya yönelik tehditler, başarısız yöneticilerin iş bulmasını engelleyecek iş gücü piyasası ve hissedar haklarını koruyan ve tanımlayan yasal kurallar gelmektedir (Kula, 2006, s. 33-39).

1.4.1.3.2.1 İşletme İçi Mekanizmalar

Kurumsal yönetim mekanizmalarından, işletme içi mekanizmalar temelde etkin yönetim kurulunun olması, hissedarların yoğunlaşması ve uygun ücret politikaları ile kontrolün sağlanması yönündedir. Gilla (2006, s. 383-385) işletme içi mekanizmaları beş gruba ayırmaktadır. Bu mekanizmalar yönetim kurulları, yönetsel teşvikler, sahiplik yapısı, yönetmelik ve devretme koşulları ve son olarak işletme içi kontrol sistemleridir. Bunlara ek olarak, farklı yazarlar tarafından işletme mekanizmaları kapsamına yatırımcı ilişkileri (Kula, 2006, s. 33-39) ve en iyi uygulama kodları (Cuervo 2002) da dahil edilmektedir. İşletme içi kurumsal yönetim mekanizmalarından işletmelerde dikkat çeken ve önemli olarak nitelendirilebilecek bazıları aşağıda açıklanmaktadır.

1- İşletme içi mekanizmalarından olan yönetim kurulu, kurumsal yönetim kapsamında yönetim kurulunun yapısına ve işleyiş sürecine bağlı olan bir mekanizmadır (Gilla, 2006, s. 385). Yönetim kurulunun yapısı değerlendirilirken, genel olarak, yönetim kurulunun sayısı, yönetim kurulu başkanının aynı zamanda CEO olup olmadığı ve üyelerin yönetimden bağımsız olup olmadığı konuları ele alınmaktadır (Kula, 2006, s. 35). Yönetim kurulunun yapısına ilişkin düzenlemelerin ve işleyişin kurumsal yönetim içerisinde en iyi kontrol mekanizması olduğu belirtilmektedir. Bunun nedeni olarak işletme içinde ortaya çıkabilecek temsilci sorunlarını ve düşmanca işletmeyi satın alma mekanizmalarını ortadan kaldırması gösterilmektedir (Carati ve Rad, 2000, s. 69).

Kıyılar ve Belen (2005), Amerika’ da yönetim kurulları hakkında yapılan çalışmaların odak noktasını, bu kurulların oluşum biçimi ve işletme yöneticisine sağladığı menfaatlerin oluşturduğunu ifade ederler. Yönetim kurulunun oluşum biçimi ile ilgili konular, kurulun yapısı ve büyüklüğü ile ilişkilidir. Bunlar; yönetim kurulu üyelerinin sayısı, işletme dışından

katılan üyelerin oranı ve CEO ile yönetim kurulu başkanlığının aynı kişide toplanıp toplanmadığı ile ilgili konulardır. Ayrıca yapılan çalışmaların çoğu yöneticilerin çıkarlarıyla hissedarların çıkarlarının farklılığından doğan temsil problemlerini açıklamaya çalışmaktadır.

2- İşletme içi kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri yönetsel teşviklerdir. Yönetsel teşvikler, yöneticilerin motivasyonlarını arttırmada etkin rol oynamaktadır. Özellikle hissedarların çıkarlarına uygun olarak işletme faaliyetlerini gerçekleştiren yöneticilerin, ücret ve teşvik sistemleriyle motivasyonları artırılmakta ve desteklenmektedirler. Dolayısıyla yönetsel ücret ve teşvikler kurumsal bir yönetim politikası olarak kullanılarak, hem yönetici performansı artırılmakta hem de hissedarların çıkarları gözetilmektedir (Ülgen ve Mirze,2007, s. 432-433).

3- Kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri, işletmeden işletmeye farklılık gösteren işletmelerin sahiplik yapılarıdır. İşletmelerin halka açık veya kapalı olması, devlet veya özel sahiplik, yerli ve yabancı sahiplik, yönetsel ve kurumsal sahiplik yapısı gibi farklı sahiplik yapılarının olması sermaye yapılarının da farklı olmasıyla bağlantılıdır. Sahiplik yapısındaki yoğunlaşma, kurumsal yönetim sistemlerinin değerlendirilmesin de kullanılan bir ölçüttür. Örneğin, Amerikan ve İngiliz hukuk sistemleri ağırlıklı olarak güçlü yasal korumaya dayanırken, Alman ve Japon sistemlerinde korumalar daha zayıftır. Fakat bu ülkelerde sahiplik yoğunluğu yüksektir ve bu ülkelerde kurumsal yönetim sistemi iyi olarak değerlendirilmektedir (Gilla, 2006, s. 390).

4- İşletme içi mekanizma olarak Cuervo (2002) tarafından belirtilen en iyi uygulama kodları, yakın zamanda ortaya çıkarılmış kurumsal yönetim mekanizmasıdır. 1992 yılında en iyi uygulama kodu ilk defa Cadbury raporunda belirtilmiş olup, ilerleyen yıllarda global seviyede yayıldığı görülmüştür. Fremond ve Capaul' a (2002, s. 23) göre, en iyi uygulama kodları mevcut yasal mevzuata ilişkin kurumsal çatıyı tamamlayan bir araçtır.En iyi uygulama kodları, işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarını sağlamak amacıyla oluşturulmuştur. Bu kodlar, kurumsal sorumluluk anlamında kendilerini rakiplerinden ayırt etmek isteyen işletmeler tarafında yayımlanır. OECD ilkelerinden esinlenerek Brezilya, Hindistan, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Malezya, Rusya ve Çin gibi bir çok ülke ulusal bazda en iyi uygulama kodları yayımlamıştır. Bazı kodlar OECD ilkelerinin ötesine bile geçmiştir. Bu kodlara uyum genelde gönüllüdür. (Kula, 2006, s. 39).

1.4.1.3.2.2 İşletme Dışı Mekanizmalar

İşletmeyi düşmanca satın almaya yönelik tehditler, başarısız yöneticilerin iş bulmasını engelleyecek iş gücü piyasası ve hissedar haklarını koruyan ve tanımlayan yasal kurallardan oluşan işletme dışı mekanizmaları, Gilla (2006, s. 383-386) beş gruba ayırmıştır. Bunlar; yasa ve düzenlemeler, sermaye piyasası, sermaye piyasası bilgi sağlayıcıları, işletme dışı muhasebe, finans ve yasal hizmet piyasası ve son olarak farkına varılmayan özel dış kaynaklardır (medya-dış davalardır). Bunlara ek olarak, ürün piyasalarında rekabet ve aktif hissedarlık da işletme dışı mekanizma olarak değerlendirilmektedir (Kula, 2006, s. 37-39).

İşletme dışı kurumsal yönetim mekanizmalarından işletmelerde dikkat çeken ve önemli olarak nitelendirilebilecek bazıları bu bölümde açıklanmaktadır. İşletme dışı mekanizmalardan biri olan yasa ve düzenlemeler, La Porta vd.'nin (1998) yapmış oldukları çalışmada yatırımcı haklarının yasalar tarafından ne kadar korunduğu ve ülkelerdeki farklı yasal uygulamaların o ülkedeki kurumsal yönetim anlayışını belirlemede etkin olduğunu ifade edilmektedir. Dolayısıyla ülkeler arasındaki yasal farklılıklar nedeniyle işletmelerde uygulanan kurumsal yönetim uygulamaları da farklılık göstermektedir.

İşletme dışı kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri sermaye piyasalarıdır. Finansman ihtiyaçlarını karşılamak için işletmelerin kullandığı sermaye piyasalarında kurumsal yönetim uygulamalarını kullanan işletmeler daha güçlü bir imaj sergilerler ve böylelikle piyasada güvenilirliklerini arttırmış olurlar. Buna bağlı olarak finansal kaynaklara daha kolay ulaşırlar. Dolayısıyla, sermaye piyasalarında faydalanmak isteyen işletmeler kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyip bu piyasalardan faydalanma amacını bir teşvik unsuru olarak görmektedirler (Koçel, 2003).

İşletme sahipliğinin el değiştirmesiyle gerçekleşen, işletme kontrolünü ele geçirme piyasası diğer bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Bu uygulamada, başarısız olarak nitelendirilen işletmelerin başarılı olarak nitelendirilen işletmeler tarafından satın alınmakta ve başarılı hale getirilmeye çalışılmaktadır. Kötü yönetildiği düşünülen işletmelerde üst yönetim, işletmenin diğer işletmeler tarafından satın alınma tehdidiyle karşılaşmakta ve bu tehdit bir kurumsal yönetim mekanizması olarak işlemektedir (Kıyılar ve Belen, 2005). Çünkü satın alınan işletmenin sahiplik yapısı ve kontrolü değişikliğe uğrayacağından yöneticiler değiştirilme riskiyle ve dolayısıyla işlerini kaybetme riski ile karşı karşıya kalırlar. Bu durumla

karşılaşmamak için yöneticilerin işletme performansını uzun süreli yüksek tutmaları gerekmektedir (Koçel, 2003).

İşletme dışı kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri, işletmeler tarafından yöneticilere olan talep üzerine kurulmuştur. Piyasada tanınmış ve talep gören yöneticiler çalıştıkları işletmelerde göstermiş oldukları performansla ve dolayısıyla yönetici oldukları işletmelerin performanslarıyla değerlendirilirler. Yöneticilerin sahip oldukları iyi bir imaj, bu yöneticilere olan talebi de etkiler. Dolayısıyla yöneticileri teşvik eden bir unsur olarak yönetici işgücü piyasası önemli bir etkidir (Ülgen ve Mirze, 2007, s. 434).

1.4.1.4 Kurumsal Yönetim Teorileri

1.4.1.4.1 Temsil Teorisi

İşletmelerde sahiplik ve kontrol ayrımı sağlanmış olsa dahi, taraflar arasındaki çıkar çatışmaları ve anlaşmazlıklar varlığını işletmelerde sürdürmektedir. Alchian ve Demsetz (1972) ile Jensen ve Meckling (1976) yapmış oldukları çalışmada, kişiler arasındaki çıkar çatışmalarına bağlı olarak temsil teorisini geliştirmişlerdir. Temsil teorisi, amaçları ve çıkarları farklı iki kişinin veya iki tarafın birbirleriyle yardımlaşması durumunda ortaya çıkan sorunları kapsayan bir teori olarak ifade edilmektedir. Temsilci ve temsil edilen olmak üzere temsil teorisinde iki taraf mevcuttur. Temsilci kişi veya grup adına hareket etmesi istenen taraf olarak ifade edilirken, temsil edilen ise vekil tarafından temsil edilen kişi veya gruptur. İşletmelerde genellikle ortaklar ve yöneticiler arasındaki ilişki temsil ilişkisi şeklinde yürütülür. Ortaklar vekil veren taraf iken ortakları temsil etmesi istenen taraf olan yöneticiler vekildir. İşletme sahibi ile yöneticisinin farklı olduğu durumlarda bu ilişkiden bahsedilirken sahipliğin ve yönetimin aynı elde toplandığı aile işletmesi gibi işletmelerde vekalet ilişkisi söz konusu değildir (Koçel, 2003, s. 358-360).

Eisenberg (1976) temsil teorisinde işletme sahipleri ile yöneticileri arasındaki kontrolün bir sözleşme ile belirlendiğini ve bu ilişkiye dair belirlemelerin sözleşme ile yapıldığını belirtmektedir. Böylelikle hem işletme sahipleri ile yöneticileri arasında ortaya çıkan çıkar çatışmaları minimize edilmeye çalışılır hem de temsil maliyetleri azaltılır. Ayrıca yöneticilerin teşvik edilerek işletme amaçları doğrultusunda çalışmalarını sağlayabilmek için çeşitli mekanizmalar geliştirilir. Yöneticilerin motive olmaları sağlanarak işletme sahiplerinin de beklentilerinin gerçekleşmesi sağlanır. Teşvik uygulamaları sayesinde yöneticiler işletme sürekliliğini korumaya ve ortakların çıkarlarını gözetmeye daha istekli olmaktadır. Temsil

teorisi, yöneticilerin işletme sahipleri tarafından gözetim altında tutulup kontrol edilmesine olanak sağlayan mekanizmaların uygulanmasına imkan vermektedir (Akın, 2004). Temsil teorisinin temel bilgileri Eisenhardt (1989, s. 59) tarafından özetlenmiştir. Özetlenen bilgiler aşağıdaki Tablo 1.6'da belirtilmektedir. Eisenhardt (1989) 'un oluşturduğu özet tablo, temelde farklı amaç ve riske karşı farklı tutum sergileyen tarafların olduğu bir yapıyı ifade etmektedir.

Tablo 1.1 Temsil Teorisinin Genel Görünümü

Ana Fikir	→	Temsilci ile temsil edilen arasındaki ilişki bilginin ve risk üstlenme maliyetlerinin verimli bir bileşimini yansıtmalıdır.
Analiz Birimi	→	Temsilci ile temsil edilen arasındaki sözleşme
İnsani Varsayımlar	→	Bireysel Çıkarlar Sınırlı Rasyonellik Riskten Kaçınma
İşletmenin Varsayımları	→	Taraflar arasında çıkar çatışmaları Etkinlik kriteri olarak verimlilik Temsilci ile temsil edilen arasındaki bilgi asimetrisi
Bilgiye Ait Varsayımlar	→	Bilginin satın alınabilir bir ürün olarak görülmesi
Sözleşmeden Doğan Problemler	→	Ters Seçim Ahlaki Çöküntü Risk Paylaşımı
Ana Problem	→	Amaçları ve risk tercihleri farklılık gösteren tarafların olması

Kaynak: Eisenhardt, 1989, s.59

1.4.1.4.2 Hizmet Teorisi

Hizmet teorisi vekil ile vekil veren tarafların çıkar çatışmalarını konu alan temsil teorisinden daha farklı bir yaklaşımdır (Koçel, 2003). Bu teoriye göre yöneticiler işletme sahiplerinin çıkarlarını ön planda tutmaktadırlar. Psikoloji ve sosyolojiyi temel alan hizmet teorisinde, yöneticiler bireysel düşüncelerden uzaktır (Davis, Schoorman ve Donaldson, 1997, s. 20).

Bu teoride, örgüt yapısının yeni baştan bir düzenlemeye tabii tutulduğu ve sorumlulukların yeniden oluşturulduğu bir hukuki ekonomik düzenleme söz konusudur. Bu teorisinin ışığında, icradan sorumlu yönetici, kaytarmaktan, fırsatçılıktan uzak, gerçekte iyi iş yapma isteği olan, iyi bir kurumun değerlerine hizmet eden bir kişidir. Bu teori, doğal olarak yönetici motivasyonunun genel bir probleminin olmadığını ileri sürmektedir (Donaldson ve Davis, 1991, s. 51-52). Yöneticinin karşısına çıkan farklı alternatiflerde kendi çıkarlarını değil

işletmenin çıkarlarını gözetecek kararlar almasıdır. İşletme sahipleri ile yöneticiler arasındaki yaklaşım farklılıkları ortaya çıktığında yönetici, ortak bir görüş doğrultusunda karar almaya çalışmaktadır. Yönetici işletme sahiplerinin refahını artırır. İşletmenin piyasa değerini ençoklamayı öncelikli hedef alır. Böylelikle fayda fonksiyonunu arttıracığını düşünür. Bu teoriye göre yönetici sadece kendi çıkarının doğrultusunda hareket ettiği durumda, rasyonel bir davranış sergilemediğini düşünmektedir. Dolayısıyla çıkar farklılıkları olsa dahi işletmenin çıkarları her zaman ön planda olmalıdır (Davis, Schoorman ve Donaldson,1997, s. 22-23).

Diğer taraftan yöneticiler arasında belirli bir iç motivasyon probleminin olmayışı, yöneticilerin işletme hedeflerine ulaşmak için nasıl bir kurumsal performans sergileyecekleri sorusunu gündeme getirmektedir Böylelikle, organizasyonel yapının olup olmaması yöneticilere, yüksek kurumsal performans için planların düzenlenmesi ve uygulanmasında yardımcı olmaktadır. (Donaldson ve Davis, 1991, s. 51).

1.4.1.4.3 Paydaş Teorisi

Paydaş teorisi ile ilgili çalışmalar, R.Edwart Freman'ın yapmış olduğu “Stratejik Yönetim: Paydaş Yaklaşımı” isimli çalışmasıyla literatürde yer almaya başlamıştır (Freeman ve Redd,1983). Paydaş teorisi, işletmelerin sadece yöneticiler ile hissedarlar arasındaki ilişkiyi göz önüne alan bir kurumsal yönetim mekanizmasının yeterli gelmediğini, işletmenin varlığını sürdürebilmesi için işletme ile ilişkisi olan diğer grupların da dikkate alınması gerekliliğini belirtmektedir. İşletmenin hissedarlar haricinde diğer paydaşlara karşı da üstlenmiş oldukları bir sorumluluk vardır (Koçel, 2003).

Paydaş teorisinin temelini oluşturan paydaş kavramı, işletmenin amaçlarını etkileyebilecek ve işletmenin amaçlarına ulaşmasından etkilenen taraflar olarak ifade edilmektedir. Diğer bir deyişle işletmenin varlığını sürdürebilmesi için bağlı olduğu gruplardır (Freeman ve Redd, 1983). Paydaşlar bireysel ya da grupsal olarak, belirli bir konu ve sistem üzerine ilgisi ya da ortaya konmuş parası olan kişiler olarak tanımlar (Naipoğlu, 2002). Aktan 'a (2006) göre, paydaşlar, şirket faaliyetleri ile doğrudan ve/veya dolaylı bir ilişki içerisinde olan ve şirket faaliyetlerinden pozitif ve/veya negatife dışsallık elde eden kişi ve/veya kurumlardır. Paydaşlar, işletme ile karşılıklı menfaat ilişkisi olan menfaat sahipleridir. Menfaat sahipleri en geniş anlamda: şirketin ana sahip ve yöneticileri, yönetim kurulu, hissedarlar, kurumsal yatırımcılar, yabancı ortaklar, çalışanlar, müşteriler, rakipler, tedarikçiler, toplum ve devleti kapsamaktadır (Aktan, Erişim tarihi; 25.02.2011).

Menfaat sahipleri kavramına, şirketin iyi yönetilmesinden fayda sağlayacak, kötü yönetiminden ise zarar görecektüm kişi ve gruplar dahildir. Dolayısıyla paydaşlar arası ilişkiler bir işletmenin amaçlarına ulaşmasında önemli rol oynamaktadır ve bu ilişkiler iyi olduğu sürece işletme amaçlarına daha kolay ulaşılabilir (Freeman ve Mcvea, 2001).

1.5 Çeşitli Ülkelere Ait Sahiplik Yapıları İncelemesi

Berle ve Means'in 1932'de yapmış oldukları "Modern Şirket ve Özel Mülkiyet" (The Modern Corporation and Private Property) isimli çalışmalarıyla dikkatler, Amerika'da faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapılarına yönelmiştir. Amerika'daki işletmelerin özellikle dağınık sahiplik yapılarının olduğu ve bu yapının da genel olarak yaygın bir yapı olduğu görülmüştür. Bu işletmelerin sermaye sahipliği küçük hissedarlar arasında yayılırken, kontrolünün ise ağırlıklı olarak yöneticilerin ellerinde yoğunlaştığı belirtilmektedir. Bu çalışmanın ampirik geçerliliğinin sorgulanmaya başlanması çeşitli ülkelerde sahiplik yapılarının araştırmacılar tarafından incelenmesine neden olmuştur.

Bu çalışmalardan biri La Porta vd. (1999) tarafından yapılan, Dünya'da çeşitli ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapılarını inceledikleri çalışmadır. La Porta vd. (1999)'nin yaptığı "Dünyada İşletme Sahiplikleri" (Corporate Ownership Around The World) isimli çalışmalarında, genellikle zengin olarak nitelendirilen 27 ülke ekonomisinin her birinde halka açık olarak faaliyetlerini sürdüren 20 işletmenin sahiplik yapıları incelenmiştir. Yazarlar, çalışmalarında tamamıyla zengin ekonomilerde faaliyet gösteren, büyük ölçekli işletmelere odaklanmışlardır. La Porta vd. (1999)'nin çalışması sadece büyük ölçekli işletmelerin büyük hissedarlara sahip olduğu görüntüsünü ortaya koymamakta, aynı zamanda, bu hissedarların kurumsal yönetimde aktif rol aldıklarından da bahsetmektedir. Çalışmada yer alan ülkeler; başta Amerika olmak üzere, Almanya, Arjantin, Avustralya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Güney Kore, Hollanda, Hong Kong, İngiltere, İrlanda, İspanya, İsrail, İsveç, İsviçre, İtalya, Japonya, Kanada, Meksika, Norveç, Portekiz, Singapur, Yeni Zelanda, Yunanistan'dır. La Porta vd. (1999), ülkeden ülkeye değişen yasal ve hukuki düzenlemelerin yatırımcıları koruma adına nasıl farklılık gösterdiğini ve koruma seviyelerinin ne şekilde olduğunu inceleyip, ülkeler arasında ortaya çıkan bu farklılıkların işletme sahiplik yapısını ne şekilde etkilediğini incelemişlerdir. Çalışmada La Porta vd. (1999) işletmeleri iki gruba bölmüştür. İlk grupta yer alan işletmelerin sahiplik yapıları dağınık sahiplik sergilerken, ikinci grupta yer alan işletmelerin nihai kontrolünün hakim hissedarların elinde tutulduğu görülmektedir. Öncelikle eğer bir hissedarın doğrudan ve dolaylı oy hakkı toplamı %20

oranını aşıyorsa, bu hissedarın kontrol gücüne sahip bir hissedar olduğunu söylenmektedir. Belirlenen %20 oranı çalışmada, yazarlar tarafından belirlenen bir oran olup, doğrudan ve dolaylı oyların toplamı ile belirlenen oy oranının altında veya üstünde kalma durumu, hissedarın kontrol gücünü belirlemektedir.

La Porta vd. (1999), işletme kontrolünü elinde tutan hakim grubu kendi içerisinde beş kategoriye ayırmışlardır. Bunlardan ilki, aile işletmesi veya şahıs işletmesi, ikincisi devlet işletmeleri, üçüncüsü sigorta işletmeleri veya banka gibi dağınık sahipliği olan finansal kurumlar, dördüncüsü dağınık sahiplik yapısı olan işletmeler ve sonuncusu kooperatif gibi bir işletme grubu tarafından hisselerin elde tutulduğu işletmelerdir.

La Porta vd. (1999)'ne göre işletme üzerinde kontrol gücüne sahip hakim hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasında ortaya çıkabilecek temsil problemleri açısından kontrol gücüne sahip hissedarların nakit akımları üzerindeki haklarının, oy haklarından önemli ölçüde farklılaşıp farklılaşmadığına dikkat edilmesi gerekmektedir. İşletme üzerinde büyük hissedarların kontrolünü arttırmak için süper oy hakkı veren hisselerin kullanımı (herhangi bir hissedarın büyük hissedar olup olmadığına bakılmaksızın %20 oy hakkına sahip olması), işletmenin sahiplik yapılarının piramit şeklinde olması ve karşılıklı hisse sahipliğinin olduğu görülmektedir.

Farklı ülkelerde işletmelerin sahiplik yapılarını inceleyen diğer bir çalışmayı, Pedersen ve Thomsen (1997) yapmışlardır. Almanya, Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsveç, İtalya ve Norveç'ten oluşan 12 Avrupa ülkesinde faaliyet gösteren en büyük 100 işletme üzerinde yaptıkları çalışmada, işletmelerin sahiplik yapısını incelemişlerdir. Yazarlar sahiplik yapılarının, kurumsal yönetimi etkileyen, işletmeler üzerinde sektörel ve ekonomik faktörler kadar etkili bir faktör olduğunu belirtmektedirler.

Pedersen ve Thomsen (1997) işletmelerin sahiplik yapısı türlerini sınıflandırmışlardır. Bu durumda, 12 ülkenin sahiplik yapıları incelendiğinde yazarların elde ettiği sonuçlara göre; Almanya'da bankaların aktif rol oynamasına bağlı olarak, finansal kurumların işletmelerin sahiplik yapısında yoğun olarak yer aldıkları, Avusturya' da ağırlıklı olarak devlet sahipliğinin işletmeler üzerinde baskın olduğu, Belçika' da yabancı yatırımcı çekme politikasına bağlı olarak benimsenen ulusal ekonomik stratejiyle bağlantılı yabancı sermaye yapılarının ağırlıklı olduğu, Danimarka' da aile işletmelerinin yüksek oranda olduğu ve

işletme hisselerinin çoğunluğuna bir grup kooperatif işletmenin sahip olduğu, özellikle endüstriyel alanda gelişimi yavaş olan Finlandiya’da devlet sahipliğinin yüksek olduğu, Fransa’ da özelleştirme karşıtı müdahalelerin etkisiyle devlet sahipliğinin yüksek olduğu ve holding işletmeler ile sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu işletmelerin bulunduğu, sanayileşme sürecini en önce tamamlayan İngiltere’den etkilenen Hollanda’nın dağınık sahiplik yapısının olduğu, İngiltere’nin dağınık sahiplik yapısının olduğu, İspanya’ da yabancı sahiplik yapısının hakim olduğu, İsveç’te bankaların ve baskın hissedarların olduğu sahiplik yoğunluğunun görüldüğü, İtalya’ da devlet sahiplik yapısının ağır bastığı ve son olarak Norveç’ de işletmelerin yetersiz finansman yapısının olduğu ve milliyetçiliği ön planda tutarak yerel sahiplik yapılarının hakim olduğu görülmüştür. Pedersen ve Thomsen (1997)’ e göre işletmelerin büyüklükleri ve faaliyet gösterdikleri sektör aynı olsa dahi sahiplik yapıları farklılık göstermektedir. Yapılan çalışmada 12 Avrupa ülkesinde benzer yapıda işletmeler incelenirse dahi, işletmelerin sahiplik yapıları farklılık göstermektedir. Bunun nedeni olarak, her bir ülkenin finansal piyasa gelişiminin, içinde bulunduğu ülke ekonomisinin, ülke tarihinin ve bulunduğu coğrafi konumun farklı olmasıdır. Ayrıca ülkelerin hisse senedi piyasası gelişmişliği, sermayenin tabana yayılmasını sağlayan bir etkidir. Buna bağlı olarak hisse senedi piyasası gelişmiş olan ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin halka açılma oranı daha fazladır. Dolayısıyla bu tip işletmelerde dağınık sermaye yapısı hâkimdir. Ülkelerde faaliyet gösteren çok uluslu işletmelerin olması, ülke ekonomilerinin dışa açık olmasının bir göstergesidir ve buna bağlı olarak yabancı sahiplik yapılarının hakim olduğu işletmeler yaygındır.

Murphy (2004)’nin yaptığı bir çalışma da, Fransa’da faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapısı incelenmiştir. Özellikle kamu hukuk sistemi olan diğer bir deyişle Anglo-Sakson hukuk sistemi olan ülkelerde yatırımcıları koruyan güçlü yasalar vardır. Fakat Fransız medeni hukuk sisteminde yatırımcıların korunması oldukça düşüktür. Dolayısıyla medeni hukuk sistemi yatırımcıları kontrol eden ve koruması düşük olan zayıf bir sistemdir. Buna bağlı olarak Fransa’da faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapılarında yoğunlaşma oldukça yüksektir.

Fransa’da işletmelerin sahiplik yapısını etkileyen faktörlerden en önemlileri, aile işletmelerinde aile yapısına bağlı olarak miras hukukunun uygulanması ve otofinansman sıkıntısının yaşanmasıdır. Fransa’da zayıf bankacılık işleyişinin olması ve yetersiz sermaye piyasasının olması, işletmelerin sahiplik yapılarını etkileyen diğer faktörlerdir. Fransa’da

işletmelerin sahiplik yapısının gelişimine yardımcı olmak açısından aile mülkiyetine sahip işletmeler, işletme mülkiyetini gelecek nesillere taşımayı amaç edinmektedirler.

Allouche ve Amann (1995) tarafından 1000 Fransız işletmesi üzerinde yapılan bir çalışmada, bu işletmelerin %28.3'ünün aile işletmesi olduğu, %28.2'sinin devlet sahipliğinde olduğu ve %23.5 kadarının yabancı sahiplik yapısında olduğunu belirlemişlerdir (Murphy, 2004).

Blondel, Rowell ve Van Der Herng'den (2002) yılında halka açılmış 250 Fransız işletmesinin sahiplik yapılarını, 1993-1998 dönemi için incelediklerinde %57 oranında işletmenin babadan çocuklara miras yoluyla geçen işletmeler olduğu belirtilmiştir (Murphy, 2004).

Sfear ve Thesmar (2004), 1994-2000 yılları arasında Fransız menkul kıymet borsasında işlem gören tüm işletmeleri incelemiş ve sonuçlara göre bu işletmelerin üçte biri dağınık sahiplik yapısında, üçte biri kurucusunun kontrolünde, üçte biri ise miras yoluyla kontrol edilen aile işletmelerinden oluşmaktadır. Sonuçlara göre hem aile işletmeleri hem de kurucu kontrolündeki işletmeler dağınık sahipliği olan işletmelerden daha iyi performans göstermektedir. Fransa'da bünyelerinde kurumsal yatırımcıların olduğu holding yapıları mevcuttur. Fransa'da holding yapılarının oluşmasının nedeni banka ve sermaye piyasasının kısıtlı olması ve işletmelerin finansman sıkıntılarını gidermede banka ve sermaye piyasasının yetersiz kalmasıdır (Murphy, 2004).

Morck, Percy, Tian ve Yeung (2004) tarafından sahiplik yapısı incelenen Kanada'da, yirminci yüzyılın başlarında, piramit yapıya sahip işletme grupları bulunmaktadır. Bu işletmeler varlıklı aileler ve kurumlar tarafından kontrol edilen işletme gruplarıdır. Kanada'da yaygın olarak faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapıları piramit yapıya uygundur. Bu durum modern Kıta Avrupa ülkelerinde olduğu gibidir. Son on yıldır, hisse senedi piyasasının genişlemesi, gelirlere konan yüksek vergiler ve sermaye hesaplarında yaşanan açıklar, işletmelerin yapılarının piramit sahiplik yapısı şeklinde olmasına sebebiyet vermektedir.

Kanada'da işletmeler ağırlıklı olarak dağınık sahiplik yapısına sahip iken zamanla bir takım kurumsal değişiklikler meydana gelmiştir. Bunlardan bazıları, geniş araziler için geçerli olan vergilerde yaşanan keskin düşüşler ve yabancı yatırımın yapılması ile ilgili yapılan

alışmalardır. Bütün bunlar dağınık sahiplik yapısına sahip işletmelerde bir azalmaya, piramit yapıya sahip işletmelerde ölçülü bir artışa neden olmuştur.

Khanna ve Plepu (2000)'e göre Kanada'da oluşturulan işletme grupları zayıf olan kurumsal çevreye bir cevap niteliğindedir. Üretimi, iş gücü ve sermaye piyasası gelişmemiş ve yetersiz ekonomilerde, işletme grupları en iyi çözümlerden biri olmaktadır (Morck vd., 2004).

Aganin ve Volpin (2005) tarafından İtalyan işletmelerinin sahiplik yapısı incelendiğinde, sahiplik yoğunluklarının yüksek olduğu görülmektedir. Fransa'ya benzer şekilde, yatırımcıları koruyan yasal korumaların zayıf olması ve gelişmemiş hisse senedi piyasalarının olması işletmelerin sahiplik yapısının yoğunlaşmasına ve piramit sahiplik yapılarının görülmesine neden olmaktadır. Buna bağlı olarak İtalya'da baskın hissedar gruplarının işletme kontrolünü elinde tutması, azınlık hissedarları mülksüzleştirme riskiyle karşı karşıya bırakmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

TEMEL İŞLETME KARARLARI ve SAHİPLİK YAPISI ARASINDAKİ İLİŞKİ

İşletmenin temel amacı olan işletme piyasa değerini ençoklama amacını gerçekleştirmek için işletmelerde üç temel karar ön plana çıkmaktadır. Bu kararlar yatırım kararları, sermaye yapısı kararları ve kar dağıtım kararlarıdır. İşletmenin piyasa değeri bu kararlardan etkilenmektedir (Marks, Robbins, Fernandez ve Funkhouser, 2005, s.378-381).

Diğer yandan bu kararlar da çeşitli faktörler tarafından etkilenmektedir. Bu faktörlerden biri de işletmelerin sahiplik yapılarıdır. İşletmelerin temel kararları ile sahiplik yapısı arasındaki ilişki temsil teorisi çerçevesinde ele alınacak olup, öncelikle temsil teorisinden bahsedilmektedir. Daha sonra her bir finansal karar ve bu finansal karara bağlı literatür yer almaktadır. Tezin devamında işletmelerin üç temel kararı olan yatırım kararları, sermaye yapısı kararları ve kar dağıtım kararları açıklanmakta ve işletme sahiplik yapıları ile işletmenin temel kararları arasındaki ilişki temsil teorisi kapsamında ele alınmaktadır.

2.1 Temsil Teorisi

Temsil teorisi Jensen ve Meckling (1976)'nin ortaya konduğu bir teoridir. Temsil teorisi, Jensen ve Meckling'nin (1976), bir işletmenin sahipliğinin bir kısmının işletme dışındaki yatırımcıya satıldığı takdirde, işletmenin durumunun ne olacağı sorusunu sormasıyla ortaya çıkmıştır. Temsil teorisinde işletme yöneticileri, işletme sahipleri, işletmeye borç verenler, tedarikçiler, müşteriler ve çeşitli gruplar arasındaki ilişkiler ön plandadır (Megginson, 1997, s.17-19). İşletme sahiplerinin, yöneticilerinin ve borç verenlerin farklı hedeflerinin ve beklentilerinin olması sonucu ortaya bu taraflardan kaynaklanan problemler doğmakta ve temsil maliyetleri oluşmaktadır (Eisenhardt, 1989). Buna göre temsil teorisi temsil yetkisi veren ile temsilci arasındaki ilişkileri ve bu ilişkilerin işletmenin piyasa değeri üzerindeki etkilerini açıklamaya çalışan bir teoridir (Chambers ve Lacey, 1999, s.17-18).

2.2 Çıkar Gruplarından Kaynaklanan Temsil Problemleri

Sahiplik ve kontrol ilişkisi üzerine kurulan temsil teorisi, çeşitli işletme çıkar grupları ile ilişkilidir. Bu çıkar grupları işletme faaliyetleri ile doğrudan veya dolaylı olarak etkileşim halinde olan gruplardır. Bu çıkar gruplarından kaynaklanan temsil problemleri mevcuttur. Çıkar grupları ve ortaya çıkan temsil problemleri aşağıda ifade edilmektedir.

2.2.1 Yöneticilerden Kaynaklanan Temsil Problemleri

İşletme çıkar gruplarından biri olan yöneticiler, “başkaları vasıtasıyla iş yaptıran kişi” olarak tanımlanmaktadır. Yönetici, işletme sahibi veya ortağı olmadığı halde işletme yönetiminde ve kararlarında söz sahibi konumundadır (Koçel, 2003, s. 17). Buna göre, işletmede payları olmadıkları diğer bir deyişle işletme sahibi olmadıkları halde yöneticiler, işletme sahibi gibi kararlar alırlar, işletmenin performansını arttırmaya dönük olarak çalışırlar ve göstermiş olduğu bu faaliyetler karşılığın da maaş ve emeklilik hakkıyla birlikte, çeşitli ölçütlere bağlı olarak performansı sonucunda teşvikler alırlar (Jensen ve Smith, 1985, s. 12). Yöneticiler her ne kadar işletmeyi temsil etmenin karşılığını alsalar dahi bazı durumlarla yöneticilerin çıkarları ile işletme çıkarlarının uyuşmadığı durumlar baş gösterebilir. Böyle bir durumda kendi çıkarlarını ön planda tutma düşüncesiyle hareket eden yönetici, işletme piyasa değerini ençoklama amacından uzaklaşarak temsil maliyetlerinin oluşmasına neden olmaktadır. Temsil maliyetlerine yol açan yöneticilerden kaynaklanan temsil problemleri; kaytarma ve kandırma, karlı yatırım fırsatlarının değerlendirilememesi/yararlanılamaması, varlık ikamesine gidilmesi, finansman kaynaklarının yanlış seçilmesidir. Bu problemler aşağıda açıklanmaktadır.

Kaytarma ve Kandırma; Yöneticilerden kaynaklanan temsil problemlerinden biri kaytarma ve kandırmadır. Yöneticiler, işletmenin temel amacı olan sahiplerin servetini ve işletmenin piyasa değerini ençoklamak adına yeterli performans göstermeyerek, servetin azalmasına neden olmaktadır (McLarney ve Rhyno, 2000, s. 4-5). Yöneticiler, işletmeye ait finansal göstergelerle oynayarak işletmenin mevcut durumunu olduğundan daha iyi göstererek, işletmenin gerçek durumuna ait bilgileri saklayarak, gerçek dışı bilgileri piyasaya sürerek, işletme sahipleri ile diğer piyasa aktörlerini yanıltmaktadırlar (Maggi ve Rodriguez-Clare, 1995, s. 675-676). İşletme performansının yüksek görünmesine bağlı olarak yöneticilerin performansı, yanıltıcı bir şekilde yüksek görünmektedir.

Karlı Yatırım Fırsatlarının değerlendirilmemesi; İşletmede gerçekleşen nakit akışları yükseldikçe işletme yöneticileri bu nakitleri kendi faydalarını maksimize etmeye dönük olarak kullanmaya çalışabilirler. Buna bağlı olarak işletmenin temsil maliyetlerinde yükselme eğilimi ortaya çıkar. (Jensen, 1986, s. 328). Beklentilerini ve sağlamak istedikleri faydaları serbest nakit akışlarının tutarıyla bütünleştirmiş olan yöneticilerin, bunu azaltacak yatırım harcamaları ve yatırımın getirileriyle finanse edilecek borç ve kâr payı ödemelerine sıcak bakmamaları, onları kârlı yatırım fırsatlarından kaçınma eğilimine sokmaktadır.

Varlık İkametine Gidilmesi; Yöneticiler kendi çıkarları doğrultusunda hareket ederek karlı yatırım projelerine yatırım yapmaktan uzak durabilirler. Özellikle yöneticilerin aldıkları çeşitli kararlar, risk üstlenme veya riskten kaçınma eğilimine göre farklılık göstermektedir. Diğer bir deyişle, riski yüksek olan yatırım projelerini değerlendirmek istemeyen yöneticiler diğer bir deyişle riskten kaçınan bir tavır sergileyerek, risk üstlenmek istememektedirler. Buna bağlı olarak riski yüksek ve karlı olan projeleri değerlendirmek yerine riski ve karlılığı düşük olan projeleri değerlendirmek istemektedirler. Böylelikle riski yüksek projelerde başarısız olarak, iş güvenliklerini tehlikeye sokmak yerine, risksiz projelerde başarı göstererek iş güvencelerini sağlayabileceklerini düşünmektedirler (Turaboğlu, 2004, s.114)

Finansman kaynaklarının yanlış seçilmesi; Yöneticilerin finansman kaynakları arasında tercih yaparken de yöneticilerin riske karşı tutumları önemlidir. Otofinsman, borçlanma ve hisse senedi ihracı gibi fon kaynakları arasından seçim yapacak yöneticiler, kendi risk anlayışlarına göre tercih yaparlar. Finansman ihtiyacının sadece öz kaynaklar kullanılarak karşılandığı durumda, risk düşük tutulmakta ve temsil maliyetleri azalmaktadır. Yüksek borçlanma seviyeleri, borçlanmanın getirdiği yükümlülüklerinde artmasına neden olmakta ve aşırı derecede borçlanmanın sonucu olarak işletme değeri düşmekte, hatta işletme iflasa dahi sürüklenebilmektedir (Maksimovic ve Zechner, 1991, s.1620).

2.2.2 Hissedarlardan Kaynaklanan Temsil Problemleri

İşletmelerde temsil problemlerinin ortaya çıkmasına neden olan bir diğer çıkar grubu hissedarlardır. Hissedar, “Bir ortaklık veya mal üzerinde payı olan kimse, paydaş” olarak tanımlanmaktadır (<http://tdkterim.gov.tr/bts/>). Bir ortaklık veya mal üzerinde pay elde etmeye imkan veren diğer bir deyişle işletme üzerinde sahipliği ifade eden sahiplik aracı ise hisse senetleridir (Peterson, 1994). İşletme sermayesinin belirli bir kısmını temsil eden hisse senedini satın alarak, işletmenin ortağı konumuna gelen hisse senedi sahibi aynı zamanda işletme yönetiminde de yer alabilir. Hisse sahibinin işletme yönetimine katılma hakkının yanın da sahip olduğu diğer haklar, oy kullanma hakkı, işletme karından pay alma hakkı, rüçhan hakkı, tasfiyeden pay alma hakkı ve işletme faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkıdır (Ceylan, 1998).

İşletmelerin sahiplik yapısı ile kontrol arasındaki ilişkinin, işletme karar mekanizması üzerine etkisi vardır. Buna göre işletme sahipleri ile işletme yöneticileri arasındaki ilişkilerde yaşanan çıkar çatışmalarına ve işletme sahiplerinin beklentilerine bağlı olarak temsil sorunları çıkmaktadır. Sahiplerden kaynaklanan bu temsil sorunları, kar payı ödemelerinin yanlış

belirlenmesi, hakların sulandırılması, karlı yatırım projelerinin değerlendirilmemesi ve varlık ikamesine gidilmesidir. İşletme sahiplerinden kaynaklanan bu problemler aşağıda ifade edilmektedir.

Kar Payı ödemelerinin yanlış belirlenmesi; İşletme sahipleri yatırım yaptıkları işletmeden bir getiri diğer bir deyişle tatmin olacakları bir kar payı ödemesi beklentisi içindedirler. Bu nedenle de yöneticinin bu doğrultuda hareket etmesini beklemektedirler (Sarıkamış, 2000, s. 37-38). İşletmenin yapmayı düşündüğü kar payı ödemeleri, nakit veya hisse senedi şeklinde gerçekleştirilebilir. Özellikle işletme sahipleri kar payı ödemelerinin nakit olarak yapılmasını talep ettiklerinde bu ödemeler vergiye konu olmaktadır. Nakit kar payı ödemeleri vergiden etkilenmektedir. Diğer yandan nakit ödenen kar payı ödemelerinin vergiden etkilenmesini önlemek için hisse senedi şeklinde kar payı ödemesi yapılabilir. Bu durumda ise, hisse senedi şeklinde ödenen kar paylarının işletmeye bir işlem maliyeti olmaktadır (Haugen, 1996, s. 95).

Hakların sulandırılması; Yöneticilere sunulan yetkiler ve imtiyazlar veya maaş ödemeleri sınırlandırılabilir. Bu durumda yöneticiler göstermesi gereken performanstan daha düşük performans göstermektedirler (Turaboğlu, 2004, s.116)

Karlı Yatırım Projelerinin değerlendirilmemesi; İşletme sahipleri veya hissedarları karlı yatırım projeleri için gerekli olan finansmanı sağlamak adına yeni sermaye edinimine onay vermeyerek, net bugünkü değeri pozitif olan projelerin red edilmesine neden olabilirler. Özellikle sermaye yaratımı için yeni hissedarların işletmeye dahil edilmeye çalışılması, mevcut hissedarların kontrol güçlerini kaybetme korkusu yaşamalarına neden olmaktadır. Dolayısıyla yatırım projeleri karlı dahi olsalar, hissedarlar güç paylaşımına izin vermemek adına bu projeleri red etmektedirler (Kochhar, 1996, s.713).

Varlık İkamesine Gidilmesi; Riskten kaçınan veya yüksek getirili projelerden kaynaklanacak getirilerin tahvil sahiplerine ve yöneticilere yarayacağını düşünen hisse senedi sahiplerinin, işletme varlıklarını yüksek risk-yüksek getirili yatırımlardan düşük risk-düşük getirili yatırımlara kaydırmasıdır (Jensen ve Smith, 1985, s. 17-18).

2.2.3 Borç Verenlerden Kaynaklanan Temsil Problemleri

Temsil problemlerinin doğmasına neden olan bir diğer çıkar grubu borç verenlerdir. Borç verenler işletmenin kaynak gereksinimini sağlamak adına işletmeye kredi veren kreditorler olabilirken, işletmenin uzun vade ile çıkardığı, ana para ve faiz ödemesini içeren senetleri satın alarak fon yaratmaya imkan tanıyan tahvil sahipleri de olabilir (Peterson, 1994, s.16-22). Borç verenlerden kaynaklanan temsil problemleri hakların sulandırılması, karlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması ve işletmenin tasfiye edilmesidir. Borç verenlerden kaynaklanan problemler aşağıda ifade edilmektedir.

Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması; Özellikle optimum olmayan yatırım fırsatlarına yönelilmesi, riskli yatırım projelerinin değerlendirilmek istenmesi veya karlı yatırım fırsatlarından yararlanılamaması diğer bir temsil sorunudur. Borç verenler karlı ve riskli projelerden kaçınmaya bağlı olarak borcun temsil maliyetini arttırmaktadırlar (Peterson, 1994). Ayrıca borç verenlerin işletmelerle yaptıkları sözleşmelerde belirlenen maddeler, net bugünkü değeri pozitif olan projelere yatırım yapılmasını engelleyebilir (Turaboğlu, 2004, s.117).

İşletmenin Tasfiye Edilmesi; Borç verenler ile işletme yöneticileri arasında yaşanan temsil sorunlarından biri işletmenin borç aldıklarına karşı üstlenmiş olduğu yükümlülükleri yerine getiremediği zaman ortaya çıkan bir sorundur. İşletme borç verilere ödemesi gereken ana para ve faiz ödemesini gerçekleştirmediği için işletmenin tasfiyesine kadar giden bir soruna sebebiyet vermektedir (Peterson, 1994, s. 16-22).

2.3 Temsil Maliyetlerinin Kapsamı

Bir işletmede temsil grupları arasında çıkar çatışmaları sonucu temsil maliyetleri oluşmaktadır. Bu maliyetler izleme maliyetleri, tazmin-edici-garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri ve önlenemeyen kayıplardan oluşmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976, s. 309-310). Bu maliyetler aşağıda ifade edilmektedir.

İzleme Maliyetleri (Monitoring Costs)

İşletmelerde ortaya çıkan temsil problemlerini ortadan kaldıracı için işletme yöneticilerinin ve işletme çalışanlarının takibinin olumlu etkisi olduğu belirtilmektedir. İşletme sahipleri işletme faaliyetlerini ve performanslarını değerlendirebilmek için buna bağlı olarak yöneticiyi değerlendirebilmek için performans raporlarının hazırlanmasını

isteyebilirler. Böylelikle yönetimi izlemiş olurlar. Yönetimin izlenmesi bir takım izleme maliyetlerinin oluşmasına neden olmaktadır. Temsilcinin diğer bir deyişle yönetimin vermiş olduğu kararların ve çalışmaların kontrol ve takibi için işletmeler bu maliyetlere katlanmaktadır (Peterson, 1994, s.21).

Tazmin Edici-Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri (Bonding Costs)

Tazmin Edici-Garanti Sağlayıcı Anlaşma maliyetleri, temsilcilerin işletme sahiplerinin diğer bir deyişle temsil yetkisi verenlerin zararına çalışmayacaklarına dair oluşturulan sözleşmelerden doğan maliyetlerdir. Temsil yetkisi verenlere temsilci güvenceler sunarak işletme çıkarları doğrultusundan çalışacaklarını taahhüt ederler. Yöneticiler tarafından verilen işten ayrılmama sözü veya yöneticiye bağlı oluşacak herhangi bir zararın yönetici tarafından karşılanacağına dair verilen bir taahhüt, hem temsil yetkisi verenlerin temsilciye güveninin artmasına neden olur hem de izleme maliyetlerinde düşüş sağlar (Peterson, 1994, s. 21).

Önlenemeyen Kayıplar (Residual Loss)

Temsil teorisi kapsamında izleme maliyetleri ve tazmin edici-garanti sağlayıcı sözleşme maliyetlerinin yanında önlenemeyen çeşitli maliyetlerde vardır. Bu maliyetler işletme taraflarının taleplerinin ve önceliklerinin farklı olması ve optimal veya karlı olduğu düşünülen projelerin başarılı bir şekilde yürütülememesinin işletmeye yüklediği maliyetlerdir (Peterson, 1994, s. 21).

2.4 Temsil Teorisi ve Sahiplik Yapısı

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 diğeri 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).

Temsil teorisi çerçevesinde sahiplik yapısı ve işletmenin temel kararları arasındaki ilişki değerlendirilirken, sahiplik yoğunluğunun ve sahiplik kimliğinin işletmenin temel kararlara olan etkisi açıklanmaya çalışılacaktır.

2.4.1 Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısı İle Temel Kararlar 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. İşletmelerde yaşanan bu çatışmalar ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir.

Gugler ve Yurtoğlu (2003, s. 732) US ve UK gibi Anglo-Sakson ülkelerde sahipliğin, bireyler arasında dağıldığını ve her bir bireysel sahipliğin yöneticileri takip etmede sınırlı olduğunu belirtirler. Buna bağlı olarak ortaya çıkan temel çatışmalar güçlü yöneticiler ile sahipler arasında çıkmaktadır. Gugler ve Yurtoğlu (2003, s. 732), Kıta Avrupa'sında ise sahiplik yoğunluğunun ön plana çıktığını ve hissedarların yöneticileri izlemede baskın

olduklarını belirtmektedirler. Kontrolü elinde tutan ve önemli bir miktarda paya sahip olan hakim hissedarların işletme karar alma mekanizmalarını etkilemektedir.

İşletmenin temel amacı olan işletme piyasa değerini ençoklama amacını gerçekleştirmek için ön plana çıkan üç temel karar, sermaye yapısı kararları, yatırım kararları ve kar dağıtım kararlarıdır. Bu kararlara bağlı olarak işletmenin piyasa değeri etkilenmektedir. Diğer yandan bu kararları da etkileyen faktörler mevcuttur (Marks vd., 2005, s. 378-381). Bu bölümde öncelikle işletmenin üç temel kararı olan sermaye yapısı kararları, kar dağıtım kararları ve yatırım kararları ifade edilmekte, daha sonra temsil teorisi çerçevesinde işletme finansal kararları ile işletme sahiplik yapısı arasındaki ilişki incelenmektedir.

2.4.1.1 Sahiplik Yapısı Ve Sermaye Yapısı Kararları

2.4.1.1.1 Sermaye Yapısı Kavramı

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).

2.4.1.1.2 Sermaye Yapısı Yaklaşımları

İşletmelerin sermaye yapısı konusunda geçmişten günümüze kadar çeşitli görüşler ortaya konmuştur ve önemli tartışmalar yaşanmıştır. Bu görüşlerin odak noktasını kullanılan fonların bileşiminin değiştirilmesi ile bir işletmenin piyasa değerinin ve sermaye maliyetinin bundan nasıl etkileneceğini saptamak oluşturmaktadır (Özdemir, 1997, s.406).

Bu konuyla ilgili finans literatüründe dört temel yaklaşım mevcuttur. Bu yaklaşımlar;

-Net Gelir Yaklaşımı

İlk olarak Durand (1952) tarafından ortaya konulan Net Gelir Yaklaşımı, sermaye yapısı yaklaşımları içinde kaldıraç faktörünün etkisini en çok dikkate alan yaklaşımdır (Akgüç, 1998, s.485). Bu yaklaşım, hem işletmenin toplam sermaye maliyetinin hem de işletme piyasa değerinin kaldıraç oranından etkileneceğini ileri sürmektedir (Özdemir, 1997, s.409).

-Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Durand (1952) tarafından önerilen yaklaşımlardan bir diğeri Net Faaliyet Geliri yaklaşımıdır. Net Faaliyet Geliri yaklaşımı, işletmenin toplam sermaye maliyetinin, borçların ve dolaşımdaki hisse senetleri değerinin kullanılan kaldıraç oranından bağımsız olduğunu varsaymaktadır. Diğer bir deyişle kaldıraç oranının işletme piyasa değeri ve sermaye maliyeti üzerinde etkisi olmadığını savunan bir yaklaşımdır (Özdemir, 1997, s.408).

-Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım işletmelerin sermaye yapılarını oluştururken, ulaşabilecekleri tek bir optimal sermaye yapısı olduğunu varsaymaktadır (Akgüç, 1998, s.491). İşletme kaldıraç etkisinden yararlanarak diğer bir deyişle borçlanma seviyesini değiştirerek, sermaye maliyetini düşürüp, işletmenin piyasa değerini yükseltme olanağına sahiptir (Ceylan, 1998, s.180).

-Modigliani-Miller Yaklaşımı

Modigliani-Miller yaklaşımına göre işletmenin sermaye yapısı kararlarını değiştirerek, işletme piyasa değerini ve sermaye maliyetini değiştirme olanağı yoktur. İşletmenin borçlanma seviyesi ne olursa olsun işletmenin piyasa değeri ve sermaye maliyeti etkilenmez (Akgüç, 1998, s.497-498). Modigliani- Miller'in işletmenin piyasa değerinin ve sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olmasına ilişkin görüşleri belirli varsayımlar altında sunulmaktadır.

2.4.1.1.3 Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler

İşletmelerin sermaye yapısı kararlarını oluştururken sermaye yapısını etkileyen çeşitli faktörler göz önüne alınmaktadır. İşletme için uygun sermaye yapısının belirlenmesinde hangi faktörlerin etkili olduğunun saptanması önemlidir. Bu faktörler aşağıda belirtildiği gibidir;

-Genel Ekonomik Durum

Bir işletmenin sermaye yapısı kararının oluşturulmasında, ülkenin genel ekonomik yapısı etkilidir. Ülkenin para ve sermaye piyasasının gelişmişliği ve gelişme beklentisi, finansman kaynaklarının belirlenmesinde gerek kaynak maliyeti, gerek çeşitli kaynakların sağlanmasında elverişlilik yönlerinden önem taşır (Akgüç, 1998, s.505). Doğru ve sağlıklı finansman kararlarının alınması ekonominin gelecekteki durumuyla ilgili tahminlere bağlı olmaktadır. Ülkenin genel ekonomisinin durumu hakkındaki gelecekle ilgili bir takım bekleyişler ve bu

konudaki bazı göstergeler finansmanla ilgili kararlarda büyük ölçüde yararlı olacaktır (Özdemir, 1997). Bu göstergeler şu şekildedir;

-İş hacminde ortaya çıkan gelişmeler; özellikle işletmenin faaliyette bulunduğu sektörde, bir gelişme beklendiği durumda, işletme finansman tercihlerinde daha esnek davranmayı tercih ederken, sektörde beklenen bir daralma, işletme finansman kaynaklarını belirlerken daha muhafazakar davranma ve riskten kaçınma eğilimi içinde olur (Akgüç, 1998, s.505).

-Para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler; ülkenin para ve sermaye piyasası tam olarak gelişmiş ise, işletmeler için ihtiyaç duyulan fonlar ile ilgili olarak fayda-maliyet analizi yapılarak öz kaynak veya yabancı kaynak yoluyla finansman alternatiflerinden birinin seçilmesi mümkün olabilir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2009, s.482). Faiz oranlarında yaşanan bir yükselme beklentisi, işletmeleri sabit faizli uzun süreli borçlanmaya yönlendirirken, faiz oranlarında yaşanan bir düşme beklentisi, işletmeleri kısa süreli değişken faizle borçlandırmaya yönlendirir (Akgüç, 1998, s.505).

-Vergi oranlarındaki gelişmeler; işletmeler finansman kaynaklarını belirlerken vergi oranlarında dikkate almaktadırlar. Yabancı kaynaklara ödenen faizler, vergi yönünden gider yazılabildiğinden yabancı kaynaklarla finansman bir vergi avantajı sağlamaktadır (Akgüç, 1998, s.506). Dolayısıyla gelecekte gelir vergisi oranları yükselecekse, borçla finansmanın çekiciliği öz sermaye ile finansmana kıyasla artar (Megginson, 1997, s. 307-310).

-Sektörel Özellikler

İşletmeler benzer veya aynı tür ürün üreten işletmeler olsa ve aynı sektörde faaliyet gösterecekler dahi bu işletmelerin finansal yapılarının farklılık göstermesi olasıdır. Özellikle sermaye yapısına etki eden sektörel faktörlerden biri işletmenin içinde bulunduğu sektörün rekabet yoğunluğudur (Marks vd.,2005). Rekabetin yoğun olduğu sektörlerde, satışların ve kar marjlarının tahmininin güç olduğu işletmelerde riskten kaçınan bir finansman yapısı oluşturulur ve öz sermaye ile finansmana ağırlık verilir. Rekabetin yoğun olmadığı sektörlerde işletmeler, borçlanma yoluyla finansman kaynağı yaratmayı tercih etmektedirler (Ceylan, 1998). Sektörlerde, bazen sermaye yapısına ilişkin genel standartlar oluşturulmuş olabilir. Örneğin belirli sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin finansman yapılarında belli oranlarda borç veya belli oranlarda öz sermaye bulunma zorunluluğu olabilir. Bu durum ve

işletmelerin sermaye yapılarının oluşturulmasında bulunduğu sektörün hangi evrede olduğu da etkili olmaktadır (Marks vd., 2005).

-İşletmenin Özellikleri

İşletmelerin sermaye yapılarının oluşturulmasında etkili olan bir diğer faktör işletmenin özellikleridir. Bu özellikler şu şekildedir;

-İşletmenin yasal yapısı; işletmelerin hukuki yapıları öz ve yabancı kaynaklarla finansmanı değişik ölçülerde etkiler. Tek sahipli bir işletmede işletmenin finansman kaynakları sahibinin sermayesi ve kredisi ile sınırlıdır. Anonim işletmelerde sermaye ihtiyacı ortaklar ile sınırlı kalmayıp, yeni ortakların işletmeye alınması ile sağlanabileceği gibi, tahvil ve benzeri menkul kıymetler çıkarılarak yabancı kaynaklardan da fon sağlanabilir (Büker, Aşıkoğlu, Sevil, 2009, s.484).

-İşletmenin büyüklüğü; işletmenin büyüklüğü sermaye yapısı kararlarının oluşumunda etkilidir. Küçük işletmelerin finansman kaynakları arasındaki seçim yapma alternatifleri kısıtlıdır. Küçük işletmeler, finansmanda büyük ölçüde, sahip veya sahiplerinin sağlayabildikleri öz sermaye ile satıcı kredilerine dayanmak zorundadır (Akgüç, 1998, s.510). Büyük işletmelerin kolay bir şekilde borsaya kote edilebilmesinden dolayı, kolaylıkla hisse senedi ve tahvil çıkararak, ister öz kaynaklardan isterlerse yabancı kaynaklardan fon sağlama üstünlüğüne sahiptir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2009, s.484).

-İşletme itibarı; işletmenin piyasada tanınırlığının ve işletmenin kredi değerliliğinin yüksek olması finansman kaynakları arasında seçim yapmaya olanak tanımaktadır (Akgüç, 1998, s.510).

-İşletmelerin varlıklarının yapısı; işletmelerin sahip oldukları varlıklarda sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler arasındadır. Varlıkların içerisinde duran varlıkların payının yüksek olması, işletmelerin uzun vadeli borçlanmaya yönlendirirken, varlıkların içerisinde dönen varlıkların payının yüksek olması kısa vadeli borçlanmaya yönlendirmektedir (Ceylan, 1998).

-Uygunluk

Sağlanan kaynakların, finansmanında kullanıldıkları varlıkların özellikleri ile uyumlu ve tutarlı olması gerekir. İşletmenin duran varlıklarının uzun vadeli veya sürekli kaynaklarla, işletmenin dönen varlıklarının kısa süreli kaynaklarla finanse edilmesi kaynak ve varlık arasındaki uygunluğu ifade etmektedir (Özdemir, 1997). Duran varlıkların kısa süreli kaynaklarla karşılanması, varlıkların henüz para girişi yaratmadan bedellerinin ödenmesi gibi sakıncalı bir durum yaratıp işletmeyi mali açıdan zor duruma düşürmektedir (Akgüç, 1998, s.501).

-Risk

Sermaye yapısı kararlarını oluşturmada önemli olan bir diğer faktör risk faktörüdür. Finans yöneticisi alacağı kararlarda risk ile karlılık arasında uyumu yakalamalıdır. Risk ile ifade edilen durum aşırı borçlanma sonucu maruz kalınacak risktir (Özdemir, 1998). İşletme yöneticilerinin aşırı derecede finansal kaldıraçtan yararlanmayı tercih ettikleri durumda işletme varlığının tehlikeye düşmesi ve iflas etmesi gibi olumsuz durumlarla karşılaşma riski vardır. Kaldıraç oranındaki artış piyasa aktörleri tarafından işletmenin güvenilir ve başarılı olduğuna dair bir sinyal olarak algılanmaktadır (Megginson, 1997, s.310).

-Maliyet

İşletmeler sermaye yapılarını oluştururken kaynakların maliyetlerini göz önüne almalılardır. Her bir kaynağın maliyeti vardır ve karlılık üzerine etkilidir (Özdemir, 1997). İşletmeler, kaynakların vergiden sonra maliyetini hesaplamalıdır. Vergi faktörü, borçlanma yoluyla finansman tercihinde, vergi tasarrufu sağlanmaktadır (Akgüç, 1998, s.503-504).

-Zamanlama

Zamanlama, işletmenin fonları gereksinme duyduğu an elverişli koşullarda sağlanmasını ifade eder. Bunun için işletmelerin para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri yakından izlemeleri, kısa süreli finansman bonoları ya da hisse senedi ve tahvil çıkarılmasını bu piyasaların elverişli bulunduğu zamanlarda yapmaları gerekir (Akgüç, 1998, s.504).

-Sahiplik Yapısı

İşletmelerin sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olan bir diğer faktör sahiplik yapılarıdır. Özellikle sahiplerin diğer bir deyişle ortakların ve işletme yöneticilerinin sermaye yapısı kararlarını oluşturmada farklı görüşleri olabilmektedir. Bunlardan bir tanesi, yönetimin

ve sahiplerin riske ve denetime karşı göstermiş oldukları farklı tutumlardır. Özellikle küçük ve orta büyüklükteki işletmelerde görev alan yöneticiler, işletme denetimi ve kontrolünü kaybetmemek adına dış kaynaklardan finansman yolunu tercih ederler. Böylece işletme sahiplerinin üstlendiği finansmandan doğan risk artmış olur. Büyük işletmelerde genellikle borçlanmadan doğan riski yüklenmemek için fon gereksinimini ek hisse senedi ihracıyla karşılarlar (Ceylan, 1998). Sahiplik yapısı ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkide dikkat çeken bir diğer nokta, işletmenin sahip ya da sahiplerinin işletme üzerindeki kontrol yetkilerini paylaşmak isteyip istemedikleridir. Eğer işletme sahipleri için öncelikli amaç, işletmenin yönetimini elinde bulundurmak ise ek fona ihtiyaç duyulduğu zaman öncelikle borçlanma yoluyla finansmana gidilmektedir (Akgüç, 1998, s.504). Sahiplerin amaçları ve tercihleri işletmenin sermaye yapısını etkilemektedir. Özellikle sahiplik yapısı için hakim grupların yer alması, azınlık grupların çekimser kalması hatta sahiplerin erkek veya kadın olması dahi sermaye yapısı tercihlerini etkiler. Sahiplerin sektörde yaratmış olduğu güven görüntüsü ve geçmişe dönük olarak risk profilleri sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerdir (Marks vd., 2005, s.39).

2.4.1.1.4 Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısı İle Sermaye Yapısı Kararları Arasındaki İlişki

Temsil teorisi, her biri kendi çıkarları doğrultusunda hareket eden ve motive olan taraflar üzerine kurulu bir teoridir. Kişisel çıkarların kontrol altına alınması, temsil teorisi tarafından açıklanmaya çalışılan ana konulardan biridir (Jensen ve Meckling, 1976). Kişisel çıkarların ön planda tutulması sonucu, işletme sahiplik yapısına bağlı olarak dört farklı grup arasında temsil problemleri yaşanmakta ve temsil maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Bu maliyetler, yöneticiler ile sahipler arasındaki çatışmalar ve sahiplik yoğunluğuna bağlı olarak ortaya çıkan hakim hissedar grubu ile azınlık hissedar grubu arasındaki çatışmalar sonucu oluşmaktadır.

İşletmelerin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkinin diğer 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.

2.4.1.1.4.1 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 ençıklama 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 dağınık 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 kaldırma 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 tercihinin bir savunma mekanizması olarak kullanırlar. Dolayısıyla sahiplik yoğunluğu ile işletme kaldırma

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).

2.4.1.1.4.2 İşletme Sahiplik Kimliğinin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi

Sermaye yapısı kararları üzerinde etkisi olan sahiplik kimliklerinden biri yönetsel sahiptir. 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 ençoklama 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 yükseltmek 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, Demırguc 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.

2.4.1.1.4.3 İşletme sahiplik yapısının Sermaye yapısı kararları üzerine etkisini inceleyen çeşitli çalışmalar

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 incelemiştir. 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, sağlamlaştırma

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)'nın 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, Brezilya, 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).

Agrawal ve Nagarajan (1990)'nın Amerikan işletmeleri üzerinde yaptıkları çalışmada, işletmelerde yüksek yönetici sahipliğinin olduğu görülmektedir. Özellikle aile ilişkilerinin yoğun olduğu işletmelerde, aileden olan kişiler üst yönetimde yer almaktadır. Bu çalışmada oy haklarının yönetsel kontrolü ile yöneticiler arasındaki aile ilişkileri kaldıraç seviyesini azaltıcı etki yapabilmektedir.

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)'nin 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 kullanımı ve yönetsel sahiplik üzerine etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, kurumsal sahiplik ile borç kullanımı ve yönetsel sahiplik arasında negatif yönde bir ilişki olduğu belirlenmiş; ayrıca, kurumsal yatırımcıların vekillerin izlenmesinde etkili oldukları ve vekâlet maliyetlerinin hafifletilmesine katkıda bulundukları 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.

2.4.1.2 Sahiplik Yapısı İle Kar Dağıtım Kararları

2.4.1.2.1 Kar ve Kar Payı Kavramı

Kar, işletme bilimi açısından işletmenin belirli bir dönemde yarattığı toplam gelirlerin o dönem içindeki toplam giderlerinden çıkarılması ile elde edilen pozitif farktır. Genellikle belli bir dönem olarak ifade edilen süre bir yıldır. Buna göre kar, işletmenin bir yıl içindeki faaliyetlerinden elde edilen gelir ile giderleri arasındaki olumlu farktır (Usta, 2002, s.49). İşletmelerin öncelikle amaçlarından biri olarak belirtilen kâr, işletmelerin değerlendirilmesine dönük yapılan analizlerin birçoğunda gösterge olarak kullanılmaktadır. Çünkü kar işletmelerin büyümesini ve gelişmesini ayrıca işletme yönetiminin performansını arttırıcı bir teşvik unsurudur. Ayrıca işletme yöneticilerinin performanslarına dair işletme sahiplerine ve diğer piyasa aktörlerine ışık tutmaktadır.

Kar payı (Temettü) ise işletmenin faaliyetlerinden elde ettiği karı işletme hissedarlarına sahip oldukları hisse oranları nispetinde dağıtılmasını ifade etmektedir (Frankfurter ve Wood, 2003). İşletmelerin bu dağıtımı gerçekleştirmek adına belirledikleri kar dağıtım politikası da, elde edilen net karın sahipler ya da hissedarlar ile dağıtılmayan karlar arasındaki dağılımını gerçekleştirir (Akgüç, 1998, s.777). Diğer bir deyişle işletmenin dönem sonu karı olarak elde ettiği karın bir bölümünü, hisse sahipleri veya ortaklarına dağıtmasına “temettü” veya “kar payı dağıtımı” adı verilmektedir. İşletmeler, hisse senetlerinin piyasa değerlerini arttırmaları veya en azından koruyabilmeleri için sahiplerin beklentileri doğrultusunda, belli bir orandaki kar payını dağıtmak zorunda kalırlar. Bu dağıtım, en genel şekliyle, ya nakit olarak ya da yeni hisse senedi ihraç edip, eski hisse sahiplerine bedelsiz hisse verilmesi şeklinde olabilmektedir (Özdemir, 1997, s. 417-418).

2.4.1.2.2 Kar Payı Dağıtım Kararlarının İşletme Açısından Önemi

Kar dağıtım politikası işletmenin alması gereken temel kararlardan biridir. Bu nedenle işletmeler, işletme piyasa değerini ençoklama amacını dikkate alarak optimal kar dağıtım politikasını belirlemeye çalışırlar (Brigham,1999). Kar dağıtım politikasının önemi işletmeler açısından ve hissedarlar açısından değerlendirilmektedir. İşletmeler, işletme sahiplerinin beklentilerini karşılayacak şekilde diğer bir deyişle sahiplerin servetlerini arttıracak şekilde faaliyetlerini sürdürmeye çalışmaktadır. Bu açıdan bakıldığında işletmenin çıkarlarına dönük olarak alınan kararlar aslında hissedarların beklentilerini karşılamaya dönükte olmaktadır. Kar dağıtım politikası işletmenin piyasa değerini ve dolayısıyla hissedarların servetlerini etkileyen bir karardır. İşletmenin sermaye piyasasında gerekli fonları sağlama imkanı yok ise işletmenin

kar dağıtım kararını yüksek oranlarda belirlememesi önem taşır. Böylelikle likidite sıkıntısının ortaya çıkması engellenmiş olur. Hissedarlar açısından kar payı ödemeleri işletmenin değerine dair bir sinyal etkisi yaratabilmektedir. İşletmenin durumunun işletme dışındakiler tarafından değerlendirilmesine imkan veren kar dağıtım kararları bu açıdan da önem taşıyan kararlardır (Usta, 2002, s.54-55).

2.4.1.2.3 Kar Payı Dağıtım Kararlarını Etkileyen Faktörler

Kar payı dağıtımına yönelik karar verme aşamasında işletme yönetimi, gerek işletme içi gerekse işletme dışı bir takım faktörlerin etkisi altında kalmaktadır. Dolayısıyla işletmeler kar dağıtım politikalarını oluştururken bu faktörleri dikkate almak durumundadır. Bu faktörler aşağıdaki gibidir;

İşletmenin Likidite Durumu; İşletmelerin kar payı ödemelerini yapabilmeleri için işletme bünyelerinde yeterli düzeyde nakit bulundurmaları gerekmektedir (Özdemir, 1997). İşletmeden nakit çıkışına sebebiyet veren bir işlem olan kar payı dağıtımı, likiditesi yüksek olan işletmelerde daha kolay gerçekleşmektedir. Büyüme hızı yüksek olan işletmeler veya geleceğe dair yüksek belirsizlik yaşayan işletmeler likidite seviyelerini yüksek tutmak için yüksek kar payı dağıtımına yanaşmazlar (Pekkaya, 2006, s. 187). Dolayısıyla işletmeler kar dağıtım kararı almadan önce nakit pozisyonlarını değerlendirmelidir.

Vergi Oranları; İşletmelerin kar payı politikalarını etkileyen diğer bir faktör vergi oranlarıdır. Hissedarların kar payı aldığı durumda yüksek vergi ödemesi gerekiyorsa, hissedarlar kar payı almak istemezler ve dolayısıyla kar payı dağıtılmaz. Bununla birlikte, gelir ve kurumlar vergisinin miktarını dikkate alarak işletmeler sermaye artırımı kararı alabilmektedir (Berk, 2000, s.321).

Karlardaki İstikrar; Kar dağıtımı kararlarını etkileyen faktörlerden biri de işletme karlarındaki istikrar ve düzenliliğdir. Karları düzenlilik gösteren işletmeler, karları dalgalanma gösteren işletmelere kıyasla daha fazla kar dağıtımına sahiptir (Özdemir, 1997). Buna göre belirlediği hedefe ulaşmış veya istikrarlı kar eden bir işletme daha istikrarlı kar dağıtım politikalarına sahiptir (Pekkaya, 2006, s. 187).

Yatırım Fırsatları; İşletmeler elde ettikleri karları yüksek gelir elde edeceklerini düşündükleri yatırım fırsatlarına kanalize edebilirler. Yüksek gelir elde etme olanağı

yaratacak yatırımlara kaynak tahsisinin yapılması, işletmenin karlarının işletmede alıkonulması, gelecekte işletme değerini arttırmaya dönük olacağından işletme sahiplerinin beklentilerine de uygun bir davranış olmaktadır (Özdemir, 1997).

Enflasyon; Enflasyonun işletmelerin sermaye gereksinimlerini arttırdığı görülmektedir ve buna bağlı olarak amortisman olarak ayrılan fonlar, işletmenin sabit varlıklarını yenilemesi durumunda yetersiz kalmaktadır. Bu durumda, işletmenin nakit gücünü koruyabilmek adına dağıtılmayan karlar ön plana çıkmaktadır. Kar payı dağıtımları ekonominin durgun ve karlı yatırım olanaklarının az olduğu dönemlerde yüksek, yatırım talebinin fazla olduğu dönemlerde düşük olarak gözlemlenmektedir (Pekkaya, 2006, s. 188).

Kanunda ve İşletme Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler; Türk Ticaret Kanunu kar payının ancak safi kardan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabileceği esasını benimsemiştir. İşletme ancak cari yılda veya geçmiş yıllarda elde etmiş olduğu kardan dağıtım yapabilir. İçinde bulunan yıl ya da önceki yılların karları işletmenin bilançosunda dağıtılmayan karlar, genel yedekler, geçmiş yıl karları ve cari yıl karı gibi hesaplarda gösterilen miktarlardır. Kanun hükümleri ile çelişmemek üzere, işletme sözleşmelerinde kar dağıtımını ile ilgili çerçeve belirlenebilir (Usta, 2002, s.78).

Benzer İşletmelerin Kar Payı Dağıtım Politikaları; Sermaye piyasasındaki halka açık işletmeler, diğer işletmelerin kar payı dağıtım politikalarını özellikle aynı sektörde faaliyet gösterdikleri veya sektörde lider oldukları düşünülen işletmelerin kar payı dağıtım politikasına karşı kayıtsız değildir. İşletmeler kendi politikalarını oluştururken bu işletmelerin politikalarını da dikkate alırlar (Özdemir, 1997).

Kontrol Yetkisini Koruma; Bazı durumlarda işletme yöneticileri kontrolü kaybetmemek adına yeni hisse senedi çıkararak kaynak yaratmak yerine, kar payı dağıtımını işletme bünyesinde bırakarak kaynak yaratmayı tercih edebilir. Kontrol kavramının geçerli olduğu işletme türlerine en iyi örneği kapalı aile işletmeleri (küçük firmalar) oluşturmaktadır. Küçük firmaların kâr payı dağıtım politikası, büyük firmalara göre farklılık göstermektedir. Bu kapsamda, küçük firmaların ortakları açısından, kâr paylarının bilgi etkisinin bulunmadığı belirtilmektedir. Buna ilaveten, belirli bir getiri düzeyinde riskin azaltılması gibi profesyonel yatırımcıların stratejilerinden farklı stratejilere sahip oldukları ifade edilmektedir. Özetle, sahip-yönetici özelliği bulunan küçük firmaların sahiplerinin parasal gelir sağlamak, kârı

ençoklamak yerine ödenecek vergileri azaltmaya çalışmak gibi farklı amaçlarının olması nedeni ile kârların alıkonmasını benimsedikleri söylenebilir (Türko, 2002). Büyük firmalar açısından konu incelendiğinde farklı bir tablo ortaya çıkmaktadır. Özellikle, firmaların bir holding kuruluşunun parçası olması, holding tarafından daha önceden belirlenmiş kâr payı dağıtım politikasının göz önünde bulundurulmasına neden olmaktadır. Bu nedenle, firmaların, ana işletmenin kâr payı dağıtım politikasına uyum göstermesi gerektiği ifade edilmektedir (Pekkaya, 2006, s. 188).

İşletmelerin Sahiplik Yapısı; İşletmelerin sahiplik yapısı da işletmelerin kar dağıtım politikalarını etkileyen faktörlerden biridir. Yukarıda bahsedildiği gibi bu etkileşimde vergi ve kontrol faktörlerinin etkisi de vardır. Sahiplik yapısı ile kar dağıtım faktörleri arasındaki ilişki ileride üzerinde durulacak olan konulardan biridir.

2.4.1.2.4 Kar Payı Dağıtım Politikası ile İlgili Görüşler

Kar payı dağıtım politikasına ilişkin temel yaklaşımlar, Miller ve Modigliani'nin kar payı ilintisizliği yaklaşımı ve John Linter ve Myron Gordon'un kar payı ilişkisi yaklaşımıdır.

Miller ve Modigliani'nin Kar Payı İlintisizliği Yaklaşımı; Bu yaklaşıma göre kar payı dağıtımı ile hisse senedi piyasa değeri arasında bir ilişki yoktur. Bu yaklaşım, mükemmel işleyen piyasalarda, sabit yatırım politikası ile faaliyet gösteren firmaların, tüm sermaye yapısı kararlarının ve kâr payı dağıtım kararlarının hissedarlar için benzer getiriye sağladıklarından aralarında herhangi bir farkın bulunmadığını belirtmektedir. Diğer bir ifade ile mükemmel piyasalarda kar payı dağıtımı ile hisse senedi değeri arasında ilişki olmadığından, kar paylarının dağıtılması kararı ile kar paylarının işletme bünyesinde tutulması arasında bir fark yoktur (De Angelo ve De Angelo, 2006, s. 294-296).

John Linter ve Myron Gordon'un Kâr Payı İlişkisi Yaklaşımı; Kar payı ilişkisi yaklaşımında, kâr payı dağıtımı işletmenin piyasa değerini etkilemektedir. Bu yaklaşıma göre, şimdiki kâr payları, gelecek dönemlerde elde edilecek belirsiz sermaye kazançlarına tercih edilmektedir. Bunun nedeni, kâr paylarının, büyüme için alıkonan kârlar sonucu sağlanan sermaye kazançlarına göre daha az riskli olmasıdır. Mevcut nakit akımlarının alıkonması ve tekrar yatırıma yönlendirilmesi ise gelecekteki belirsiz nakit akımlarının şimdiki kâr paylarına tercih edildiğini göstermektedir. Yeniden yatırılan fonların getirilerinin gelecek dönemlerde elde edilmesi, yakın gelecekteki nakit akımlarına göre yüksek bir iskonto oranı

uygulanmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, yüksek kâr payı veren hisse senetlerinin fiyatının diğer hisse senetlerine göre daha fazla yükseldiği ifade edilmektedir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2009, s.339-340; Akgüç, 1998, s.780-781).

2.4.1.2.5 Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısı İle Kar Dağıtım Kararları Arasındaki İlişki

Kar payları, hissedarların işletmeye yaptıkları yatırım ve üstlendikleri risk karşılığında aldıkları bir çeşit mükafattır. Bu mükafata ilişkin kararları oluşturan kar dağıtım kararları işletme politikalarının temel kararlarından biridir (Kouki ve Guizani, 2009, s. 42).

Berle ve Means (1932) ile Smith'in (1976) modern işletmelerde sahiplik ve kontrol ayırımına ilişkin çalışmalarıyla başlayan ve bu ayırma bağlı olarak kurumsal yönetim anlayışının gelişmesiyle devam eden çalışmalarda, işletme paydaşları arasındaki çatışmaların sadece paydaşlardan kaynaklanmadığı, aynı zamanda paydaşların işletmeden almayı beklediği getiri diğer bir deyişle kar payı ödemeleriyle ilişkili olduğu görülmektedir. Kar dağıtım politikası işletmelerde etkin bir denetim ve izleme mekanizmasının oluşmasına katkıda bulunarak temsil maliyetlerini düşürmekte, yöneticilerin işletmelerin elde ettiği nakit akışlarını kendi çıkarları veya sosyal refahlarını arttıracak şekilde kullanmalarına engel olmaktadır (Megginson, 1997, s.374-376). Kar payı ödemeleri kurumsal yönetim anlayışı kapsamında, sahiplik ve kontrol ayırımından doğan problemlerle başa çıkmak için varolan bir mekanizmadır (Truong ve Heaney, 2007, s. 669).

Temsil teorisi kapsamında kar payı dağıtım kararlarına ilişkin görüş, bir işletmenin karlarının kar payı olarak dağıtılmadığı durumda, işletme yöneticilerinin nakdi kendi kişisel çıkarları için veya karlı olmayan yatırım projeleri için harcayacakları şeklindedir. Teoriye göre yapılacak olan kar payı ödemeleri, yöneticiler ile işletme sahipleri arasındaki temsil çatışmalarını azaltmada etkili bir mekanizma olmaktadır (Kouki ve Guizani, 2009, s. 42-43). Ayrıca hakim hissedar grubu ile azınlık hissedar grubu arasında yaşanan çıkar çatışmaları da bu mekanizma ile minimize edilmeye çalışılır. Bir işletmenin kar dağıtım politikası oluşturulurken iki ana faktör ön plana çıkmaktadır. Bunlardan biri işletmenin kar payı ödeyip ödememe kararı, diğeri kar payı ödeme miktarıdır. Sahiplik yoğunluğunun/hakim sahipliklerin ve farklı sahiplik kimliklerinin farklı tercihleri vardır ve politikalar üzerinde de tercihlerin farklı etkileri görülmektedir (Gugler ve Yurtoğlu, 2003, s.732-734). Dolayısıyla hem kurumsal yönetim yaklaşımı hem de temsil teorisi yaklaşımı açısından işletmeyi disipline

eden bir mekanizma olarak görülen kar payı kararları işletme sahiplik yapısı ile ilişkili kararlardır (Mancinelli ve Ozkan, 2006, s. 265-266).

2.4.1.2.5.1 Sahiplik Yoğunluğunun/ Hakim Hissedarlığın Kar Dağıtım Kararları Üzerine Etkisi

Kar dağıtım kararları ile hakim hissedar sahipliği arasındaki ilişki birbiri yerine geçen bir mekanizmaya benzemektedir. Hakim hissedarlar, işletmenin uygulayacağı kar payı politikası üzerinde baskı uygulayarak işletme yöneticilerinin özel tüketimlerini azaltıp, hakim hissedarların beklentilerini ençoklayacak şekilde oluşturulmasını sağlamaktadır. Temsil teorisi çerçevesinde de genellikle nakit akışları üzerinde kontrol hakkına sahip olan hakim hissedarlar ile kar dağıtım politikası birbirinin yerine ikame edebilen bir izleme aracıdır (Truong ve Heaney, 2007, s. 682).

Kurumsal yönetim yaklaşımına göre, sahiplik ve kontrol ayırımından doğan temsil maliyetlerini kontrol etmede önemli rollerden birini hakim hissedarlar üstlenmektedir. Temsil teorisi çerçevesinde işletme sermayesinin ölçülebilir büyük bir payını elde tutmak büyük hissedarları hem teşvik eder hem de yönetimin izlenmesine ve bilgi edinilmesine imkan verir. Böylelikle bedavacılık sorunu¹ da içeren temsil maliyetleri azalır (Jensen ve Meckling, 1976; Demsetz, 1983). Yönetimin izlenmesi haricinde hakim hissedarlar sahip oldukları etkin kapasite ile yönetim üzerinde kontrol veya yönetimi yerinden etme durumu yaratabilir (Shleifer ve Vishny, 1986).

Sahiplik yoğunluğunun diğer bir deyişle hakim hissedar grubunun olduğu durumda temsil teorisine göre, hissedarların işletmeyi izleme imkanı ve gücü vardır. Dolayısıyla kar payı ödemelerini bir kontrol mekanizması olarak kullanmaya gerek kalmaz. Buna bağlı olarak kar payı ödemeleri ile sahiplik yoğunluğu veya hakim hissedar grubu arasındaki ilişkinin negatif yönlü olması beklenmektedir (Khan, 2005, s. 3-4). Diğer bir deyişle sahiplik yoğunluğu arttıkça veya hakim hissedarın payı yükseldikçe kar payı ödemeleri azalmaktadır. Kurumsal yönetim yaklaşımı açısından hakim hissedar grubu ile kar payı dağıtım kararı arasındaki ilişki değerlendirildiğinde de negatif yönlü bir ilişki görülmektedir. Kurumsal yönetim mekanizmalarından biri olan sahiplik yoğunluğu kar payı ödemelerinin düşük tutulmasına neden olmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976; Shleifer ve Vishny, 1986). Buna göre sahiplerin

¹ Bedavacılık sorunu, birilerinin bedel ödeyerek elde ettikleri bilgiden ödeme yapmayanların da faydalanması durumudur (Şen, 2006, s.7.).

işletme üzerindeki gözetimleri zayıfladıkça kar payı beklentileri yükselmektedir. Truong ve Heaney'e (2007) göre kar payı ödemeleri ile hakim hissedarlar arasında konveks bir ilişki vardır. Hakim hissedarların hisse sahipliği ile kar payı ödeme oranı arasında, hisse sahipliği düşük olduğu durumda negatiftir. Hisse sahipliği miktarı arttığı durumda ilişki pozitifdir. Düşük paya sahip hakim hissedarlar, kar payı ödemelerini işletme değerini değerlemek için izleme aracı olarak kullanmaya ihtiyaç duymazlar (Truong ve Heaney, 2007, s. 685).

Dağınık sahiplik yapısının olduğu işletmelerde ise sahiplerde ortak bir kararla hareket etme eğilimi yoktur. Dolayısıyla bu sahipler işletme üzerinde yeterli derecede izleme isteği göstermezler. İşletmeyi değerlendirmek için yüksek kar payı ödemesi beklentisi içindedirler (Khan, 2005, s. 23). İşletmelerde dağınık sahiplik yapısı olduğu durumda işletme üzerinde hakim olabilecek bir kontrol olmadığı için kar payı ödemeleri kontrol mekanizması olarak işlemektedir (Megginson, 1997, s.375).

Kar payı ödemeleri temsil teorisi yaklaşımının belirttiği gibi sadece hissedarların yöneticileri izlemesine imkan tanıyan işletme kararlarından biri değildir. Aynı zamanda sahiplere aktarılabilecek işletme değeri ile ilgili bilgiyi yansıtır sinyal etkisi yaratmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1986). İşletme içerisindekiler ile işletme dışarısındakiler arasında ortaya çıkan asimetric bilginin yaratacağı temsil maliyetlerini azaltacak mekanizmalardan biri yöneticilere doğru olan nakit akışını kar payı ödemelerine çevirmektir. Nakit akım hipotezine göre işletme içerisindekiler, işletmenin gelecek nakit akışıyla ilgili dışarıdakilere göre daha çok bilgi sahibidir ve işletme ortakları kar paylarını sinyal etkisi olarak kullanırlar. (Jensen ve Meckling, 1976). Kar payı ödemeleri de, azınlık sahiplerin baskılanmasını önleyen bir araçtır. Hakim hissedarlar kar payı dağıtımını destekleyerek azınlık hissedarları baskılanmadıklarına dair sinyal etkisi yaratılabilir (Kumar, 2003, s. 3).

2.4.1.2.5.2 İşletme Sahiplik Kimliğinin Kar Dağıtım Kararları Üzerine Etkisi

Kar payı kararları ile ilişkili olan diğer sahiplik yapısı bileşeni sahiplik kimlikleridir. Sahiplik kimliklerinden biri olan yönetsel sahiplik ile kar payı kararları arasındaki ilişki ele alındığında, yönetsel sahipliğin artışı işletmelerde yönetsel sağlamlaştırma etkisinin ortaya çıkmasına neden olur ve bu etki sonucunda daha fazla kar payı ödemesi yapılarak işletmenin durumunun pozitif olduğuna dair sinyal etkisi yaratılmaya çalışılmaktadır (Farinha, 2003). Diğer yandan Rozeff (1982, s. 250-252) temsil maliyetlerini azaltmada etkili olan diğer bir mekanizma olarak yönetsel sahipliği /içsel sahipliği belirtmektedir. Buna göre içsel sahiplik

yüksek ise temsil maliyetlerini azaltıcı bir etki olduğu için kar payı ödemeleri düşük tutulmaktadır. Düşük içsel sahipliğin olduğu durumlarda sahipler yüksek kar payı ödemesi beklentisi içinde olurlar. Diğer bir deyişle içsel sahiplik azaldıkça, içsel sahipliğe bağlı olarak artan kontrol ile birlikte izleme maliyetleri düşmekte ve kar paylarında ki ödemeler artmaktadır (Casey ve Dickens, 2000, s. 282). Serbest nakit akışı hipotezine dayanarak, yönetsel sahiplik ile kar payı politikaları değerlendirildiğinde, Jensen (1986) yüksek kar payı ödemelerinin, yöneticilerin kontrolünde olan nakdi sınırlandırdığını söylemektedir. Bu yüzden yöneticinin başarısız yatırımları ve özel harcamaları minimize edilir (Ramli, 2010, s. 171-172). Yönetsel sahiplik, yönetici-sahiplerin çıkarlarını çakıştırdığı için, serbest nakit akışı problemlerini düşük seviyede olmaktadır. Hem sahip hem yönetici aynı elde tutulduğunda yönetici sahibin işletme üzerinde yüksek paylara sahip olmasına bağlı olarak kar payı ödemeleride yüksek olmaktadır (Fenn ve Liang, 2001, s. 45).

Kar payı dağıtım kararları üzerine etkisi olan diğer bir sahiplik kimliği kurumsal sahiptir. Kurumsal sahipler bireysel sahiplerden birçok açıdan farklılık göstermektedir. Kurumsal sahiplik ile kar payı politikası arasında karmaşık bir ilişki vardır. Özellikle kurumsal sahipler büyük miktarlarda fona sahiptirler ve her bir hisseye yüksek miktarlarda yatırım yapabilirler. Böylelikle yüksek miktarlarda işletme payına sahip olup, işletme kaynaklarını istedikleri yöne kanalize edebilirler (Shleifer ve Vishny, 1986). İşletme sahipliğinde kurumsal yatırımcıların olduğu durumda, kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılardan daha çok bilgiye ulaşabildikleri görülmektedir. Kurumsal yatırımcılar, sahip oldukları kaynaklarını sadece bilgi toplamaya yönlendirmez bazı durumlarda da bireysel yatırımcıların bilmediği bilgilere de sahip olarak paylaşım yolunda gidebilmektedir (Michaely ve Shaw, 1994, s. 288).

Kurumsal sahiplik ile kar payı dağıtım kararları arasında, bazı araştırmacılar pozitif bir ilişki olduğunu belirtirler. Eckbo ve Verma (1994) kurumsal yatırımcıların, temsil maliyetlerini azaltmak için serbest nakit akışının kar payı olarak dağıtılmasını tercih edeceklerini belirtirler. Bu açıdan bakıldığında, kurumsal sahipler, yöneticilerin aşırı nakdi tutmasından ziyade, oy güçlerini kullanarak bu nakdin kar payı olarak dağıtılmasını talep ederler (Moh'd, Perry ve Rimbey, 1995). Zeckhauser ve Pound (1990), kurumsal yatırımcıların işletmeleri sermaye piyasasına yönlendirerek, bu piyasaların da aktif kullanımını sağlamaya çalıştıklarını belirtir. Buna göre, kurumsal yatırımcıların, işletmelerde

kar payı dağıtımını sağlayarak, gelecek dönemlerde işletmelerin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamaları için işletmeleri sermaye piyasasına yönlendirmektedir.

Kurumsal sahiplik ile kar payı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu belirten çalışmalarda mevcuttur. Jensen ve Meckling (1976) işletmelerde temsil çatışmalarının yaşandığı durumda izleme faaliyetinin önemli bir kontrol aracı olarak işlev gördüğünü belirtmektedir. Eğer hakim kurumsal sahipler, aktif olarak işletme faaliyetlerini izlerlerse ve eğer temettü ödemeleri temsil teorisine bağlı olarak temsil maliyetlerini azaltacak şekilde yapılıyorsa, kurumsal sahiplik ile kar payı ödemeleri arasında birbirinin yerine geçen bir ilişki vardır. Diğer bir deyişle kar dağıtım politikası ile kurumsal sahiplik arasında birbiri yerine geçen bir ilişki vardır. Bu durum kurumsal sahiplik yüzdesi ile kar payı ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişkiye işaret eder (D'Souz ve Saxeng, 1999).

Short, Zhang ve Keasey (2002), kurumsal sahipler ile kar payı ödemeleri arasında UK üzerinde yaptığı çalışmada önemli ölçüde pozitif bir ilişki bulmuştur. Allen, Bernardo ve Welch (2000), kurumsal yatırımcıların hakim hissedarlar olarak işletmeye katılmaları durumunda, işletmelerin kar payı ödemelerini arttırma yönünde teşvik edildiğini belirtir. Çünkü kurumsal işletmeler yönetici performanslarını izlemeye daha etkinlerdir. Dolayısıyla kurumsal sahiplik hissedarlar arasındaki çatışmayı azaltıcı bir mekanizmadır (Al- Kuwari, 2010, s. 3). Short, Zhang ve Keasey (2002, s. 109), kurumsal sahipler ile kar payı ödemeleri arasında UK üzerinde yaptığı çalışmada önemli ölçüde pozitif bir ilişki bulmuştur.

Literatürde kar payı dağıtım kararı ile ilişkisi incelenen diğer bir sahiplik kimliği göstergesi yabancı sahipliktir. Bu ilişkiye ait çeşitli açıklamalar mevcuttur. Bu açıklamalardan ilki (dividend clientele theory²) teorisine göre yapılmaktadır. Bu teoriye göre yabancı kurumsal yatırımcılar yüksek kar payı ödeyen işletmelerdeki paylarını arttırmaya (basiretli davranma kuralı, vergi avantajına bağlı kar payı ödenmesini tercih ederler). Buna ek olarak, piyasalarda hakim pozisyonda olan yabancı yatırımcılar işletmeleri izleme de etkin bir rol üstlenir.

² Fisher Black ve Myron Scholes, MM görüşünün mükemmel olmayan piyasalarda geçerli olduğunu savunan görüşlerini tanımladıkları teori dividend clientele teoridir. Üst vergi grubundaki yatırımcılar, düşük kar payı ödeyen hisseleri tercih ederken, alt vergi diliminde olan yatırımcılar yüksek kar payı getirisi sağlayan hisse senetlerini tercih etmektedirler. Ancak bu durumun geçerli olması için kar payı dağıtım politikasının uzun süreli olarak değişmemesi varsayılmamaktadır. Eğer, sık sık kar payı dağıtım politikasında değişim yapan işletme söz konusu ise, mükemmel piyasa olmadığı için yatırımcılar duruma kayıtsız kalmaz, tercihlerini değiştirecektir (Pekkaya, 2006, s. 191-192).

Özellikle izleme işlevini uluslararası standartlar da gerçekleştirmeye çalışırlar. (Jeon, Lee ve Moffett, 2011, s. 345-346).

Yabancı yatırımcılar önemli bir paya sahip ise, (örneğin hisselerin %5 kadar) yabancı yatırımcılar yüksek kar payı ödemesine yönlendirirler. Ayrıca hisselerini geri satın alan işletmelerde sahipliklerini artırmazlar ne de hakim oldukları işletmelerin hisselerini geri satın alınmasını istemezler. Bu durum ters seçim hipotezi ile ilişkilidir. Dolayısıyla geri satın alınmadan ziyade, nakit kar payı ödemelerinin yapılmasını isterler (Jeon, Lee ve Moffett, 2011, s. 371).

2.4.1.2.5.3 İşletme Sahiplik Yapısının Kar Dağıtım Kararları Üzerine Etkisini İnceleyen Çeşitli Çalışmalar

Literatürde sahiplik yapısı ile kar dağıtım politikaları arasındaki ilişkiyi inceleyen çeşitli çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmalardan bazıları aşağıda ifade edilmektedir.

Kouki ve Guizani (2009)'nın yaptığı çalışmada, 1995-2001 dönemi için Tunus'da faaliyet gösteren işletmelerin kar payı politikaları üzerine sahiplik yapısının etkisi incelenmiştir. Tunus'da faaliyet gösteren işletmelerde yüksek sahiplik yoğunluğunun olduğu durumda daha fazla kar payı dağıtıldığı görülmektedir. Bu çalışmada da kar payı dağıtımı ile kurumsal sahiplik arasında negatif yönlü bir ilişki, devlet sahipliği ile kar payı dağıtımı arasında pozitif yönlü bir ilişki elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişken, hisse başına kar payı, bağımsız değişkenler ise serbest nakit akışı, büyüme fırsatları (pddd), büyüklük (toplam varlıkların logaritması), kaldıraç oranı, sahiplik yoğunluğu (dummy değişken olarak, beş hissedarın sahiplik yoğunluğu ile yaygın sahiplik), Kurumsal sahipliğin pay yüzdesi, devlet sahipliğinin pay yüzdesidir. Elde edilen sonuçlara göre kurumsal sahiplik ile hisse başına kar ödemesi arasında negatif yönlü bir ilişki görülmüştür. Ayrıca devlet sahipliği ile kar payı ödemeleri arasında da negatif yönlü bir ilişki mevcuttur. En büyük beş hissedarın sahiplik yoğunluğu arttıkça, kar payı ödemeleri de artmaktadır. Ayrıca serbest nakit akışı yükseldikçe kar payı ödemeleri de artmaktadır. İşletme büyüklüğü ile kar payı ödemeleri arasında da anlamlı bir ilişki mevcuttur. İşletmeler büyüdükçe kar payı ödemeleri de artmaktadır. Kar payı ödemeleri ile kaldıraç oranı arasında da negatif bir ilişki mevcuttur.

Truong ve Heaney (2007)'nin yaptığı çalışmada, 37 ülke de 8279 işletme üzerinde sahiplik yapısı ile kar payı politikaları arasındaki ilişki incelenmektedir. Çalışmada kullanılan bağımlı

değişken, kar payı ödeme durumu olarak dummy değişken ve toplam kar payı ödeme hedefidir (temettü oranı*net kazançlar); bağımsız değişken ise toplam borç/toplam varlık oranı, finansal kurum sahiplik dummiesi, içsel sahiplik dummiesi ve en büyük hissedarın sahiplik payıdır. Elde edilen sonuçlara göre, içsel sahiplik ile kar payı politikası arasında negatif bir ilişki görülmektedir. En büyük hissedar işletme yönetiminde olduğu durumda kar payı ödemeleri daha düşük olmaktadır. Benzer şekilde kurumsal sahiplik ile kar payı ödemeleri arasında anlamlı negatif bir ilişki vardır. İçsel sahipliğin olduğu işletmelerde yönetici-sahip kar payı ödemelerini düşük tutarak, nakdi kendi beklentilerine yönlendirmektedir. Bu yüzden kar payı ödemelerini düşük tutabilir. Kurumsal sahiplikte ise bu sahiplik tipi bir izleme mekanizmasıdır ve kar paylarının temsil teorisi çerçevesinde üstlendiği görevi ikame etmektedir. Dolayısıyla yüksek kar payı ödenmesine gerek yoktur.

Khan (2005), 1985-1997 dönemi için 330 İngiliz İşletmesini panel data yöntemi ile sahiplik yapısı ve kar payı davranışı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada bağımlı değişken, brüt kar payı ödeme seviyesi, bağımsız değişkenler ise tüm kurumsal sahipliklerin yüzdesi, sigorta işletmelerin sahipliği, emeklilik fonlarının sahipliği, diğer kurumsal sahipliklerin yüzdesi, bireysel sahiplerin yüzdesi, en büyük hissedarın yüzdesi, en büyük üç hissedarın yüzdesi, en büyük beş hissedarın yüzdesi, en büyük on hissedarın yüzdesidir. Elde edilen sonuçlarda özellikle sigorta işletmelerinin kurumsal sahipliği ile kar payı ödemeleri arasında pozitif, bireysel sahiplik ile kar payı ödemeleri arasında negatif bir ilişki görülmektedir.

Stouraitis ve Wu (2004), 986 Japon işletmeleri üzerinde 1992-2000 arası kar payı politikası üzerine sahiplik yapısının kontrol etkisini panel veri analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışmada bağımlı değişken, hisse başına nakit kar/hisse başına fiyattır, bağımsız değişkenler yöneticilerin sahiplik yüzdesi, bankaların sahiplik yüzdesi, sigorta işletmelerinin sahiplik yüzdesi, hakim hissedarların sahiplik yüzdesi, serbest nakit akışı, kaldıraç oranı, yatırım oranı, karlılık, risk (faaliyet geliri/satış oranının standart sapması), toplam varlıkların doğal logaritmasıdır. Elde edilen sonuçlara göre yönetsel sahiplik ile banka sahipliğinin kar payı ödemeleri üzerine pozitif etkisi vardır. Özellikle büyüme oranı düşük olan işletmelerde bu ilişki daha güçlü olmaktadır.

Mancinelli ve Özkan (2006), 139 İtalyan işletmesi üzerinde sahiplik yapısı ile kar payı politikası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. İtalya'da işletmelerin sahiplik yapıları yoğundur ve

temsil teorisine bağılı olarak ortaya çıkan çıkar çatışmaları genellikle hakim hissedar grubu ile azınlık hissedar grubu arasındadır. Çalışmada bağımlı değişken, kar payı/kazanç oranı ve kar payı/piyasa kapitalizasyon oranı; bağımsız değişkenler en büyük hissedarın oy hakkı, %2'den daha fazla sahipliği olanların oy hakkı, piyasa değeri defter değeri oranı, kaldıraç oranı, büyüklüktür. Tobit Regresyon modeli kullanılarak elde edilen sonuçlara göre, en büyük hissedarın oy hakkının işletmenin kar payı ödemeleri üzerine negatif etkisi vardır. Bu sonuçlara göre, en büyük hissedarın haricindeki, hissedarların izletmeyi kontrol etmesi sınırlıdır.

Wen ve Jia (2010), bankaların elde tuttuğu işletmelerin sahiplik yapısı ile kar dağıtım politikaları arasındaki ilişkiyi, 1993-2008 dönemi için, incelemişlerdir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişken kar payı ödemeleri, bağımsız değişken CEO'lar tarafından elde tutulan işletme yüzdesi, CEO teşviği (toplam kazancı-ücret-ikramiye/toplam kazanç), kurumsal sahiplik yüzdesi, kurumsal yatırımcıların yıllık ortalama sayısı, piyasa değeri defter değeri oranı, kaldıraç oranı, satışlardaki büyümedir. Elde edilen sonuçlara göre bankalar tarafından elde tutulan işletmelerde kar payı ödemeleri temsil maliyetlerini azaltıcı bir araç olarak kullanılmaktadır. Yüksek temsil maliyetleri yüksek kar payı ödemelerine sebep olmaktadır. Yönetmelik sahiplik ve kurumsal sahiplikte temsil maliyetlerini azaltıcı mekanizma olarak işler ve kar payı ödemelerinin düşük tutulmasına neden olmaktadır.

Al-Kuwari (2010) 1999-2003 dönemi için Kuveyt menkul kıymet borsasında işlem gören ve finansal olmayan 37 işletmeyi panel veri analizi modeliyle incelenmiştir. Hakim hissedarların ve temsil teorisinin kar payı kararları üzerine etkisini incelemiştir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişken kar payı ödeme oranı iken bağımsız değişkenler, hakim hissedarların yüzdesi (devlet, kurumsal vd.), serbest nakit akışı, büyüklük, büyüme(satış büyüme oranı), kaldıraç oranı, karlılık ve beta (iş riski)'dir. Elde edilen sonuçlara göre Kuvette kar payı ödemeleri etkileyen sahiplik yapısı kimliklerinden sadece devlet sahipliğidir. Devlet sahipliği ile işletme karı arttıkça, borçlanma düştükçe, kar payı ödemeleri artar. Kar payı ödemeleri yüksek tutularak temsil çatışmaları azalır ve işletmenin piyasadaki itibarı artar ayrıca bu itibar azınlık hissedarların mülksüzleştirilmediğinin bir ispatıdır.

Short, Zhang ve Keasey (2002), İngiliz işletmeleri üzerinde kar payı ve kurumsal sahiplik arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada bağımlı değişken olarak, kar payı ödemelerinin toplam miktarıdır. Bağımsız değişkenler ise net kar, kurumsal sahipliği %5'den fazla olan

sahiplerin yüzdesi ve yönetsel sahipliğin yüzdesi. Elde edilen sonuçlara göre, kurumsal sahiplik ile kar payı ödeme politikaları arasında pozitif bir ilişki vardır. Bu ilişki işletmelerin kazancı yüksek olduğunda daha güçlü olmaktadır. Yönetsel sahiplik ile kar payı arasında negatif yönlü bir ilişki içindedir. Yönetsel sahiplik kar payı ödemelerini azaltıcı bir etki yapmaktadır.

Jeon, Lee ve Moffett (2011), Kore piyasasındaki yabancı sahiplik ile kar payı ödeme kararları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Kullanılan sahiplik yapısı değişkenleri %5'den fazla sahipliğe sahip yabancı sahiplerin elde bulundurdıkları hisse oranı ve yerel kurumsal sahiplerin %5'den fazla paya sahip yerel sahiplerin elde bulundurduğu sahiplik oranıdır. Elde edilen sonuçlara göre işletmede önemli bir paya sahip olan yabancı sahipler işletmeleri daha çok kar payı ödemeye teşvik etmektedir.

Zeckhauser ve Pound (1990) Amerikan işletmeleri üzerinde yaptığı çalışmalarda, kar payı ödemeleri ile hakim hissedarlar arasında önemli bir ilişki olmadıklarını savunmuştur. Buna göre sahiplik yoğunluğu ve kar payı ödemeleri izleme/gözetim şekli olarak birbirini yerine geçemez.

Gugler ve Yurtoğlu (2003) tek hakim hissedar sahipliği ile grup hakim hissedarlığı olan işletmelerin karpayı politikalarını incelemiştir. Yazarlar kar payı ödemelerinin hakim hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasındaki çatışmalara dair bir sinyal etkisi yaratacağını belirtir. 266 Alman işletmesi üzerinde yapılan çalışmada, hakim hissedarın kontrolü arttıkça kar payı ödemesi azalmaktadır. İkinci hakim hissedarın kontrolü arttıkça kar payı ödemeleri artmaktadır. Yazarlar bu ilişkinin nonlinear bir ilişki olduğunu belirtirler.

Maury ve Pajuste (2002) Finli işletmelerin hakim hissedarlık ile kar payı politikası arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sonuçlara göre kar payı ödemeleri hakim hissedarın payı ile negatif ilişkilidir. Diğer bir sonuç en büyük üç hissedarın toplam sahipliğinin kar payı ödemesi üzerinde negatif etkisi vardır.

Correia Da Silva, Goergen ve Renneboog (2004) hakim hissedarın olduğu işletmelerde kar payı ödemelerinin düşük olması gerekliliğini belirtir. Bunun nedeni olarak ta hakim hissedarlık mevcut iken ek bir kontrole gerek duyulmaz ve gereksiz bir likit tüketimi doğmaz.

Ramli (2010) tarafından yapılan diğer bir çalışma ise, işletme sahipliği ile kar payı politikası arasındaki ilişkiyi Malezya işletmeleri için incelemiştir. Kar payı dağıtımı işletmenin sahiplik yapısı tarafından etkilenen bir işletme kararıdır. Kar payı ödemeleri, işletmede ortaya çıkabilecek temsil problemlerini azaltabilmektedir. Böylelikle geniş sahiplik yapılarının olduğu işletmelerde bir kontrol aracı olarak ta etkili olmaktadır. Diğer yandan geniş sahiplik yapısına güvenerek sahipler, işletme kaynaklarını kendi istedikleri şekilde kullanılması için yönlendirmeye çalışabilirler. Bu çalışma bu iki olasılığı açıklamaya çalışmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre hissedarların sahiplik payı arttıkça işletmeler daha yüksek kar payı ödemesi yapmaktadırlar (Ramli, 2010).

2.4.1.3 Sahiplik Yapısı Ve Yatırım Kararları

2.4.1.3.1 Yatırım Kavramı ve Yatırım Çeşitleri

Yatırım kararları, bir işletme yöneticisinin alması gereken temel kararlardan biridir. Uygun koşullarda elde edilen fonların, işletme verimliliğini arttıracak yatırımlarda değerlendirilecek olması, bu kararların işletmeler açısından önem taşıyan kararlar olmasına neden olmaktadır.

Yatırım kavramı, gelecek dönemlerde, uzun süre devam edebilecek yarar sağlama bekleyişiyle, kaynak ayrılmasını ifade etmektedir (Akgüç, 1998). Genel anlamda yatırım, bir dönem içinde üretilen ya da ithal edilen mallardan tüketilmeyerek ya da ihraç edilmeyerek gelecek döneme aktarılan kısım olarak tanımlanabilir. Diğer bir deyişle yatırım, ekonomi de mevcut olan sermaye stokunun, yani mal ve hizmet üretiminde kullanılan üretim tesislerinin belli bir dönemde korunması ve aktarılması için kullanılan kaynaklar ve stoklardaki değişimlerdir (<http://www2.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup96/prjplan/prj4.html>).

Yatırım kavramının tanımı ve kapsamı, değişik bakış açılarına göre farklılık göstermektedir. Yatırım kavramı hem halk arasında, hem de iktisatçılar, kamu ve özel sektör yöneticileri arasında popüler bir kavramdır. Dolayısıyla yatırım kavramını tanımlarken halk arasında yatırım kavramından, makro ekonomik açıdan yatırım kavramından ve işletme yönetimi açısından yatırım kavramından bahsetmek gerekmektedir (Usta, 2005, s.1-3).

Halk arasında yatırım kavramı, ekonomik değerlerin kazanç sağlamak amacı ile bir işe ayrılmasını ifade etmektedir. Diğer bir deyişle sermayenin korunması veya gelir elde edilmesi amacıyla bir değer ya da sahiplik hakkının elde edilmesi için yapılan harcamalardır. Halk arasında, parayı bankaya yatırmak, hisse senedi veya tahvil satın almak, işletme stoklarını

oluşturan mamülleri tedarik etmek, gayrimenkul satın almak yatırım olarak belirtilmektedir (Usta, 2005, s.3).

Makro ekonomik açıdan yatırım kavramı, belirli bir dönemin üretim faaliyetlerini sağlayan donanım stokunda, diğer bir deyişle, belli bir dönemde reel sermaye stokunda gerçekleşen artışlardır. Makro ekonomik açıdan değerlendirildiğinde yapılan harcamaların yatırım olarak ifade edilmesi için, milli ekonominin reel sermaye stokunda bir artışın meydana gelmesi gerekmektedir (Usta, 2005, s.4).

Yatırım kavramı, işletme yönetimi açısından incelendiğinde işletmeye uzun süre gelir diğer bir deyişle nakit girişi sağlayacak her türlü harcamalardır (Usta, 2002, s.9). İşletme faaliyetlerinin yürütülmesi için zorunlu olan arazi, bina, araç ve gereçler, donanım gibi sürekli kullanım elemanlarının tedariki için yapılan harcamalar yatırım kapsamına girmektedir (Usta, 2005).

İşletmelerin temel amacı olan piyasa değerini ençoklama amacını gerçekleştirmek ve işletmenin varlığını ve gücünü korumak adına yatırıma konu olan unsurların seçimi önemlidir. İşletmelerin finansal kararları arasında önemli bir yere sahip olan yatırım kararlarının en etkin şekilde alınabilmesi en uygun yatırım çeşidinin belirlenmesi ile mümkün olmaktadır. Yatırımların farklı kriterlere dayandırılarak sınıflandırılması mümkündür. Farklı kaynaklarda farklı başlıklar altında yer alan yatırım çeşitleri, bu çalışmada on başlık altında incelenmektedir. Bu başlıklar aşağıda ifade edildiği şekildedir;

1. Sabit Sermaye Yatırımları

Sabit sermaye yatırımları, “bir ekonomide mal ve hizmet üretimini çoğaltmak ve özellikle gelecek dönemlerde tüketim olanaklarını arttırmak amacıyla, üretim faktörlerinin belli bir dönem içinde reel sermayenin arttırılması, düzenlenmesi, korunması için kullanılmasıdır” (Usta, 2005, s.5). Yenileme, genişleme ve komple yeni yatırımlar, sabit sermaye yatırımı kapsamında değerlendirilmektedir.

2. Yenileme Yatırımları

Teknik ömrü sona eren yatırımların yerine, aynı işi üstlenecek yeni yatırımların yapılması yenileme yatırımları kapsamındadır (Ceylan, 1998, s.235). Dolayısıyla yenileme yatırımları

bünyesinde aşınan, eskiyen veya iş göremez hala gelen tesislerin korunması için üretim kapasitesini değiştirmeden yapılan yatırımlardır (Usta, 2005, s.6).

3.Komple Yeni Yatırımlar

Komple yeni yatırımlar tamamıyla yeni bir yatırım kararına ait yapılacak yatırımları ifade etmektedir (Usta, 2005, s.6).

4. Genişleme Yatırımları

Genişleme yatırımları, işletme kapasitesinin artırılması, gelişmiş teknolojilerin kullanılmasıyla yeni mamul üretilmesi veya geliştirilmesini içeren yatırımlardır (Ceylan, 1998, s.235).

5.Tamamlama Yatırımları

Tamamlama yatırımları, “dar boğazların giderilmesi, eksik kalmış hususların tamamlanması veya yeni teknoloji kullanılarak tesis kapasitesinin artırılması, ürün kalitesinin düzeltilmesi amacıyla yapılan yatırımlardır” (Usta, 2005, s.6).

6.Stratejik Yatırımlar

İşletmeye yarar sağlayacak yatırımlar stratejik yatırımlar kapsamına girmektedir. Bu yatırımlar işletmenin riskini azaltıcı veya işletme çalışanlarıyla ilgili iyileştirici yatırımlar olabilir (Ceylan, 1998, s.236).

7.Bağımlı ve Bağımsız Yatırımlar

Bir yatırım projesinden doğan nakit çıkışları ile nakit giderleri, diğer bir projenin seçimine dair etki yaratmıyorsa bu yatırımlar birbirinden bağımsız yatırımlardır. Tam tersi olarak Bir yatırım projesinden doğan nakit çıkışları ile nakit giderleri, diğer bir projenin seçimini etkiliyorsa bu projeler birbirine bağımlı projelerdir (Akgüç, 1998, s.325).

8. Modernizasyon Yatırımları

İşletmelerin üretim kalitelerini arttırmak ve maliyet tasarrufu sağlamak amacıyla yapmış oldukları yatırımlar modernizasyon yatırımları kapsamında değerlendirilmektedir (Ceylan, 1998, s.236).

9. Net Yatırımlar

Net yatırımlar, “tesislerin büyütülmesi, düzenlenmesi ve yeni kapasite eklenmesi için yapılan yatırımlarla, stoklarda dönem içinde olan artışları kapsar. Buna göre, her çeşit yeni yatırım, tamamlama yatırımları ve stok artışları net yatırımdır” (Usta, 2005, s.6).

10. Stok Yatırımlar

Stok üretim sürecinin bir parçası olan stok yatırımları, işletmenin üretiminin optimal düzeyde gerçekleştirebilmesi için gerekli olan yarı ve tam mamul stoklara yapılması gerekli olan yatırımlardır (Usta, 2005, s.6).

2.4.1.3.2 Yatırım Kararlarının İşletme Açısından Önemi

Yatırım kararları, finans yöneticisinin vermesi gereken önemli kararlardan birisidir. Finans yöneticisi mevcut işletme fonları ile en uygun yatırım kararını belirlemeye çalışmaktadır. Dolayısıyla yatırımdan sağlanacak faydanın belirlenmesi önem taşımaktadır (Özdemir, 1997).

Yatırım kararlarına dikkat edilmesinin temel nedenleri ise şunlardır;

- Yatırımların uzun dönemi kapsaması,
- Maliyet masraflarının olması,
- Yatırım fonlarının sınırlı olmasıdır (Usta, 2002, s.10).

Yatırımların uzun vadeli olması, işletmenin fonlarını uzun vadeli olarak bir alana bağlaması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla bağlı kalan fonlar nedeniyle işletme esnekliğini kaybetme riskiyle karşı karşıya kalabilir (Akgüç, 1998). Özellikle finans yöneticileri, uzun dönem içeren bu kararların başarı ile sonuçlanması için mevcut döneme ait nakit akımı tahminlerinin doğru yapılması gerekmektedir (Özdemir, 1997). Uzun vadeye bağlı olarak alınan yatırım kararlarından geriye dönüşler kolay olmamaktadır. İşletme bu kararlardan vazgeçme karşılığında bir zarara katlanmak zorunda kalmaktadır. Dolayısıyla yapılan hatalı yatırımlar işletmelerin uzun süre ekonomik olmayan üretimler yapmasına neden olmaktadır (Usta, 2002, s.10-11). Hatalı olarak alınan bir varlık gereksinimi kararı ciddi sonuçlar doğurabilir. Eğer işletme varlıklara çok fazla yatırım yaparsa gereksiz olarak ağır maliyetlerle karşı karşıya kalmış olur. Diğer taraftan eğer sabit varlıklara yeterli miktarda yatırım yapılmazsa iki sorun ortaya çıkar. İlk olarak, işletmenin sahip olduğu makine ve teçhizatı rekabet imkanı verecek kadar modern olmayabilir. İkinci olarak sabit varlıklar yeterli değilse işletme Pazar hissesinin bir kısmını rakiplere kaptırabilir ve müşterilerini tekrar kazanma

abaları ağır sayış maliyetlerine, fiyat iskontolarına ve ürün geliştirmeye ait maliyetlere yol açar (Brigham, 1999).

Yatırım kararının önemli olmasının bir diğerk nedeni yatırımlardan doğan maliyetlerin oluşturduğu masrafların olmasıdır. Özellikle tesis yatırımları sabit bir maliyet oluşturur. Bu maliyetler işletmenin faaliyetlerinden bağımsız ve sabittir. Dolayısıyla işletmenin faaliyetlerinde yaşanan dalgalanmalar bu maliyetlerin işletmeye ağır gelmesine neden olabilir. Dolayısıyla yatırım kararları oluşturulurken yatırımların isabetli seçimi önem taşır (Usta, 2002, s.11).

Yatırım fonlarının sınırlı olması da yatırım kararlarının önemi üzerine etkisi olan bir unsurdur. Yatırım tutarı ile bu yatırım için sağlanacak finansman kaynakları arasında tutarlılığın olması gerekir (Usta, 2002, s.11). Finansman kaynaklarının, yatırım ile eşanlı olarak sağlanması olması istenen bir durumdur. Fakat genellikle bu durum eşanlı olarak gerçekleşmemektedir. Finansman kaynaklarını ihtiyaç anında sağlanması için, gerekli önlemlerin alınması ve her bir yatırım projesi için uygun finansal kaynakların belirlenmesi gerekmektedir (Akgüç, 1998).

2.4.1.3.3 Temsil Teorisi erevesinde Sahiplik Yapısı İle Yatırım Kararları Arasındaki İlişki

İşletmenin yatırım kararları üzerine hem sahiplik yoğunluğunun hem de sahiplik kimliğinin etkisi olduğunu belirten çeşitli çalışmalar vardır. Bu etki özellikle sahiplik yapısı ve temsil problemleri arasındaki ilişki temelinde açıklanmaya çalışılmaktadır. Modigliani ve Miller (1958) bir işletmenin yatırım kararlarının mükemmel piyasalarda, finansal yapısından bağımsız olduğunu belirtmektedir. Halbuki kabul gören yaklaşım yatırım kararlarının i nakit akışı gibi bazı finansal faktörlerden etkilendiğidir (Pindado ve De la Torre, 2004, s. 2). Tam etkin piyasalarda, yatırım kararlarının finansman kararlarından bağımsız olduğu kabul edilmektedir. Yatırım politikaları sadece net bugünkü değeri pozitif olan yatırım fırsatlarının varlığına bağlıdır. Halbu ki i fonların eksikliği yatırım harcamalarını kısıtlayan bir faktördür. Çoğu işletme için dış sermayenin maliyeti, i sermayenin maliyetinden yüksektir. Yaşanan likidite sıkıntılarının varlığı, yatırım harcamalarının ekonomideki dalgalanmalara karşı daha duyarlı hale getirmektedir. Yatırımların finansmanında dış kaynak kullanımına ilişkin olarak, düşük optimalliğe sahip yatırım projeleri için, yöneticiler i fonları tercih etmektedirler. Bunun nedeni yöneticilerin dış sermaye piyasaları tarafından izlenmek ve takip edilmek

istemeyişleridir (Mueller ve Peev, 2007). Yöneticilerin sahiplerle beklentileri uyuşmadığı zaman, yöneticiler işletmeleri bir imparatorluk gibi görmektedir. Bu düşünceyle işletmeyi büyütmek ve kendine fayda sağlamak amacıyla net bugünkü değeri negatif olan projelere yatırım yaparak aşırı likidite kullanıp, aşırı yatırım yapabilir. İşletmenin çıkarları doğrultusunda hareket etmek yerine kendi çıkarları doğrultusunda kararlar alan yöneticiler, işletme başarısızlığını göz ardı ederek verimsiz projelere yatırım yapmayı tercih ederler (Hart ve Moore, 1995). Bunun nedeni sahiplik ve kontrol ayırımına bağlı olarak ortaya çıkan çatışmalardan biri olan işletmenin büyüklüğü ve büyüme oranıdır. Yöneticiler, hem daha fazla ücret alma isteği hem de büyük bir işletme de çalışıyor olmanın verdiği psikolojik tatmin nedeniyle işletmeyi büyütmek veya genişletmek isteyebilirler. Bu durum sahipler açısından optimal olan yatırım seviyesinden daha fazla yatırım yapılmasına ve buna bağlı olarak da sermaye maliyetinden daha aşağıda yatırım getirisi elde edilmesine neden olmaktadır (Gugler, Mueller, Yurtoğlu, 2008, s. 689-690). Dolayısıyla yönetim ile sahipler arasında, yatırım projelerinin ve finansman kaynaklarının riskliliğine karşı farklı bakış açılarının olması ve iskonto oranları, iyi yatırım projelerinin reddedilmesine neden olabilir (Goergen ve Renneborg, 2001, s. 258).

Sahiplik yoğunluğu ile yatırım kararları arasındaki ilişki incelendiğinde, sahiplik yoğunluğu yüksek olan işletmelerde yatırım faaliyetleri yüksektir. Sahiplik yoğunluğu yüksek olan işletmelerde hakim grupların olması ve işletme üzerinde kontrollerin yüksek olması, bu grubun risk üstlenme seviyesinin yüksek olmasına neden olur. Dolayısıyla riskten kaçınma düşüktür (Curtiss, Latruffe, Medonos ve Ratering, 2007, s. 8). Diğer yandan, yatırım kararlarını değerlendirirken, işletmelerde hakim hissedarların olduğu durumda, iç fonların kullanılmasına dair pozitif ilişkinin olmaması veya az olmasının iki nedeni vardır. Bunlardan ilki aşırı yatırım probleminin azaltılmaya çalışılmasıdır. Yönetimin nakit akımlarını aşırı kullanmasını azaltacak gelişmiş izleme uygulamaları aşırı yatırım problemini azaltabilir. Yatırımın nakit akımına olan duyarlılığı sahipliğin yoğunluğundan etkilenmektedir. Sahiplerin aktif olarak izleme rolü üstlendikleri durumda yönetimin takdiri sınırlandırılmaktadır ve optimallliği düşük aşırı yatırımlar azalmaktadır. İkinci olarak yönetim ile sahipler arasındaki asimetrik bilginin düşük olmasının sağlanmasıdır. Hakim hissedarlar, yönetimin kalitesi ve yatırım projesi hakkında daha doğru bilgi toplamak için çaba saf ederler. (Goergen ve Renneborg, 2001, s. 264).

Sahiplik kimliği ile yatırım kararları arasındaki ilişki incelendiğinde, yatırım kararları üzerine etkisi olan sahiplik kimliklerinden biri çalışan sahipliğidir. Sermaye yoğun yatırımların olması veya işletmenin başarısız olması, hem işletme çalışanı hem de işletme sahibi olanların iş güvenliğini etkilemektedir. Bu yüzden çalışan ve hissedar olanlar yatırım projelerini değerlendirirken riskten kaçan tavırlar sergilerler. Dow (2003) bu durumu finansal kötümserlik olarak adlandırmaktadır. Çalışan sahipliğinin neden olduğu diğer bir problemde ufuk problemidir. Buna göre çalışanlar bu işletmeden ayrıldıkları takdirde diğer bir deyişle iş akitleri sona erdiğinde, bu işletmenin uzun dönemde geri alma beklentisi içinde değerlendirecekleri yatırımlara yatırım yapmalarını istemezler. Çalışan sahipler yatırımlardan sağlayacakları getiriyi hızlı bir şekilde elde edip, mevcut dönem tüketimlerinde kullanmak isterler. Dolayısıyla uzun vadeli yatırım projelerini değerlendirmezler. Çalışan sahipliğin yüksek olduğu işletmelerde yatırım faaliyetleri düşüktür. Dolayısıyla çalışan sahiplerinin payının yüksek olduğu işletmelerde optimal yatırım seviyesinden daha az yatırım yapılmaktadır ve yatırım alternatifleri karşısında muhafazakar davranılmaktadır. Bu yatırımlardan elde edilecek olan düşük getiriler çalışan sahipleri tatmin etmek için yeterli olmaktadır (Curtiss, Latruffe, Medonos ve Ratering, 2007, s. 8). Çalışan sahipliğinin yüksek olduğu işletmelerde düşük yatırım faaliyetlerinin olduğunu, verimsiz finansal kararlara bağlı olarak yatırım karlılığı daha azdır. İçsel sahiplik ile yatırım nakit duyarlılığı arasında doğrusal olmayan bir ilişki gözlemlenmektedir. Sağlamaştırma etkisi ortaya çıkana kadar yatırımın nakit akış duyarlılığı yüksektir. Bu etki çıktıktan içsel sahiplik arttıktan sonra azalır. Bu bulgular yetersiz yatırım ile uyumludur (Hadlock, 1998, s. 488-489).

Temsil teorisi kapsamında yatırım kararları değerlendirildiğinde, Grabowski ve Mueller (1972) yöneticilerin karı düşük yatırım projelerine bile yatırım yaparak büyüme stratejisi izlediklerini belirtmektedir. Bunun nedeni yöneticilerin, yatırım projelerinin beklenen faydasını değerlendirirken, aşırı iyimser davranmalarıdır. Diğer bir deyişle, yönetici davranışlarının daha az optimal olmasının nedeni, yöneticilerin işletme hisselerine sahip olmamalarıdır (Jensen, 1986). Dolayısıyla hisse sahibi olmak işletmenin yatırım kararları üzerine etkilidir.

Yönetmel sahipliğin hakim olduğu işletmelerde ise karlılığı düşük olan yatırım projelerine yatırım yapılma eğilimi vardır (Curtiss, Latruffe, Medonos ve Ratering, 2007, s. 8). Jensen ve Meckling (1976) ve Stulz (1988) işletmelerin sahiplik yapısının işletme değerini etkilediğini belirtmektedir. Jensen ve Meckling, işletme sahiplik yapısının, işletme değerini yatırımlar

vasıtasıyla etkilediğini belirtir. Bu durum iki aşamalı olarak gerçekleşmektedir. Öncelikle sahiplik yapısı yatırımları etkilemektedir. İkinci aşamada işletme değeri üzerine yatırımların etkisi olmaktadır. Bu ilişkide yani sahiplik yapısı ile işletme değeri arasındaki ilişkide işletme değeri Tobin's Q değişkeni ile açıklanmaktadır. Yönetmel sahiplik seviyesinin yüksek olduğu işletmelerde, yönetim ile sahiplerin çıkarları daha çok uyuşmakta, böylece işletme değeri artmaktadır. Yönetmel sahiplik seviyesi azaldıkça, yönetimin sağlamlaştırma etkisi nedeniyle işletme değeri azalmaktadır (Cho, 1998, s. 104-105).

İşletmelerin sahiplik yapısı ile yatırım kararları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalardan bazıları bu bölümde ifade edilmektedir. Ruiz-Porros ve Lopez-Mateo (2010, s. 4-5) tarafından yapılan çalışmada sahiplik ve kontrol yapıların işletmelerin yatırım kararlarını nasıl açıkladığı incelenmiştir. Çalışma Meksika'da faaliyet gösteren imalat işletmeleri üzerine kurulmuştur. Andres (2008) sahiplik yoğunluğunun yüksek olmasının yüksek yatırım seviyeleri ile bağlantılı olduğunu belirtmektedir. Alman ve finansal olmayan işletmeler üzerinde yaptığı çalışmada bu sonuca varmışlardır. Özellikle aile işletmelerinde temsil çatışmalarının düşük, bilgi asimetrisinin az ve yatırım kararlarının verimli olduğunu belirtirler.

Syriopoulos vd. (2007) sahiplik yoğunluğu ile Yunan işletmelerinin piyasa değeri arasında doğrudan bir ilişki bulmuş ve bu ilişkiyi yatırım kararlarına dayandırmıştır. Firmanın yatırım kararlarını belirlerken kar paylarını paylaştırmada farklı sahiplik yapılarının etkili olduğunu belirtmişlerdir. Hadlock (1998) içsel sahipliğin yatırımın nakit akımına olan duyarlılığını nasıl etkilediğini çıkarların çatışması ve yönetmel sağlamlığa bağlı olup olmadığını incelemiştir. İç finansmanla yatırımın pozitif ilişkili olduğuna dair bilgiler vermiştir (Ruiz-Porros ve Lopez-Mateo, 2010, s. 4-5).

2.5 İşletmelerin Performansları İle Sahiplik Yapısı Arasındaki İlişki

Sahiplik yapısı (ownership structure) ve performans ilişkisi ilk olarak Berle ve Means'in (1932) "Modern İşletmeler ve Özel Mülkiyet" isimli eserlerinde ele alınmıştır. Berle ve Means (1932) kontrol ve sahiplik ayrımının firmalarda sorun yarattığına dikkat çekmişlerdir. Jensen ve Meckling (1976) ise kontrol ve sahiplik ayrımına bağlı olarak ortaya çıkan sorunların, aslında temsil eden ile temsil edilen arasındaki sorunlar olduğunu belirterek temsil teorisini geliştirmişlerdir. Temsil eden ile temsil edilen arasındaki ilişki diğer bir deyişle işletme yönetimi ile işletme sahipleri veya hakim hissedar grubu ile azınlık hissedar grubu arasındaki ilişki işletme performansının açıklanmasında ön plana çıkan bir ilişki haline

gelmiştir. Jensen ve Meckling'den (1976) sonra, birçok araştırmacı tarafından bu konu üzerine önemli çalışmalar yapılmıştır. Sahiplik yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Bunun nedenlerinde biri işletme sahiplik yapısını ifade eden bileşenler ile işletme performansını ifade eden göstergelerin birbirinden farklılık göstermesidir.

İşletmelerin sahiplik yoğunluğu ile işletme performansı arasındaki ilişki incelendiğinde, bu ilişkinin farklılık gösteren bir ilişki olduğu görülmektedir. Çünkü işletmeye özgü özellikler, sahiplere özgü özellikler ve kurumsal yönetim mekanizması uygulamaları ilişkinin çeşitlilik göstermesine neden olmaktadır (Dinga, Dixon ve Stratling, 2009, s. 3). Sahiplik yoğunluğu, sahiplerin beklentileri doğrultusunda çalışması gereken yöneticilerin bu amaçtan sapmasını kısıtlamaktadır (Leech ve Leahy, 1991). Dolayısıyla sahiplik yoğunluğu yöneticiyi etkileyen hissedar gücünün bir göstergesidir. Bu durum işletme değeri ile sahiplik yoğunluğu arasında pozitif bir ilişkiyi gösterir. (Thomsen ve Pedersen, 2000). Ayrıca sahiplik yoğunluğunun işletme yönetiminin kolay izlenmesini sağlayan ve yönetimin buna bağlı olarak daha etkin çalışmasını sağlayan bir etkisi mevcuttur. Bu durumda işletme performansını arttırıcı yönde etki yapmaktadır (Zeckhouser ve Pound, 1990). Sahiplik yoğunluğunun işletme performansı üzerine negatif etkilerinin olduğunu belirten çalışmalarda mevcuttu. Azınlık grubun mülksüzleştirilmeye çalışılması, özellikle hisselerin yönetimin elinde tutulmasıyla sahiplik yoğunluğunun artması ve yönetimin sağlamlaştırma etkisinin ortaya çıkması işletme performansını olumsuz etkilemektedir (Dinga, Dixon ve Stratling, 2009, s. 10-11).

Demsetz ve Lehn (1985) işletmelerin sahiplik yapısının belirlenmesinde etkili olan bazı faktörler olduğunu vurgulamışlardır. Bu faktörlerden biri işletmenin “piyasa değeri”dir. İşletmenin değeri ne kadar artarsa, sermayenin belirli bir bölümünü elde tutma maliyeti o kadar artacaktır. Bununla birlikte, riskten kaçınma ilkesine uygun olarak büyük işletmelerin ortakları sahiplik paylarını ancak hisse senedi fiyatları ucuzladığı dönemlerde artırmaktadırlar. Sermaye maliyetinin bu şekilde yüksek olması büyük işletme ortaklarının sermaye içindeki paylarını artırmak konusunda küçük işletme sahipleri kadar cesur davranamamalarına neden olmaktadır. Bu durumda işletmenin piyasa değerinin sahiplik yapısındaki yoğunlaşma üzerinde negatif yönde bir etkisi olması beklenebilir.

Sahiplik yapısının belirlenmesinde etkili olduğu belirtilen bir diğer faktör işletmenin “kontrol potansiyeli”dir (control potential). Burada kontrol potansiyelinden

kastedilen, işletmenin sahiplerinin, yöneticiler üzerindeki kontrol mekanizmalarını artırmaları sonucunda kârda meydana gelecek artıştır. Yani, kontrol potansiyeli bir anlamda yöneticilerin ortaklar tarafından daha sıkı denetlenmesi sonucunda elde edileceği düşünülen potansiyel kârdır. Jarrell ve Bradley (1980)'e göre, ortakların yöneticiler üzerine yapacakları kontrolün de bir maliyeti vardır. Dolayısıyla bu kontrolden elde edilecek faydanın, kontrolün maliyetini aşmaması gerekmektedir. Kontrol potansiyelinin işletmenin dahil olduğu sektörün oynaklığı ile ilgili olduğu düşünülebilir. Hisse senedi getirilerinin ve muhasebe kârlarının standart sapması bu oynaklığın bir ölçütü olabilir. Görece oynak kâr oranlarına sahip olan bir işletmenin muhtemelen daha az tahmin edilebilir bir sektörde çalıştığı söylenebilir. Böyle bir ortamda, yöneticileri denetlemek daha zor olsa da bu denetimin kârlılık oranı üzerindeki etkisinin çok daha fazla olacağı düşünülebilir. O halde daha durağan olan sektörlerde, daha yoğun bir ortaklık yapısına sahip olarak, yöneticiler üzerindeki kontrolü hafifletmek ortaklar açısından yararlı olacaktır (Demsetz ve Lehn, 1985, s. 1159).

Sahiplik kimliği ile işletme performansı arasındaki ilişki incelendiğinde, yönetsel sahiplik ile işletme performansı arasındaki ilişkinin çeşitlilik gösterdiği görülmektedir. Bunun nedenlerinden biri yönetici-sahibin işletme çıkarları ile ortak beklentisi olması çıkar uyumu hipotezine bağlı işletme performansının ve işletme değerinin olumlu etkilenmesidir. Diğer neden de yönetimin sağlamlaştırma etkisinin ortaya çıkan olumsuz etkisidir (Jensen ve Meckling, 1976). Stulz (1988), yönetsel sahipliğin işletmede düşük seviyelerde olduğu durumda işletme performansı ile pozitif ilişkili olduğunu, yönetici-sahibin işletmedeki payının artmaya başlamasıyla bu etkinin negatif olduğunu belirtmektedir. Çünkü yönetici-sahibin işletme içindeki ortaklığı yükseldikçe, işletme kaynaklarını kendi faydası doğrultusunda kullanma isteği ortaya çıkmakta ve işletme performansı azalmaktadır (Harris ve Raviv, 1988; Stulz, 1988).

Sahiplik yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalardan bazıları bu bölümde bahsedilmektedir. Demsetz ve Lehn (1985) yaptıkları çalışma da, özellikle sahiplik yapısının belirleyicileri açısından literatürdeki çalışmalara temel oluşturan çalışmalarında, Berle ve Means (1932)'in işletmelerin halka açılmalarının işletmenin sosyal fonksiyonuna zarar verecekleri tezini araştırmışlardır. 511 tane Amerikan işletmesine ilişkin yaptıkları analizler iki başlık altında ele alınmıştır. Bunlardan ilki, büyüklük, kontrol potansiyeli ve organizasyon üzerindeki sahiplik dağılımının incelenmesi, diğeri ise sahiplik dağılımı, organizasyon, varlıkların defter değeri, sermaye, reklam ve arge harcamalarının

değerlerini tahmininden elde edilen ortalama getiri oranının incelenmesi. Elde edilen sonuçlara göre, sahiplik yapısı ve kontrol ayrımının işletme performansında azalmaya yol açmadığı, fakat yazarlar, analizlerde yer alamayan işletmelerin sahiplik yapısının işletme performansı üzerine etkiyi belirlemede önemli olabileceklerini belirtmişlerdir.

Sanghoon (2008)'nın, yaptığı çalışma da işletmelerin finansal performansları üzerine sahiplik yapısı kavramının etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Sahiplik yapısı kavramı iki parçalı olarak ele alınmıştır. Bu parçalardan ilki sahiplik (sermaye) yoğunluğu iken diğeri sahiplik kimliğidir. Bu kapsamda temsil teorisi temel alınarak, sahiplik yapısının kontrol mekanizması ile olan ilişkisi de ele alınmıştır. Geleneksel olarak, teoriye göre sahiplik yapısı (sermaye) yoğunluğu temsil problemlerinde düşüşe neden olmaktadır. Buna dayanarak çalışmada oluşturulan hipotezlerden biri sahiplik yapısı yoğunluğu ile işletme performansı arasında pozitif bir ilişki olduğudur. Oluşturulan bir diğer hipotez sahiplik kimliği (yabancı sahiplik) ile işletme performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu şeklindedir. Yabancı yatırımcılar daha yüksek kurumsal yönetim beklentisi içinde olup, yönetimi daha etkin izlemektedirler. Dolayısıyla yabancı yatırımcıların izleyici olarak etkin bir rol üstlendikleri kabul edildiğinden, yabancı sahiplik oranı arttıkça işletme performansı da artmaktadır. Oluşturulan son hipotez ise, işletme performansı ile kurumsal sahiplik yapısı arasındaki ilişki beklentisi üzerine oluşturulmuştur. Performans ölçütleri olarak belirlenen net gelir toplam varlık oranı ve olağan gelir toplam varlık oranı bağımlı değişkenlerdir. Çalışmada bağımsız değişken olarak kullanılan göstergeler; sermaye yoğunluğu (en büyük hissedarın yüzdesi), yabancı sahiplik (yabancı sahiplerin yüzdesi), kurumsal sahiplik (kurumsal sahiplerin yüzdesi), büyüklük, kaldıraç oranı, risk, hayat döngüsü ve dummy değişken olarak sektörler kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre işletme performansı sahiplik yoğunluğundan pozitif olarak etkilenmektedir (Sanghoon, 2008).

Kirchmaier ve Grant (2006), Avrupa'da en büyük ekonomik güce sahip beş ülkenin şirketleri üzerine yaptıkları çalışmada, sahiplik yapısının oldukça değişkenlik gösterdiği ve işletme sahipliğinin işletme performansında önemli bir etki yarattığı sonucuna ulaşmışlardır. Yapılan çalışmada, hangi sahiplik yapısına sahip işletmenin performansının daha iyi olduğunu araştırmışlar; Almanya ve İspanya'da dağınık sermayeli işletmelerin, Fransa'da %33 ile %50 arası oy hakkına sahip yatırımcıları bünyesinde bulunduran işletmelerin, İtalya'da hisselerin büyük bir kısmına sahip olan yatırımcılardan oluşan işletmelerin performanslarının daha yüksek olduğu belirlenmiştir. İngiltere'de ise kesin bir sonuç alınamamasına karşın, kurumsal

yatırımcıların üstünlüğünün işletme değerini ençoklayacak stratejilerin uygulanmasında etkili olacağı belirtilmektedir.

Roshan (2009)'nın yaptığı çalışmada, sermaye yapısı ile işletmelerin sahiplik yapısı arasındaki ilişki incelenmiştir. İşletmelerin sahiplik yapısı incelenirken elde edilen sonuçlara göre işletme yöneticilerine işletmeden pay verildiği takdirde, işletme karlılığının daha yüksek oranda arttığı görülmektedir. Bunun nedeni olarak temeli temsil teorisine dayanan, yöneticilerin işletme çıkarlarına yönelik çalışmasıyla aslında hisse sahibi olmasına bağlı olarak kendi çıkarları içinde çalışması gösterilmektedir. Dolayısıyla işletmelerin finansman kararlarını oluştururken gerek borç kullanımında katlanılacak riske, gerekse hisse senedi ihracı ile yaratılacak finansman kaynağından doğacak kontrol problemlerine dikkat edilmektedir. Bu çalışmada bağımlı değişken olarak belirlenen borç öz sermaye oranını açıklamak üzere vergi ve sermaye harcamalarının yanı sıra işletme yöneticilerinin ne kadarlık işletme payına sahip olduğu da bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre işletmelerin sermaye yapısı kararlarını oluştururken farklı değişkenlerin etkisinin de olabileceği fakat işletme sahipliğinde payı olup hem de yönetici olan bireylerin olmasının da etkili olduğu görülmektedir (Roshan, 2009).

Sahiplik temelinde yapılan bir diğer çalışma Short, Keasey ve Duxbury (2002) yapmıştır. Short, Keasey ve Duxbury (2002) İngiltere'deki faaliyet gösteren işletmelerin dahil edildiği çalışmalarında, işletme ortaklarının yönetici olmalarının borçlanma oranını artırdığını öne sürmüşlerdir. Buna ek olarak işletmede yönetici olmayan bir büyük ortağın bulunmasının ise borçlanma oranını düşüreceği sonucuna varmışlardır.

Bayraktaroğlu (2010)'nın yaptığı çalışma da işletme performansı üzerine sahiplik yapısının etkisi incelenmiştir. İMKB'de faaliyet gösteren işletmelerin değerlendirildiği bu çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler; Tobin-Q, varlıkların karlılığı, öz kaynakların karlılığı iken bağımsız değişkenler olarak, en büyük ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı, en büyük beş ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı payı ve yönetici sahipliği kullanılmıştır. 2005-2009 yılları arasındaki dönemi kapsayan çalışmada bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki açıklama güçleri analiz edilmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre sahiplik yapısı değişkenlerinin farklı modeller kapsamında finansal performans üzerinde etkili olduğu ifade edilebilir. Genel olarak yoğunlaşma değişkenleri ve halka açıklık oranlarının finansal performans üzerinde etkisi

olduğu tespit edilirken, yabancı payı ve yönetici sahipliği değişkenlerinin finansal performans üzerinde beklenildiğinin aksine etkili olamadığı bulunmuştur.

Xu ve Wang (1997), işletme performansı üzerine kurumsal yönetim sisteminin etkisini incelemiştir. Çin'de iki borsada işlem gören 500'ün üzerinde işletmenin sahiplik yapısını değerlendirdiğinde, bu işletmelerin %30'unun devlet sahipliğinde, %30'ünün kurumların sahipliğinde, %30'unun şahısların sahipliğinde ve geriye kalan %10'unun çalışan ve yabancı sahipliğinde olan işletmeler olduğu belirtilmiştir. Piyasa değeri/defter değeri oranı, özsermaye üzerinden getiri ve varlık üzerinden getiri olarak belirlenen performans ölçütleri ile sahiplik yapısı yoğunluğunu temsil eden Herfindahl endeksi, en büyük on ortağın hisse oranı ve sahiplik kimliği arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Yazarlar sahiplik yoğunluğu ile sahiplik kimliği (devlet, yabancı, şahıs sahipliği gibi) olarak belirtilen sahiplik yapısının işletme performansı üzerine pozitif etkisi olduğunu sonucunu bulmuşlardır.

Claessens ve Drankov (1999), 1992-1997 dönemi için Çek Cumhuriyetinde faaliyet gösteren 706 işletmeyi analiz etmişlerdir. Çalışmada sahiplik yoğunluğunun, işletme karlılığına ve işgücü verimine etkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Sahiplik yoğunluğu en büyük beş hissedarın hisse oranı olarak ifade edilmiş olup sahiplik yoğunluğunun işletme karlılığı ve işgücü verimi üzerine pozitif bir etkisi olduğu belirtilmiştir.

Hovey, Li ve Naughton (2003) Çin Shanghai ve Shenzen borsalarında işlem gören 97 işletme üzerinde yaptıkları çalışmada, işletmenin sahiplik yapısı bileşenleri ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sahiplik yapısı bileşenlerini ifade eden değişkenler en büyük beş ortağın sahiplik yoğunlaşması, devlet ve tüzel kişilerin ortaklığı ve herfindahl endeksidir. İşletme performansı göstergesi olarak Tobin's Q kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre işletme performansı göstergesi Tobin's Q ile sahiplik yoğunluğu arasında bir ilişkinin olmadığı fakat sahiplik yapısında tüzel kişilerin yer aldığı işletmelerde performansla bu ortaklık yapısının pozitif ilişkisi olduğu görülmüştür.

Mitton (2002) çalışmasında kurumsal yönetimin işletme performansı üzerine etkisi olup olmadığını incelemiştir. Çalışma kapsamında Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland'da faaliyet gösteren işletmeler dahil edilmiştir. Yazar kurumsal yönetim değişkenlerinden biri olarak sahiplik yapısını belirlemiştir. Sahiplik yapısını ise yazar, büyük ortağın ortaklık oranı ve %5'ten daha fazla hisseye sahip ortakların hepsinin toplam hisse

oranı olarak ifade etmiştir. Performans ölçütü olarak hisse senedi fiyatı kullanılmış olup, sahiplik yapısı değişkenleri ile hisse senedi fiyatı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Morck, Shleifer ve Vishny (1988) Fortune 500’de yer alan 371 işletmenin yönetici sahipliği yapısı ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. İşletme değeri Tobin’s Q ile belirtilmiştir. Yöneticilerin sermaye paylarındaki %1’lik artışları, sermaye payları %0-%5 aralığında ise Tobin’s Q’da %6.2’lik bir artış olmaktadır. Sermaye payları %5-%25 aralığına yükseldiğinde, Tobin’s Q değeri %1.6’lık düşüş gerçekleşmektedir. Yazarlara göre yöneticilerin sermaye içinde sahip olduğu payı yükseldikçe, yerini sağlamlaştırdığı düşüncesi ve işletme dışı alanlara ilgisinin yönelmesi sonucuna bağlı olarak işletme değeri düşüşe geçmektedir.

Lins (2002) işletme performansı, işletme sahiplik yapısı ve oy hakları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yöneticinin kontrol hakkının arttığı işletmelerde işletme değerinin düştüğü görülmektedir. Özellikle yasal korumaların hissedarları korumakta zayıf kaldığı ülkelerde yöneticinin sermaye payı arttıkça, işletme performansı üzerine negatif bir etkinin olduğu görülmüştür.

Filatotchev, Lien ve Piesse (2005) Tayvan menkul kıymet borsasında işlem gören 228 işletmeyi sahiplik yapıları ve işletme performansı üzerine etkisini incelemişlerdir. Yazarlar performans ölçütü olarak çeşitli finansal tablolardan elde ettikleri oranları, piyasa değeri defter değeri oranını ve hisse başına kazancı belirlemişlerdir. Çeşitli sahiplik yapılarına göre inceledikleri işletmelerde, aile sahipliğine sahip işletmelerin performansı üzerine sahiplik yapısının etkisinin negatif olduğu bunun yanı sıra kurumsal sahipliği olan işletmelerin performanslarının pozitif durumda olduğu belirtilmiştir. Bunun nedeni olarak aile sahipliği olan işletmelerin yönetiminin ve kontrolünün aileye bağlı olması gösterilmektedir. Kurumsal sahipliği olan işletmelerde ise yönetim daha profesyonel gerçekleştirildiği için işletme performansları daha yüksek olmaktadır.

Zheka (2005) Ukrayna menkul kıymet borsası listesinde yer alan toplam 283 işletme üzerinde farklı sahiplik yapılarının ve kurumsal yönetimin işletme performansı üzerine etkisinin ne şekilde olduğunu incelemiştir. Sahiplik yapısı değişkenleri olarak, işletmedeki en büyük yabancı sahiplik oranını, işletmedeki en büyük şahıs sahipliği oranını, işletmedeki yöneticinin sahiplik oranını, işletmenin kamusal sahiplik oranını, işletmedeki kurumsal sahiplik oranını, finansal kurumlar tarafından temsil edilen sahiplik oranını, sahiplik

yoğunluğunun özel veya hükümet yoğunluğunu kullanmışlardır. Dummy değişken olarak sektörleri almışlardır. Farklı bir modelle kullanılan bağımlı değişken ise kurumsal yönetim indeksidir. Yazar, Farrell'in teknik verimlilik ölçümünü kullanmıştır. Elde ettikleri sonuçlara göre işletme sahipliğinin yoğunluğu ve kimlikleri işletme performansını etkilemektedir. Sahiplik yoğunluğu ile kurumsal yönetim pozitif bir ilişkiye sahiptir. İyi bir kurumsal yönetim olmadığında yatırımcıların işletme üzerindeki kontrolleri düşük yasal korumalar nedeniyle azalmaktadır.

Pagano, Panetta ve Zingales (1998), işletmelerin neden halka açılmak istediklerini incelemişlerdir. Finansal olmayan ve halka açılmayı planlayan İtalyan işletmelerini 1982-1992 dönemi boyunca izlemişlerdir. Halka açılma olasılığı ile öncelikle işletme büyüklüğü, satışlar, sermaye harcamaları, büyüme oranı, borçlanma oranı, kredi maliyetleri ve piyasa değeri defter değeri oranı arasındaki ilişki probit model ile analiz edilmiştir. Yazarların elde ettiği sonuca göre halka açılma olasılığı karlılık, satış ve piyasa değeri defter oranı ile pozitif bir ilişki içindedir.

Selarka (2005) sahiplik yapısı ve kurumsal yönetimin firma değeri üzerine etkisinin olup olmadığını açıklamak üzere Bombay menkul kıymetler borsasında işlem gören 1371 işletmeyi 2001 için incelemişlerdir. En küçük kareler yöntemi ile yapılan analizde bağımlı değişken olarak firma değeri piyasa değeri defter değeri oranı ile ifade edilmiştir. Sahiplik yapısı değişkenleri olarak içsel sahiplik, sahipliğin %5'ine, %10'nuna ve %15'ine sahip blok, baskın ve güçlü olarak sahiplik yoğunluğu değişkenleri oluşturulmuştur. Kontrol değişkenleri olarak, işletme büyüklüğü, işletme yaşı, kaldıraç oranı, maddi varlıklar, sektör dummiesi, uluslar arası rekabet oranı ve bir işletme grubuna bağlı olup olmama durumudur. Elde edilen sonuçlara göre içsel sahiplik ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür (Selarka, 2005).

Ooghe ve De Langhe (2002)'ın yaptığı çalışmada, işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki farklılıklar incelenmiştir. Anglo- Sakson ve Kıta Avrupası modeli, sahiplik yoğunluğu, sahiplik kimliği, hisse senedi piyasasının likit olması ve sahiplik çatışmalarına bağlı olarak farklılık göstermektedir. Özellikle sahiplik ve kontrol ayırımına ait problemler kurumsal yönetimin farklı olmasıyla değişir ve çözülür. Belçika'da faaliyet gösteren 122 işletme üzerinde bir anket uygulaması yapılmıştır. İşletme yöneticileri ve CEO'lar üzerinde uygulanan anket sonucuna göre kurumsal yönetim farklılığına bağlı olarak

yönetim kurullarının büyüklükleri de değişmektedir. Anglo-Sakson kurumsal yönetim uygulamalarının geçerli olduğu işletmelerin yönetim kurulları daha geniştir. Diğer yandan kurumsal yönetim uygulamalarının farklılaşmasına sahiplik yapılarının neden olmadığı belirtilmektedir. Literatürde konu ile ilgili yapılmış çalışmalardan örnekler Tablo 2.1’de sunulmaktadır.

Tablo 2.1 Literatürde Konu İle İlgili Yapılmış Çalışmalardan Örnekler

Yıl	Yazarlar	Örneklem	Değişkenler	Çalışmanın Amacı	Çalışmanın Sonucu
1985	Demsetz ve Lehn (1985)	511 adet Amerikan işletmesi	Sahiplik yapısı değişkenleri, en büyük beş hissedarın yüzdesi, en büyük yirmi hissedarın yüzdesi, herfindahl indeksi, aile ve şahıs işletmesi olarak en büyük beş işletmenin kontrol ettiği hisse yüzdesi, kurumsal yatırımcının kontrol ettiği hisse yüzdesi. Diğer değişkenler, sektörel dummy, aylık getiri, getirinin ortalama standart sapması, aylık getiri standart sapması ve yıllık getiri standart sapması, sermaye harcamaları, reklam harcamaları, arge harcamaları ve toplam varlık değeri	Berle ve Means (1932) tarafından yapılan çalışmaya karşı yapılan bir çalışmadır. Sahiplik yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir.	Farklı sektörlerde yer alan işletmelerin sahiplik yoğunlukları değişiklik göstermektedir. Medya sektöründe faaliyet gösteren işletmeler, aile ve kurumsal işletmelere kıyasla daha yüksek sahiplik yoğunluğu göstermektedirler.
1988	Morck, Shleifer ve Vishny (1988)	Fortune 500 de yer alan 371 işletme	İşletme değeri Tobin's Q ile sermaye sahipliği ise sermaye paylarına göre gruplandırılarak ifade edilmiştir.	İşletme değeri ile yönetici sahipliği arasındaki ilişkinin incelenmesi	İşletme de yönetici sahipliği arttıkça firma değeri düşmektedir.
1994	Bathala, Moon ve Rao (1994)	Newyork Menkul Kıymet Borsasında, Amerikan Menkul Kıymet Borsasında ve borsada kote edilmemiş işletmeler	İki model oluşturulmuştur; 1) bağımlı değişken, kaldıraç oranı, bağımsız değişkenler; kazanç volatilitesi, varlık büyümesi, kurumsal sahiplik ve yönetsel sahiplik büyümesi, maddi olmayan varlıklara yönelik masraflar ve vergi kalkını 2) bağımlı değişken, yönetsel sahiplik büyümesi, bağımsız değişkenler, hisse senedi getiri volatilitesi, varlık büyümesi, maddi olmayan varlıklara yönelik masraflar, işletme büyüklüğü, kurumsal sahiplik ve borçlanma oranı	İşletmede kurumsal sahipliğin borçlanma politikası ve yönetsel sahiplik üzerine etkisinin incelenmesi	Borçlanma ile yönetici sahipliği arasında, kurumsal yatırımcıların işletmeyi izlemesine imkan veren bir ilişki vardır. Kurumsal yatırımcı sahipliği ile borçlanma seviyesi ve yönetici sahipliği arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Tablo 2.1 Devamı

1997	Xu ve Wang (1997)	Çin borsasında işlem gören 500'ün üzerinde işletme	Performans ölçütü, Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, Özsermaye Üzeri Getiri, Varlık Üzeri Getiri, Sahiplik yoğunluğu göstergesi, Herfindahl indeksi, en büyük 10 ortağın hisse oranı ve sahiplik kimliği	İşletme performansı üzerine sahiplik yapısı ve kurumsal yönetim etkisinin incelenmesi	Sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği ile işletme performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.
1997	Pagano, Panetta ve Zingales (1997)	Finansal olmayan ve halka açılmayı planlayan İtalyan işletmeleri	Bağımlı değişken halka açılma olasılığı, bağımsız değişkenler, büyüklük, büyüme, aktif karlılığı, kaldıraç oranı, Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, sermaye harcamaları, yatırımlar, finansman tercihleri	İşletmelerin halka açılma nedenlerinin belirlenmesi	Halka açılma olasılığı ile karlılık, satış büyüklüğü ve piyasa değeri-defter değeri arasında pozitif yönlü bir ilişkisi vardır.
1999	Claessens ve Drankov (1999)	1992-1997 dönemi Çek Cumhuriyeti'nde faaliyet gösteren 706 işletme	Sahiplik yoğunluğu göstergesi en büyük 5 hissedarın hisse oranı	Sahiplik yoğunluğu ile işletme karlılığı ve iş gücü verimi arasındaki ilişkinin incelenmesi	Sahiplik yoğunluğu ile işletme karlılığı ve iş gücü verimi arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğu tespit edilmiştir.
2002	Short, Keasey, Duxbury (2002)	Londra Menkul Kıymet Borsasında işlem gören 226 işletme	Bağımlı değişken olarak borçlanma oranı, bağımsız değişken olarak, hisse sahibi olan yönetimin hisse oranı, en büyük dış hissedarın oranı, hissedar yüdesi %10'a göre dummy değişken, mevcut durumda yönetsel sahipliğin olup olmamasına göre dummy değişken, duran varlık/toplam varlık, karlılık, toplam varlık büyümesi, iş riski, ARGE harcamaları/toplam satışlar, işletme büyüklüğü ve sektör dummiesi.	Çalışmanın amacı, sermaye yapısı üzerine yönetsel sahipliğin ve sahiplik yoğunluğunun etkisinin olup olmadığının incelenmesi	İngiltere'de borçlanma oranı yönetici sahipliği ile pozitif, sahiplik yoğunluğu ile negatif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir.
2003	Hovey ve diğerleri (2003)	Çin, Shanghai ve Shenzen borsalarında işlem gören 97 işletme	Sahiplik yapısı değişkenleri: en büyük 5 ortağın sahiplik yoğunluğu, devlet ve tüzel kişilerin sahipliği Performans göstergeleri: Herfindahl indeksi, Tobin's Q'dur.	Sahiplik yapısıyla işletme performansı arasındaki ilişkinin incelenmesi	İşletme performansı ile sahiplik yoğunluğu arasında anlamlı bir ilişki yoktur. İşletme performansı ile sahiplik kimliği arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 2.1 Devamı

2005	Filatotchov vd. (2005)	Tayvan Menkul Kıymet Borsasında işlem gören 228 işletme	Performans ölçütü olarak piyasa değeri/defter değeri oranı ve hisse başına kar oranı	İşletmelerin sahiplik yapısı ile performansların arasındaki ilişkinin incelenmesi	Aile işletmeleri ile işletme performansı arasında negatif, kurumsal sahiplik ile pozitif yönlü bir ilişki saptanmıştır.
2005	Zheka (2005)	Ukrayna Menkul Kıymet Borsasında işlem gören 283 işletme	Sahiplik yapısı değişkenleri: en büyük şahıs sahipliği oranı, yönetici sahipliği oranı, kurumsal sahiplik oranı, finansal kurum sahipliği oranı, sahiplik yoğunluğu(şahıs veya devlet) ve kurumsal yönetim indeksi Kullanılan yöntem ise Farrellin teknik verimlilik ölçütü	İşletme performansı üzerine kurumsal yönetimin ve sahiplik yapısının incelenmesi	Sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği işletme performansını etkilemektedir.
2005	Selerka (2005)	Bombay Menkul Kıymet Borsasında işlem gören 1371 işletme	Dağımlı değişken olarak firma değeri; piyasa değeri/defter değeri oranı sahiplik yapısı değişkenleri; içsel sahiplik oranı, sahiplik yoğunluğu dereceleri kontrol değişkenleri ise; işletme büyüklüğü, işletme yaşı, kaldıraç oranı, maddi varlıkları, sektörler	Sahiplik yapısı ve kurumsal yönetimin firma değeri üzerinde etkisi olup olmadığının incelenmesi	İçsel sahiplik ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki vardır.
2006	Kirchmaier ve Grant (2006)	Almanya, İspanya, Fransa, İtalya ve İngiltere' de faaliyet gösteren, halka açık en büyük 110 işletme	Performans göstergesi hisse senedi fiyatıdır. Sahiplik yapısı değişkenleri olarak, yasal kontrol, dağımlık sahiplik ve her ülkeye ait oy hakkı veren hisselerin seviyesi kullanılmıştır.	İşletme performansı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkinin incelenmesi.	İspanya ve Almanya'da sahiplik yapısı ile işletme performansı arasında negatif bir ilişki, İtalya ve Fransa'da devlet sahipliğinin performansa düşük etkisi olduğu, Almanya, Fransa ve İspanya'da baskın sahiplik yapısının verimsiz olduğu görülmüştür.

Tablo 2.1 Devamı

2008	Marchica (2008)	İngiltere'de faaliyet gösteren ve finansal olmayan işletmeler	Değişkenler yıllık borçlanma oranı bağımlı değişkendir. Sahiplik yapısı değişkenleri, kurumsal sahiplik oranı, en büyük yönetsel olmayan sahiplik oranı, kurumsal olmayan sahiplik oranı, en büyük kurumsal sahiplik oranı, sahiplerin sayısı, yönetici sahipliği oranı ve kontrol değişkenleri.	İşletmenin sahiplik yapısı ile borçlanma tercihleri arasındaki ilişkinin incelenmesi	Yönetici sahipliği ile kısa vadeli borçlanma arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.
2008	Lee (2008)	Güney Kore'de Kore Menkul Kıymet Borsasında işlem gören 579 işletme	Sahiplik yapısı değişkenleri, kontrolü elinde bulunduran büyük hissedarın sahiplik yoğunluğu, Yabancı sahiplik yüzdesi, kurumsal sahiplik yüzdesidir. Diğer değişkenler, toplam varlık büyüklüğü, kaldıraç oranı, likidite, risk, sektör dummiesi, iş döngüsüdür. Performans göstergeleri net gelir/toplam varlık oranı, olağan gelir/toplam varlık oranı	İşletme performansı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkinin incelenmesi sahiplik yoğunluğu, yabancı sahiplik ve kurumsal sahiplik ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki beklentisi vardır.	İşletme performansı ile sahiplik yoğunluğu arasında pozitif yönde ilişki vardır.
2009	Toraman ve Cengiz (2009)	2005-2007 dönemi İMKB'de işlem gören ve finansal olmayan 194 işletme	Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler; toplam borç/pasif toplamı uvb/pasif toplamı, kvb/pasif toplamı bağımsız değişkenler; en büyük ortağın sahiplik oranı, en büyük üç ortağın sahiplik oranı, en büyük beş ortağın sahiplik oranı, Kontrol değişkenleri; duran varlık/toplam varlık, varlık büyüklüğü, (FVÖK+Amortisman)/toplam varlık, net çalışma sermayesi/dönen varlıklar	Sahiplik yapısı ile işletmelerin borçlanma tercihleri arasındaki ilişkinin incelenmesi	Sahiplik yapısındaki yoğunlaşma işletmenin borçlanma tercihlerini etkilemektedir. Aralarında pozitif yönlü bir ilişki görülmektedir.

Tablo 2.1 Devamı

2010	Ramli (2010)	Malezya'da faaliyet gösteren işletmeler	Çalışmada bağımlı değişken, kar payı ödeme oranı, bağımsız değişkenler ise, en büyük hissedarın oranı, en büyük ikinci hissedarın oranı, ikinci hissedarın sahiplik oranı %5'den fazla ise dummy değişken olarak belirlenmiştir. Kontrol değişkenleri olarak; aktif karlılığı, işletme büyüklüğü, piyasa kapitalizasyonu/toplam varlıklar, risk, sektör ve yıl için dummy değişken.	Sahiplik yapısı ile kar payı politikası arasındaki ilişkinin incelenmesi	Sahiplik payı ile kar payı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.
2010	Bayraktaroğlu (2010)	İMKB'de işlem gören işletmeler	Bağımlı değişkenler; tobin-q, varlıkların karlılığı, öz kaynakların karlılığı iken bağımsız değişkenler olarak, en büyük ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı, en büyük beş ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı payı ve yönetici sahipliği kullanılmıştır	İşletme performansı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkinin incelenmesi sahiplik yoğunluğu, yabancı sahiplik ve kurumsal sahiplik ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki beklentisi vardır.	Sahiplik yapısı değişkenlerinin farklı modeller kapsamında finansal performans üzerinde etkili olduğu ifade edilebilir. Genel olarak yoğunlaşma değişkenleri ve halka açıklık oranlarının finansal performans üzerinde etkisi olduğu tespit edilirken, yabancı payı ve yönetici sahipliği değişkenlerinin finansal performans üzerinde beklenildiğinin aksine etkili olmadığı bulunmuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İŞLEM GÖREN İŞLETMELERİN TEMEL KARARLARI ÜZERİNE SAHİPLİK YAPILARININ ETKİSİNİN İNCELENMESİ

Bu bölümde Türk işletmelerini temsilen belirlenen, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında kesintisiz olarak işlem gören işletmelerin temel kararları olan sermaye yapısı kararları, kar dağıtım kararları ve yatırım kararları üzerine işletmelerin sahiplik yapılarının etkisi incelenmekte olup, yapılan araştırmaya ait açıklamalar bu bölümde yer almaktadır.

Teorik literatürde işletmelerin sahiplik yapısının işletme temel kararlarını etkileyen faktörlerden biri olduğu görülmektedir. Sahiplik yapısı kavramının çeşitli bileşenlerle ifade edilmesi bu ilişkinin tespitinde farklı etkiler göstermektedir. Yapılacak analizlerde işletmelerin sahiplik yapılarının işletme temel kararlarını etkileyen değişkenlerden biri olduğunun tespit edilme beklentisi vardır. Bu amaçla öncelikle araştırmanın amacı ve kapsamı ifade edilmekte olup, geliştirilen hipotezler, ekonometrik yöntemler³ ve analiz sonuçları detaylı biçimde sunulacaktır.

3.1 Araştırmanın Önemi ve Amacı

İşletmelerin temel amacı olan piyasa değerini ençoklama 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. Buna bağlı olarak araştırmanın amacı, işletmelerin sahiplik yapılarını ifade eden sahiplik yapısı bileşenleri olan sahiplik yoğunluğu ile sahiplik kimliğinin işletmenin

³ Tezde yapılan analizler için STATA 10.0 ve E-views 6 ekonometrik paket programları kullanılmıştır.

temel kararları olan sermaye yapısı kararları, kar dağıtım kararları ve yatırım kararları üzerine etkisinin olup olmadığının ve etkisinin olduğu durumda etkinin ne yönde olduğunun belirlenmesidir.

Bu amaç doğrultusunda, 2002-2010 yılları arasında İMKB’de işlem gören ve verilerine kesintisiz ulaşılan 162 tane işletmenin öncelikle sahiplik yapılarının ne şekilde olduğu, daha sonra işletmelerin temel kararları üzerine sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliğinin etkisinin ne yönde olacağına dair ilişki belirlenmeye çalışılmıştır.

3.2 Araştırmanın Kapsamı ve Veri Seti

Çalışma kapsamında incelenen işletmeler İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (Ulusal-100) işlem gören ve 2002-2010 yılları arasında süreklilik arz eden⁴ işletmelerdir. Ulusal-100’de işlem görmesine rağmen verilerine ulaşılamayan veya çeşitli nedenler ile İMKB kotasyonundan çıkarılan işletmeler çalışmaya dahil edilmemiştir. İşletmelere ilişkin bilgiler İstanbul Menkul Kıymet borsasının resmi web sitesinde yer alan şirket yıllıklarından, işletme mali tablolarından ve işletme mali tabloları dip notlarından, kamuyu aydınlatma platformunun resmi web sitesinden derlenmiştir. Bu kaynaklardan ulaşılamayan bilgilere işletmelerin kendi web sitelerinden ulaşılmıştır.

Çalışmanın veri setini 2002-2010 yılları arasında İMKB’de işlem gören 162 işletme oluşturmaktadır. Bu veriler bir araya getirilerek 162 işletmeye ait 9 dönemlik dengeli bir panel oluşturulmuştur. Çalışmada yer alan işletmeler Ek-2’de belirtilmektedir. Bu çalışmada kullanılan gözlem sayısı 1458’dir.

Çalışmanın temel değişkenlerinden olan sahiplik yapısını ölçmek için literatürde farklı ölçüler kullanılabilmektedir. Özellikle sahiplik yapısı kavramının tek bir gösterge ile ifade edilememesi, sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği bileşenlerinden oluşması farklı çalışmalarda farklı değişkenlerin kullanılmasına neden olmuştur. Zhang (1998), Truong ve Heaney (2007), Liu, Tian ve Wang (2011,) Khan (2005), Stouraitis ve Wu (2004); Brailsford, Oliver ve Pua (2002) ve Pindado ve De La Torre (2004) tarafından sahiplik yapısının ele alındığı çalışmalarda en büyük ortağın sahiplik oranı, %5 ve daha fazla hisseyi elde tutan

⁴ Tezde kullanılan veri seti için “hayatta kalma yanlılığı (survivorship bias)” olup olmadığı değerlendirildiğinde, Gonzalez, Molina ve Pablo (2010) yılında yaptıkları çalışmada, bu tip verilerde hayatta kalma yanlılığının olduğu fakat bu yanlılığı test etmek için örneklem grupları incelendiğinde belirlenen işletme grubu ile analize dahil edilen tüm işletmelerin sonuçları arasında farklılık olmadığı belirtilmektedir. Dolayısıyla hayatta kalma yanlılığı olsa dahi analiz sonuçları etkilenmemektedir.

hissedarların yüzdesi, en büyük ilk hissedar gibi değişkenler sahiplik yoğunluğunu temsil etmek için kullanılmıştır. Literatürde ayrıca Ramli (2010), Liu,Tian ve Wang (2011), Khan (2005), Kouki ve Guizani (2009) ve Curtiss, J., Latruffe, L. Medonos, T. ve Ratering, T. (2007), sahiplik yoğunluğunu temsilen kukla değişken (hakim sahiplik-dağılık sahiplik), sahiplerin sayısı, en büyük 2., 3., 5. ve 10. hissedarın payını kullanmışlardır.

Diğer yandan Al- Fayoumi ve Abuzayed (2009), Teruel ve Solano (2009), Stouraitis ve Wu (2004), Wen ve Jia (2010), Short, Zhang ve Keasey (2002), Brailsford, Oliver ve Pua (2002), Curtiss,J., Latruffe, L. Medonos, T. ve Ratering, T. (2007), Ruiz-Porras ve Lopez-Mateo (2010), Pindado ve De La Torre (2004), Gugler, Mueller ve Yurtoğlu (2008); Lopez-Iturriaga ve Rodriguez-Sanz (2001), Liu,Tian ve Wang (2011), Kouki ve Guizani (2009), Teruel ve Solano (2009), Khan (2005), Short, Zhang ve Keasey (2002) ve Cho (1998) tarafından yapılan çalışmalarda yönetsel sahiplik oranları, kurumsal sahiplik oranları, devlet sahipliği oranları, aile sahipliği oranları, içsel sahiplik oranları ve çeşitli sahiplik kimliklerini temsil eden kukla değişkenler sahiplik kimliklerini ifade etmekte kullanılmaktadır. Yapılan çalışmaların hangi değişkenleri modellerine dahil ettikleri Ek-3’de ifade edilmektedir.

Tezde de 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.

Sahiplik yapısından etkilenip etkilenmediği incelenecek temel kararlardan birisi olan sermaye yapısı kararları toplam borç/toplam varlık oranı, kısa vadeli borç/toplam varlık oranı ve uzun vadeli borç/toplam varlık oranı ile, kar dağıtım kararları kar payı ödemeleri toplamı, nakit kar payı/ piyasa kapitalizasyonu oranı ve temettü verimi ile, yatırım kararları maddi duran varlık yatırımı, maddi duran varlık yatırımı/satışlar oranı ve maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımı ile temsil edilmekte olup, literatürde yapılan çalışmalarda benzer değişkenlerin kullanıldığı görülmektedir. Literatürde temel kararlar değişkeni olarak modellere dahil edilen değişkenler Ek-3’de belirtilmektedir. 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 hesaplanış şekli Tablo 3.1.'de özetlenmektedir. Tezde kullanılan değişkenler, işletmelere ait bilanço⁵, gelir tablosu, şirket yıllıkları ve işletmelere ait web sitelerinden derlenmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkenleri olan, işletmelerin temel kararlarının her biri üç farklı değişken ile gösterilmektedir. Temel kararları ifade eden değişkenleri etkileyecek olan sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği değişkenleri ile diğer değişkenler modellerde bağımsız değişken olarak yer almaktadır.

Tablo 3.1 Çalışmada kullanılan değişkenler

Sermaye Yapısı Değişkenleri	
TBTV	Toplam Borç/Toplam Varlık Oranı
KVBTV	Kısa Vadeli Borç/Toplam Varlık Oranı
UVBTV	Uzun Vadeli Borç/Toplam Varlık Oranı
Kar Dağıtım Kararları Değişkenleri	
KAR1	Kar Payı Ödemeleri Toplamı
KAR2	Nakit Kar Payı/ Piyasa Kapitalizasyonu
KAR3	Temettü Verimi Oranı ⁶
Yatırım Kararları Değişkenleri	
YAT1	Maddi duran varlık yatırımı ⁷
YAT2	Maddi duran varlık yatırımı/satışlar
YAT3	Maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımı ⁸
Sahiplik Yapısı Değişkenleri	
EBHO	En büyük hakim ortağın payı
EBDO	En büyük diğer ortağın payı
DHO	Dağılmış hisselerin oranı (Dağınık sahiplik yapısı)
YÖNSO	Yönetimde görev alan hissedarın sahip olduğu pay
DEVLET	Devletin sahip olduğu pay (Devlet sahipliği)
HOLDİNG	Holdingin sahip olduğu pay (Holding sahipliği)
KURUM	Kurumun (banka, sigorta ve finansal kurum) sahip olduğu pay
YABANCI	Yabancı ortakların sahip olduğu (Yabancı sahiplik)
VAKIF	Vakıfların sahip olduğu pay

⁵ 2003-2004 dönemine ait işletme bilançoları enflasyon düzeltmeli rakamlardır.

⁶ Temettü verimi oranı (TV) dönem başında satın alınan bir hisse senedine ödenen paranın ne kadarının yıl içinde temettü olarak geri alındığını gösterir (Korukoğlu ve Korukoğlu, 2005, s.48).

⁷ Maddi duran varlık yatırımı = ((maddi duran varlıklar(t)-maddi duran varlıklar(t-1))+amortisman gideri)/toplam varlıklar

⁸ Maddi duran varlık yatırımı = ((maddi duran varlıklar(t)-maddi duran varlıklar(t-1))+amortisman gideri)/toplam varlıklar

Maddi olmayan duran varlık yatırımı= ((maddi olmayan duran varlıklar(t)-maddi olmayan duran varlıklar(t-1))+amortisman gideri)/toplam varlıklar

Maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımı= maddi duran varlık yatırımı+maddi olmayan duran varlık yatırımı

AİLED	Aynı soyada sahip en az iki ortağın olması (Kukla değişken) (Aile sahipliği) ⁹
Diğer Değişkenler	
TVDLOG	Toplam varlıkların logaritması (İşletme büyüklüğü)
DUVTV	Duran varlıklar toplam varlık oranı (Varlık Yapısı)

3.3 Araştırmanın Yöntemi

İstatistiksel analizlerde veriler zaman kriteri dikkate alınarak üç sınıfa ayrılmaktadır. Bunlar; zaman serisi verileri (time series data), yatay-kesit verileri (cross-section data) ve bu iki veri türünün birleşiminden meydana gelen karma verilerdir (mixed data). Eğer aynı kesit birim (birey, aile veya işletme) zaman içinde izleniyorsa bu tür karma verilere panel veri (panel data) adı verilir (Gujarati, 1999, s. 23-24).

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.

En küçük kareler yöntemi (OLS) diğer bir deyişle havuzlanmış regresyon modeli (POLS) olarak da adlandırılan yöntemde tüm yatay kesit ve zaman kesiti gözlemleri için sabit terimin ve katsayıların aynı kaldığı veya homojen olduğu varsayılmaktadır. (Mao ve Gu, 2008, s.147). Temel denklemi tahmin etmenin en basit yöntemi olarak OLS modeli kullanılmaktadır. En küçük kareler yönteminde regresyon modelinin matematiksel ifadesi aşağıdaki gibidir;

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Baltagi, 2005}).$$

Sabit etkiler modelinde, denklemde belirtilen sabit terimin bütün yatay kesitler için tüm zaman serileri boyunca sabit kaldığı kabul edilmektedir (Greene, 2003, s.615). Modelin matematiksel ifadesi;

$$y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

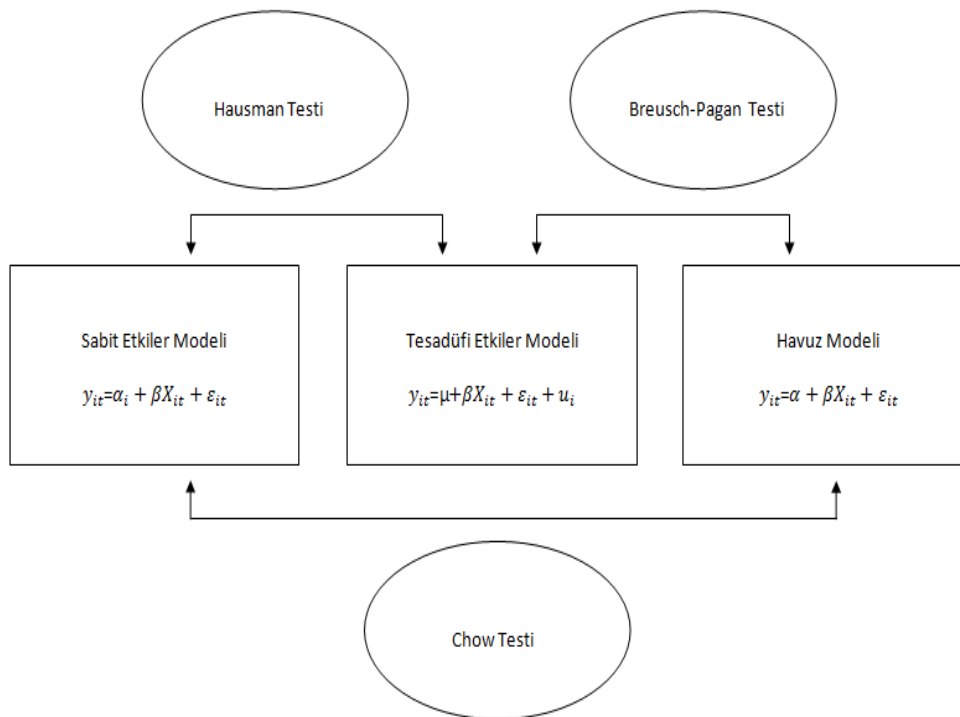
⁹ Aynı soyada sahip en az iki ortağın olması “1”, Aynı soyada sahip ortak olmaması “0” olarak kodlanmıştır.

Tesadüfi etkiler modelinde analize dahil edilen birimler rastgele olarak ana kütleden alınmaktadır. Bu model birimler arasındaki sabit katsayıların farklılaşmadığını varsaymaktadır (Öz ve Güngör, 2007, s.326). Modelin matematiksel ifadesi aşağıdaki gibidir;

$$y_{it} = \mu + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} + u_i \quad t: \text{zaman}; i: \text{işleme}$$

Kesit ile zaman serisinin bir araya getirilmesinden oluşturulan panel veri analizi, zaman serisi özelliklerini ve zaman serilerinde görülen problemleri de beraberinde taşır. Tıpkı zaman serisi verilerinde olduğu gibi değişkenlerin birim kök içerip içermediği, aynı dereceden birim köke sahip değişkenler arasında eşbütünleşme olup olmadığı incelenmelidir (Gujarati, 1999, s. 23). Çünkü, verilerin durağan olmaması durumunda elde edilecek regresyon tahminleri yanıltıcı (spurious) tahminler olur. Çalışmamızda yapılan testlerde serilerin durağan olduğu görülmektedir. Dolayısıyla eşbütünleşme testleri uygulanmamıştır.

Panel veri yöntemleri Baltagi (2005)' de belirtildiği gibi sabit, tesadüfi etkilerle ve en küçük kareler yöntemine göre gerçekleştirilmektedir. İki olası tahmin modeli arasında seçim yapılabilmesi için çeşitli istatistiksel testler yapılır. Bu testler Chow testi, Breusch Pagan testi ve Hausman Testleridir.



Şekil 3.1 Panel Veri Analizi Adımları

Kaynak: Başaran, 2008, s.113

Chow Testi

Çalışmada kullanılan veri setinin yatay kesit (ülkeler, işletmeler, vd.) ile zamanlar arasında havuzlaştırılıp havuzlaştırılmayacağı önemlidir. Yatay kesit spesifik etkiler ile zaman spesifik etkilerin ortak anlamlılığı Chow testi kullanılarak test edilmektedir. Chow testi kapsamında oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibidir;

Ho= Etkin tahmin edicinin Pool OLS olması

H1= Etkin tahmin edicinin Pool OLS olmamasıdır.

Breusch Pagan Testi

Breusch Pagan testi, tesadüfi etkinin anlamlılığının test edilmesinde yardımcı olmaktadır. Diğer bir deyişle tesadüfi etkiler modeli ile havuz modeli arasında seçim yapmaya imkan tanıyan bir testtir. Bresuch Pagan testi için oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibidir;

Ho= Pool OLS varlığı mevcuttur.

H1= Tesadüfi etki modelinin varlığı mevcuttur.

Boş hipotezin reddedilmesi tesadüfi etki modelinin pool OLS yöntemine karşı kullanılması gerektiğine işaret etmektedir. Bu aşamalardan sonra model seçiminde sabit etki mi yoksa tesadüfi etki modelinin kullanılmasının uygun olacağına dair karar verilmesi gerekmektedir.

Hausman Testi

Birim veya birim ve zaman farklılıklarını temsil eden katsayıların yani rastsal etkiler modelinin hata terimi bileşenlerinin modeldeki bağımsız değişkenlerden ilişkisiz olduğu hipotezinin geçerliliği, Hausman tarafından önerilen test istatistiği ile incelenebilmektedir (Greene, 2003).

Hausman model spesifikasyon testinde boş hipotez bireysel etkilerin modeldeki diğer regresörlerle ilişkisiz olduğunu veya diğer bir deyişle tesadüfi etkinin varlığının olduğunu belirtir. Test sonucunda bulunan $\text{prob}>X^2$ değeri % 5'den küçükse sabit etkiler modeli kullanılmaktadır. Test sonucu hesaplanan değer % 5'den büyükse tesadüfi etkiler modeli kullanılmaktadır.

Modeller oluşturulduktan sonra karşımıza çeşitli istatistiki 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)'ın 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 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. Çalışmada kullanılan istatistiksel yöntemler takip eden bölümde detaylı olarak ele alınmaktadır.

3.3.1 Panel Veri Analizi

Yapılan çeşitli araştırmalarda farklı veri türleri kullanılmaktadır. Bu veri türleri ancak yapılarına uygun modellerle incelenebilmektedir. Zaman serisi ve yatay kesit verileri ile ayrı ayrı analizler yapılabilir. Zaman boyutuna sahip kesit serilerini kullanarak ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine panel veri analizi adı verilmektedir. Bu analizde zaman serileri ile kesit serileri bir araya getirilerek, hem zaman hem de kesit boyutuna sahip veri seti oluşturulmaktadır (Greene, 2003, s.612). Panel veriler tek bir yatay kesit örnekleminin farklı zaman dönemlerinde tekrar tekrar gözden geçirilmesi ile oluşturulan diğer bir deyişle verilerin hem zaman hem de yatay kesitini dikkate alan verilerdir. Örneklem boyutu ise $N \times T$ ile gösterilir (Tüzüntürk, 2007, s. 2). Panel veri analizi ile gruplar arasındaki heterojenliği

kontrol altına alır aynı zamanda bağımsız değişkenler arasındaki çoklu bağlantı problemini¹⁰ minimize ederek tahminler yapılır (Baltagi, 2005).

Panel veri analizi geleneksel analizlere göre hem avantajlara hem dezavantajlara sahiptir. Analizin üstünlükleri ve zayıflıklarının neler olduğu aşağıda açıklanmaktadır.

Panel veri setiyle, zaman kesit ve yatay kesit verileri ile kontrol altına alınamayan heterojenlik, kontrol altına alınmaktadır. Panel veri analizine dahil edilen birimlerin (kişiler, işletmeler, ülkeler ve bölgeler gibi) aynı özellikleri taşımadığı diğer bir deyişle homojen olmadığı varsayılır. Ayrıca panel veri analizi ile yapılan araştırmalarda daha çok sayıda veri elde edilmesi sağlanır. Buna bağlı olarak serbestlik derecesi artar ve açıklayıcı değişkenler arasındaki çoklu bağlantı azaltılır. Panel veri analizinin sağlayacağı diğer bir avantaj ise araştırmalarda yaşanan değişimlerin daha iyi incelenebilir olmasıdır. Çünkü yatay kesitler bir çok değişimin gizli kalmasına neden olurken, panel veri analizi değişimlerin dinamik bir biçimde değerlendirilebilmesine imkan tanır. Panel veri analizinde çoklu gözlem yapılması modellerin daha kolay belirlenmesini sağlar. Panel veri hem zamanlar arası dinamiklerin hem de birimlerin kendine özgü nitelikleri üzerine bilgileri kullanarak eksik veya gözlenemeyen değişkenlerin etkileri kontrol edebilir. (Baltagi, 2005; Hsiao, 2003).

Panel veri analizinin sahip olduğu avantajlarının yanında bazı dezavantajlarının olduğu da görülmektedir. Özellikle panel veri analizini uygulamak için verilerin toplanması ve panel formatına düzenlenmesi en önemli sorunlardan biridir. Ayrıca örneklem seçiminde yaşanan gözlem yanlılığı problemi veri kümelerinde sıklıkla karşılaşılan bir problemdir. Panel veri çalışmalarında ortaya çıkabilecek bir diğer kısıtlamada, özellikle panel veri analizine konu olan yatay kesit birimlerinin her birinin aynı sayıda gözlem değeri içermediği durumlarda beliren gözlem sayısındaki azalmadır. Bu tarz gözlemler ile yapılan panel uygulamaları dengesiz panel veri analizi olarak adlandırılmaktadır (Baltagi, 2005, s.7; Wooldridge, 2002, s.250).

¹⁰ Panel veri setinde hem yatay kesit hem de zaman olmak üzere mevcut olan iki boyut, büyüme sürecinin hem zaman hem de kesit boyutunun bir arada ele alınmasını sağlar. Bu iki boyutun bir arada kullanılması daha fazla bilgi kullanımı ve serbestlik derecesinde artış sağlarken, gözlem sayısındaki artış ölçülen ilişkiye daha fazla değişkenlik katarak, çoklu doğrusal bağlantı problemini de ortadan kaldırır (Baltagi, 2005; Zeren ve Yılcı, 2011).

3.3.2 Birim Kök Testleri

Panel veri analizinde regresyon tahminin yapılabilmesi için önce analize dahil edilecek verilerin analize uygunluğunun incelenmesi gerekmektedir. Bunun için öncelikle verilerin durağanlığı belirlenmeye çalışılmaktadır.

Panel veriler zaman serileri ve yatay kesit verilerinden oluşan karma veriler olduklarından yapıları gereği zaman boyutu taşımaktadırlar. Bu çerçevede, zaman serileri durağan ve durağan olmayan zaman serileri olmak üzere ikiye ayrılır. Bir zaman serisinin durağanlığı en basit şekliyle, “serinin, ortalamasının, varyans ve kovaryansının sabit olup, yüksek mertebeli momentlerinin zamana bağlı olarak değişmemesidir”. Durağanlık birinci mertebeden ve 2. Mertebeden (zayıf durağanlık) olarak ikiye ayrılmaktadır. Bir zaman serisinin sadece aritmetik ortalaması zamandan bağımsız olarak değişiyorsa, birinci mertebeden durağanlık; ortalama ve varyans-kovaryansı zamandan bağımsız değişiyorsa 2. Mertebeden durağanlık söz konusudur (Nemlioğlu, 2005, s.1). Bir diğer ifade ile bütün zaman serileri analizinde olduğu gibi hem zaman hem de yatay kesit analizini bir arada gerçekleştiren panel veri analizlerinde de değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için değişkenlerin durağan olması gerekmektedir (Korkmaz, Uyguntürk, Gökbulut ve Güğerçin, 2008, s.580). Panel veri modellerinde birim kök sınamasına yönelik belli başlı testler; LLC testi (Levin, Lin, Chu testi), Breitung testi, IPS testi (Im, Pesaran, Shin testi), ADF testi (Augmented Dickey-Fuller testi), PP testi (Phillips-Perron testi) ve Hadri testleridir. Çalışmamızda panel birim kök testlerinden Levin, Lin ve Chu testi ile ortak birim kök süreci araştırılırken, buna ek olarak her birim için (işletme için) Im-Pesaran-Shin testi ile birim kök süreci araştırılmıştır (Meder Çakır ve Küçükkaplan, 2012, s.78). Ayrıca Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi ile tüm serilerde panel birim kök varlığı test edilmiştir.

Levin-Lin ve Chu testi

Levin-Lin ve Chu testi, panel veri alanında kullanılmak amacıyla hazırlanan ilk testlerdendir. Levin-Lin ve Chu testi şu şekilde ifade edilmektedir:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \delta_i t + \theta_t + \rho_i y_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Bu ifadede sabit etki katsayıları (α ve θ) ve bir tane de birimlere ait trend katsayısı (δ) bulunmaktadır. “iki yönlü modeller” adı verilen bu modellerde gözlemlenemeyen etkilerin hem birimlere hem de zamana göre farklılık göstermesine imkan verilmektedir. Testin uygulanabilmesi için yukarıdaki ifadenin OLS yöntemi ile tahmin edilmesi gerekmektedir. Model tahmin edildikten sonra ρ katsayısı ele alınır ve her bir i için;

$$H_0: \rho_1 = 0$$

$$H_1: \rho_1 = \rho < 0 \quad \text{hipotezleri sınanır (Sunal ve Seçkin, 2005, s.2).}$$

Im-Pesaran ve Shin Testi

Im-Pesaran ve Shin Testi, Levin-Lin ve Chu testinin genişletilmiş biçimidir. Im-Pesaran ve Shin testinde, Levin-Lin ve Chu testinde olduğu gibi, $\Delta y_{it} = \alpha_i + \delta_i t + \theta_t + \rho_i y_{it-1} + \varepsilon_{it}$ modeli test edilmektedir. Hipotezleri ise şu şekildedir;

$$H_0: \rho_i = 0, \forall_i$$

$$H_1: \rho_i = \rho < 0, i=1,2,\dots, N_1$$

Im-Pesaran ve Shin testinde, Test istatistiği olarak standart normal dağılımlı t değerleri yerine t istatistiği kullanılmaktadır. t istatistiği ise her bir grup için hesaplanan t değerlerinin aritmetik ortalamasının alınmasıyla elde edilmektedir (Sunal ve Seçkin, 2005, s.2).

Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi

Dickey ve Fuller 1979 ve 1981 yıllarında zaman serilerinin durağan olup olmadıklarını belirlemek amacıyla birim kök testlerini geliştirmişlerdir. Dickey-Fuller testinde zaman içinde gözlenen değişimin otoregresif bir süreç olduğu varsayılmaktadır. Hata terimi u_t 'nin otokorelasyonlu olması durumunda Dickey-Fuller tarafından 1981 yılında geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller testi (ADF) uygulanmaktadır. Zaman serilerinin bütünleşme sırasının tahmin edilmesinde Genişletilmiş Dickey – Fuller (ADF, 1981) birim kök testi ekonometrik çalışmalarda oldukça sık kullanılmaktadır. ADF birim kök testi yapısal kırılmayı dikkate almadığından, zaman serisinde yapısal kırılma varlığında bu testin gücü azalmakta ve dolayısıyla birim kök yokluk hipotezi yanlış iken kabul edilmesi olasılığı artmaktadır (Emirmahmutoğlu, Köse ve Yalçın, 2005, s.2).

3.4 Araştırmanın Modelleri

Sahiplik yapısının işletmenin temel kararları üzerine etkisinin olup olmadığını inceleyen analizlerde, bağımlı değişken olarak modellerde işletmenin temel kararları olan sermaye yapısı kararlarını, kar dağıtım kararlarını ve yatırım kararlarını temsil eden üç farklı değişken kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak işletmenin sahiplik yapısı bileşenleri olan sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliğini ifade eden sahiplik yapısı değişkenleri kullanılmıştır.

Sahiplik yapısının işletmelerin temel kararları üzerine etkisini incelemek diğer bir deyişle belirlenen sahiplik yapısı değişkenlerinin işletme temel kararları olan sermaye yapısı kararlarına, kar dağıtım kararlarına ve yatırım kararlarına olan etkisini incelemek için hem yatay kesiti hem de zaman kesitini dikkate alan panel data analizi uygulanmıştır.

Üç temel kararın her biri için üç farklı model oluşturulmaktadır;

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

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

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

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

Kar dağıtım kararları ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen modeller aşağıdaki gibidir;

$$KAR1_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}EBHO_{it} + \beta_{2it}EBDO_{it} + \beta_{3it}DHO_{it} + \beta_{4it}YÖNSO_{it} + \beta_{5it}DEVLET_{it} + \beta_{6it}HOLDİNG_{it} + \beta_{7it}KURUM_{it} + \beta_{8it}YABANCI_{it} + \beta_{9it}VAKIF_{it} + \beta_{10it}AİLE_{it} + \beta_{11it}TVDLOG_{it} + \beta_{12it}DUVTV_{it} + e_{it} \quad (Model 4)$$

$$KAR2_{it} =$$

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

$$KAR3_{it} =$$

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

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

$$YAT1_{it} =$$

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

$$YAT2_{it} =$$

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

$$YAT3_{it} =$$

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

Yukarıda oluşturulan modeller sahiplik yapısı bileşenlerinin işletmenin temel kararları üzerine etkisini incelemek için oluşturulan modellerdir.

3.5 Araştırma Hipotezleri

Tezde, işletmelerin sahiplik yapısı değişkenlerinin ve belirlenen diğer değişkenlerin, işletmenin temel kararlarını ifade eden sermaye yapısı kararları, kar dağıtım kararları ve yatırım kararları üzerinde bir değişim meydana getirip getirmediğini, eğer bir değişim

meydana getiriyorsa bunun boyutu ve yönünün ne olduğu tespit edilmeye çalışılmaktadır. Bu amaç doğrultusunda uygulama aşamasında test edilmek üzere oluşturulan hipotezler aşağıdaki ifade edilmektedir;

H_1 = İşletmelerin sahiplik yapılarının işletmenin sermaye yapısı kararları üzerinde etkisi vardır.

H_2 = İşletmelerin sahiplik yapılarının işletmenin kar dağıtım kararları üzerinde etkisi vardır.

H_3 = İşletmelerin sahiplik yapılarının işletmenin yatırım kararları üzerinde etkisi vardır.

İşletmelerin sahiplik yapısı ile performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen Berle ve Means (1932)'in yapmış olduğu çalışma ile birlikte ortaya çıkan sahiplik ve kontrol ayrımı problemi Jensen ve Meckling (1976), Fama ve Jensen (1983) ve Demsetz'in (1983) çalışmaları ile temsil teorisi üzerinde şekillenmiştir. Dolayısıyla değişen ve gelişen işletmelerin daha karmaşık hale gelmeleri, artan ve değişen ortaklık yapıları ile sahiplik yapılarının daha kompleks bir yapı olarak ön plana çıkmaları, işletme performansını ve buna bağlı olarak işletme performansının oluşmasında etkili olan temel kararları (sermaye yapısı kararları, kar dağıtım kararları ve yatırım kararları) etkilemektedir.

Jensen ve Meckling (1974)'e göre temsil edilen ve temsil eden tarafların beklentilerindeki farklılaşma sonucu farklı kararlar alınabilmektedir. Sahiplik yapısı temelinde yapılan incelemede temsil edilen taraf işletmede hisse sahibi olan taraflar olmaktadır. Sahiplerin diğer bir deyişle ortakların ve işletme yöneticilerinin temel kararları oluşturmada farklı görüşleri olabileceği gibi, sahiplik yapısı içinde yer alan hakim hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasında da amaç ve tercih farklılıkları olabilmektedir (Marks vd., 2005).

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 işlediklerini 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 Mandeller (1987), Berger, Ofek ve Yermack (1997) ve Booth vd. (2001) çeşitli sahiplik kimliklerinde sermaye yapısı kararları üzerinde farklı etkiler gösterdiğini belirtmektedirler.

Tezde de, literatürle uyumlu bir şekilde, sahiplik yapısının işletmenin temel kararlarından biri olan sermaye yapısı kararları üzerinde etki yaratması beklenmektedir. Buna bağlı olarak, ilk üç modelde test etmek amacıyla oluşturulan birinci hipotezimiz “sahiplik yapısının işletmenin sermaye yapısı kararlarına etkisi vardır” şeklindedir.

Sahiplik yapısı ile ortakların yaptıkları yatırım karşılığında aldıkları kar payları arasındaki ilişki, sahiplik ve kontrol ilişkisini düzenlemede etkin bir rol üstlenmektedir. Temsil teorisi, daha önceki bölümde belirtildiği gibi, hissedarların işletmenin kar payı dağıtımını yapmadıkları durumda işletme yöneticilerinin nakdi kendi çıkarları için harcayacağı varsayımının olduğunu belirtmektedir (Smith, 1976, Kouki ve Guizani, 2009). Teoriye göre, yapılacak ödemeler işletme sahipleri ile işletme yönetimi arasındaki çatışmayı azaltmakta ve hissedarlar için işletmeyi değerlendirmeye yarayan bir mekanizma gibi işlemektedir. Dolayısıyla literatürde, işletme kontrolünü elde tutan hakim hissedarlar ile kar payı ödemeleri arasında birbiri yerine geçen bir ilişki olduğu belirtilmektedir (Truong ve Heaney, 2007). Buna göre işletme üzerinde zaten kontrol kurma gücüne sahip hakim hissedarlar kar payı ödemelerini işletmeyi değerlemek için tercih etmeyeceklerinden, düşük kar payı ödemelerinin hakim sahipliği yüksek işletmelerde, olması beklenen bir durumdur. Ayrıca farklı sahiplik kimliklerinin kar dağıtımını üzerine farklı etkilerinin olduğu literatürde yer alan Farinha (2003), Rozeff (1982), Casey vd. (2001), Fenn ve Liang (2001), Shleifer ve Vishny (1986), Eckbo ve Verna (1994), Short, Zhang ve Keasey (2002) çalışmalarında desteklenmektedir.

Tezde de, literatüre uygun olarak sahiplik yapısının kar dağıtım kararları üzerinde etki yaratması beklenmektedir. Buna göre dördüncü, beşinci ve altıncı modelleri test etmek amacıyla oluşturulan ikinci hipotezimiz “sahiplik yapısının işletmenin kar dağıtım kararlarına etkisi vardır” şeklindedir.

Sahiplik yapısı ile yatırım kararları arasındaki ilişkiyi inceleyen literatürde, Hart ve Moore (1995), Mueller ve Peev (2007), Curtiss vd. (2007), Goergen ve Renneborg (2001), Cho (1998) ve Hadlock (1998) yatırım kararlarının hem hakim hissedarlardan hem de sahiplik kimliklerinden etkilendiğini belirtmektedir. Özellikle temsil teorisine göre temsil edenler riskli ve verimsiz projelere yatırım yapmayı tercih ederek, işletme çıkarlarını göz ardı edebilmektedirler. Diğer yandan da risksiz projelere aşırı yatırım yapılarak, riskli ama daha iyi projeler red edilebilir. (Goergen ve Renneborg, 2001). Literatür değerlendirildiğinde, hakim hissedarların risk üstlenme seviyelerinin yüksek olduğu ve daha çok yatırım yapma eğiliminde oldukları görülmektedir (Curtiss, 2007; Goergen ve Renneborg, 2001). Ayrıca sahiplik kimliklerinin de yatırım tercihleri üzerinde etkili olduğu özellikle yapılan çalışmalarda yönetsel sahipliğin daha ön plana çıktığı görülmektedir.

Tezde de, literatüre uygun olarak sahiplik yapısının işletmenin yatırım kararları üzerinde etki yaratması beklenmektedir. Buna göre son üç modelde test etmek amacıyla oluşturulan üçüncü hipotezimiz” sahiplik yapısının işletmenin yatırım kararlarına etkisi vardır” şeklindedir.

3.6 Araştırma Bulguları

Araştırma bulguları bölümünde öncelikle değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri değerlerine yer verilmektedir. Daha sonra dokuz adet model için uygulanmış olan panel veri analizi sonuçları ve bu sonuçlara ulaşmadan önce uygulanması gereken diğer analiz sonuçları belirtilmektedir.

3.6.1 Temel İstatistikler Tablosu Analizi

Yapılan ilk analizle öncelikle tahminleri yapılan dokuz modelde yer alan değişkenlerin tanımlayıcı istatistiksel değerleri hesaplanmıştır. Hesaplanan bu değerler Tablo 3.2’de belirtilmektedir.

Tablo 3.2 Tanımlayıcı İstatistikler

	Mean	Medyan	Maximum	Minimum	Std.Sap.	Skewness	Kurtosis	Gözlem
EBHO	0.500	0.502	0.981	0.018	0.214	0.146	2.384	1458
EBDO	0.101	0.071	0.437	0.000	0.111	1.080	3.488	1458
DHO	0.321	0.300	0.958	0.000	0.181	0.851	3.806	1458
YÖNSO	0.040	0.000	0.605	0.000	0.098	3.239	14.065	1458
DEVLET	0.017	0.000	0.981	0.000	0.108	6.933	51.915	1458
HOLDİNG	0.213	0.000	0.950	0.000	0.264	0.796	2.260	1458
KURUM	0.052	0.000	0.825	0.000	0.161	3.015	10.813	1458
YABANCI	0.098	0.000	0.975	0.000	0.231	2.435	7.825	1458
VAKIF	0.010	0.000	0.845	0.000	0.071	10.336	117.05	1458
AİLED	0.359	0.000	1.000	0.000	0.479	0.586	1.344	1458
TBTV	0.461	0.437	3.815	0.0006	0.287	2.224	20.923	1458
KVBTV	0.327	0.278	2.094	0.0004	0.229	1.519	8.617	1458
UVBTV	0.134	0.083	1.720	0.000	0.155	3.072	20.214	1458
KAR1	15148.8	0.000	211855.5	0.000	86014.6	14.465	286.94	1458
KAR2	0.0002	0.000	0.0014	0.000	0.00008	8.474	110.96	1458
KAR3	1.941	0.000	89.920	0.000	4.988	7.150	91.140	1458
YAT1	0.106	0.040	25.940	-1.765	0.795	26.713	809.67	1458
YAT2	0.139	0.043	25.590	-17.223	1.273	4.535	168.177	1458
YAT3	0.109	0.043	25.940	-1.94	0.796	26.611	805.685	1458
TVDLOG	19.170	19.007	25.119	15.328	1.600	0.567	3.335	1458
DUVTV	0.496	0.500	0.995	0.0009	0.221	-0.0325	2.416	1458

Çalışmada yer alan 1458 gözlem ele alındığında, ülkemizdeki işletmelerin en büyük hakim ortağın sahip olduğu işletme payının ortalama yaklaşık %50 olduğu, ikinci en büyük paya sahip hakim ortağın ise ortalama yaklaşık %10'luk bir paya sahip olduğu görülmektedir. Dağılık sahiplik oranı ise örnekleme dahil olan işletmelerde yaklaşık ortalama %32'dir.

İşletmelerin sahiplik kimliklerinin ortalamaları değerlendirildiğinde en yüksek ortalama sahip, sahiplik kimliği %35.87 ile aile sahipliği olup, %21 ile bu sahiplik tipini holding sahipliği takip etmektedir. En düşük ortalama sahip sahiplik kimliği ise vakıfların ortak olduğu işletmelerde vakıf paylarıdır.

3.6.2 Panel Veri Regresyon Analizi

Çalışmada oluşturulan modeller için uygulanan analiz yöntemi panel veri regresyon analizidir. Veri setinde yer alan değişkenler 162 işletme için olup, 2002-2010 dönemlerine ait yıllık gözlem değerleri kullanılmıştır. Çalışmada toplam 1458 (162*9) veri kullanılmıştır. Daha sonra işletmenin temel kararları olan sermaye yapısı kararları, kar dağıtım kararları ve

yatırım kararlarını temsilen belirlenen ve bağımlı değişken olarak kullanılan değişkenler ile sahiplik yapısını temsil eden ve bağımsız değişken olarak kullanılan değişkenlerden oluşan dokuz tane model tanımlanmıştır.

Bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki 2002-2010 döneminde incelenmiş olup, oluşturulan korelasyon matrisleri Ek 5’de gösterilmektedir. Korelasyon analizi iki değişken arasındaki ilişkinin veya bağımlılığının şiddetini tespit etmek amacıyla yapılan bir analizdir (Altunışık ve diğ., 2007, s.199). Korelasyon analizi yapılarak değişkenler arasındaki etkileşim ve değişkenler arasındaki ilişkinin şiddeti saptanmaktadır. Korelasyon analizi sonucuna göre değişkenler arasında 0.60 seviyesinden daha düşük ilişkiler olduğu görülmektedir. Özellikle bağımsız değişkenler arasında 0.60 seviyesinin üzerinde ilişki saptanmamıştır.

Panel veri seti hem zaman kesitini hem de yatay kesiti içeren bir yapıyı göstermektedir. Dolayısıyla zaman serileri analizinde rastlanan değişkenler arasında sahte ilişkilerin doğmasını engellemek adına değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Çalışmada panel birim kök testlerinden Levin, Lin ve Chu (2002) testi ile ortak birim kök süreçleri (common unit process) araştırılırken, bunun dışında her birim için (işletme) Im-Pesaran ve Shin (2003) testi ile birim kök süreci (individual unit root process) araştırılmıştır. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi ile tüm serilerde panel birim kök varlığı test edilmiştir. Elde edilen durağanlık sınaması sonuçları Tablo 3.3’de belirtilmektedir.

Tablo 3.3 Birim Kök Testi Sonuçları

	Birim kök testleri	Statistic	Prob.**
EBHO	Levin, Lin&Chu	-18.2037	0.0000.
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.6473	0.0001
	ADF-Fisher Chi-square	18.1565	0.0000
EBDO	Levin, Lin&Chu	-29.8647	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-7.4324	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	5.8001	0.0000
DHO	Levin, Lin&Chu	-17.7831	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.9525	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	9.9389	0.0000
YÖNSO	Levin, Lin&Chu	-0.0075	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-11.2572	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	21.2123	0.0000
DEVLET	Levin, Lin&Chu	-5.6229	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.26564	0.0001
	ADF-Fisher Chi-square	225.156	0.0007

Tablo 3.3 Devamı

HOLDİNG	Levin, Lin&Chu	-11.2356	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-9.7533	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	9.6551	0.0488
KURUM	Levin, Lin&Chu	-13.6305	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-8.0976	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	4.0828	0.0000
YABANCI	Levin, Lin&Chu	-51.7739	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.7345	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	2.3026	0.0107
VAKİF	Levin, Lin&Chu	-5.67433	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.1961	0.0362
	ADF-Fisher Chi-square	2.002	0.0000
AİLE	Levin, Lin&Chu	-21.2637	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-17.1717	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	120.9631	0.0000
TBTv	Levin, Lin&Chu	-41.0710	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-7.5226	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	20.7267	0.0000
KVBTV	Levin, Lin&Chu	-24.6288	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-8.0373	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	27.0572	0.0000
UVBTv	Levin, Lin&Chu	-74.0561	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-9.3075	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	26.0805	0.0000
KAR1	Levin, Lin&Chu	-2.9717	0.0015
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-15.9252	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	60.3610	0.0000
KAR2	Levin, Lin&Chu	-62.5723	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-10.6323	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	22.4063	0.0000
KAR3	Levin, Lin&Chu	-18.987	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-13.282	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	14.8013	0.0000
Y1	Levin, Lin&Chu	-0.0930	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-13.7267	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	41.0563	0.0000
Y2	Levin, Lin&Chu	-0.0360	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-14.9171	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	45.6735	0.0000
Y3	Levin, Lin&Chu	-0.0700	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-13.8617	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	40.4243	0.0000
TVLOG	Levin, Lin&Chu	-53.6628	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-6.7882	0.0000
	ADF-Fisher Chi-square	31.5560	0.0000
DUVTv	Levin, Lin&Chu	-17.7956	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-9.0309	0.0000

	ADF-Fisher Chi-square	34.9736	0.0000
--	-----------------------	---------	--------

Not: Her üç testte de hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmuştur:

H_0 : Seride genel bir birim kök vardır. H_1 : Seride genel bir birim kök yoktur.

Panel birim kök testlerine ait analiz sonuçları incelendiğinde genel olarak testlerin, serilerde birim kökün olmadığına işaret ettiklerini görmekteyiz. Tablo 3.3’de görüldüğü gibi, hesaplanan p değerleri 0.05 kritik değerinden daha küçük olduğundan, serilerin birim kök içerdiğini ifade eden H_0 hipotezleri reddedilmiştir. Bu sonuçlardan görüldüğü üzere serilerde ortak birim kök süreci ve her birim için (işletme) birim kök süreci bulunmadığı söylenebilir. Daha sonra sabit etkiler modeli ile havuzlanmış regresyon modeli arasından tercih yapabilmeye olanak sağlayan Chow Testi uygulanmıştır. Breusch Pagan testi ile de tesadüfi etkinin anlamlılığı test edilmiştir. Ardından sabit etkiler modeli ile tesadüfi etkiler modeli arasında tercih yapabilmeye imkan tanıyan Hausman testi uygulanmaktadır¹¹.

Model 1 için öncelikle yapılan Chow testi sonuçları incelendiğinde sabit etkiler modelinin uygun olduğu görülmektedir. Breusch Pagan testi ile yapılan tesadüfi etkiler anlamlılığı incelendiğinde tesadüfi etkiler modelinin havuzlanmış regresyon modeline kıyasla daha uygun olduğu görülmektedir. Yapılan hausman testi sonucunda elde edilen p değeri 0.05’den küçük çıkmıştır. Dolayısıyla sabit etkiler modelinin tercih edilmesi uygundur. Modelde olabilecek değişen varyans ve otokorelasyon problemi değerlendirildiğinde, Wald değişen varyans testi ile Wooldridge otokorelasyon testi sonuçlarına göre modelde her iki sorunun olduğu gözlemlenmiştir. Ortaya çıkan bu sorunların çözümünü yapabilmek ve daha tutarlı tahminler elde edebilmek için Beck ve Katz (1995) tarafından önerilen standart hataları düzeltilmiş panel regresyon (PCSE) uygulanmıştır.

Model 2 için uygulanacak panel regresyon modeli içinde benzer şekilde yapılan Chow testi sonuçlarına ($p < 0.05$) göre analizin havuzlanmış regresyon modeliyle gerçekleşmesinin uygun olmayacağı görülmektedir. Daha sonra yapılan Breusch Pagan testi ($p < 0.05$) ile de tesadüfi etkiler modeli ile tahminin havuzlanmış regresyon modeli ile tahminden daha etkin olduğu görülmektedir. Tablo 3.5’de görülen Hausman testi sonuçlarına göre p değeri 0.0001’dir.

¹¹ Panel veri analizi uygulamalarında sabit etkilerin mi yoksa tesadüfi etkilerin mi kullanılacağını belirlemek için Hausman Testi yapılmaktadır. Hausman tarafından önerilen bu test ile birim veya birim ve zaman farklılıklarını temsil eden katsayıların yani tesadüfi etkili modelin hata terimi bileşenlerinin modeldeki bağımsız değişkenlerden ilişkisiz olduğu hipotezini inceler (Greene, 2003, s.76; Karaaslan ve Yıldız, 2011, s.9). Tüm modeller için elde edilen Hausman Testi sonuçları Ek 7’de verilmiştir.

Dolayısıyla sabit etkiler modeli ile tahmin yapılması uygundur. Ancak değişen varyansın ve otokorelasyonun varlığını tespit etmeye yönelik yapılan test sonuçlarına göre, bu sorunların varlığı gözlenmiştir. Bu sorunları ortadan kaldırmak için PCSE modeli ile tahminler yapılmıştır.

Model 3 için uygulanacak panel regresyon modeli içinde benzer şekilde yapılan Chow testi sonuçlarına ($p < 0.05$) göre analizin havuzlanmış regresyon modeliyle gerçekleşmesinin uygun olmayacağı görülmektedir. Daha sonra yapılan Breusch Pagan testi ($p < 0.05$) ile de tesadüfi etkiler modeli ile tahminin havuzlanmış regresyon modeli ile tahminden daha etkin olduğu görülmektedir. Tablo 3.6'da görülen Hausman testi sonuçlarına göre p değeri 0.0768'dir. Dolayısıyla tesadüfi etkiler modeli ile tahmin yapılması uygundur. Ancak değişen varyansın ve otokorelasyonun varlığını tespit etmeye yönelik yapılan test sonuçlarına göre, bu sorunların varlığı gözlenmiştir. Bu sorunları ortadan kaldırmak için PCSE modeli ile tahminler yapılmıştır.

Model 4, Model 5, Model 6, Model 7, Model 8 ve Model 9 için de benzer değerlendirilmeler yapılmıştır. Yapılan analiz sonuçlarından rastlanan değişen varyans ve otokorelasyon problemini ortadan kaldırmak adına PCSE modeli uygulanan modellerin sonuçları Tablo 3.8, 3.9, 3.10, 3.11, 3.12 ve 3.13'de gösterilmektedir.

3.7 Araştırmanın Sonuçları

İşletme temel kararlarından biri olan sermaye yapısı kararları ile işletmenin sahiplik yapısını ifade eden sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kimliği değişkenleri arasındaki ilişkiyi inceleyen modellerde, sermaye yapısı kararları üç farklı değişken ile ifade edilmiştir. Bu değişkenler toplam borç toplam varlık oranı, kısa vadeli borç toplam varlık oranı ve uzun vadeli borç toplam varlık oranıdır. Yapılan analiz sonuçları Tablo 3.4, Tablo 3.5 ve Tablo 3.6'da belirtilmektedir.

Tablo 3.4'de gösterilen, 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, dağılık 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 3.4 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
R²	0.0767		0.043		0.036		0.0767	
F-statistics	10	0.000	161.1284	0.000				
Wald statistics X²					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 TestX²	26.14	0.0102						
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

Not: “*”, “**”, “***” işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir. Analiz sonucunda elde edilen katsayılar, t-istatistikleri ve p-olasılık değerleri olduğu Ek 8’ de gösterilmektedir.

Tablo 3.5’de gösterilen, 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 dağılık 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 3.5 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
R²	0.1939		0.1031		0.09		0.1939	
F-statistics	28.97	0.000	14	0.000				
Wald								
statistics X²					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. Analiz sonucunda elde edilen katsayılar, t-istatistikleri ve p-olasılık değerleri olduğu Ek 8’ de gösterilmektedir.

Model 3 için elde edilen sonuçlar incelendiğinde, Tablo 3.6’da belirtildiği gibi, bağımlı değişken olan uzun vadeli borç toplam varlık oranı ile en büyük hakim ortak oranı, dağımlık 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 ortağın payı, devlet tarafından elde tutulan pay, kurum tarafından elde tutulan pay ve yabancı sahiplik oranı arasında anlamlı bir ilişki gözlenmemiştir.

Tablo 3.6 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
R²	0.146		0.1294		0.1245		0.146	
F-statistics	20.59	0.000	19.67	0.000				
Wald								
statisticsX²					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. Analiz sonucunda elde edilen katsayılar, t-istatistikleri ve p-olasılık değerleri olduğu Ek 8’ de gösterilmektedir.

İşletmenin temel kararlarından bir diğeri olan kar dağıtım kararları ile sahiplik yapısı değişkenleri olan sahiplik yoğunluğu ile sahiplik kimliği arasındaki ilişki incelenirken, kar dağıtım kararları kar payı ödemeleri toplamı, nakit kar payı/piyasa kapitalizasyon oranı ve

temettü verimi ile ifade edilmektedir. Yapılan analiz sonuçları Tablo 3.7, Tablo 3.8 ve Tablo 3.9’da gösterilmektedir.

Tablo 3.7’de ifade edilen, Model 4 için sonuçlar değerlendirildiğinde bağımlı değişken olan kar payı ödemeleri toplamı ile en büyük hakim ortağın payı, yönetimde olan ortakların sahiplik oranı devlet sahiplik oranı ve aile sahipliği arasında %5 anlamlılık seviyesinde, %10 anlamlılık seviyesinde ise dağılmış sahiplik oranı arasında ilişki vardır. Bağımlı değişken olan kar payı ödemeleri toplamı ile en büyük diğer ortağın payı, holding sahipliği, kurum sahipliği, yabancı sahiplik ve vakıf sahipliği arasında anlamlı bir ilişki gözlenmemiştir.

Kar payı ödemeleri ile en büyük hakim ortağın payı, yönetimde görev alan sahiplerin payı ve aile sahipliği arasında negatif yönlü bir ilişki gözlenirken, dağılmış sahiplik oranı ve devlet sahiplik oranı arasında pozitif bir ilişki gözlenmiştir.

Tablo 3.7 Model 4 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	1.38	0.167	5.66*	0.000	3.34*	0.001	-2.74*	0.006
EBDO	0.72	0.417	3.04*	0.002	2**	0.046	0.94	0.524
DHO	0.28	0.782	1.87***	0.062	0.79	0.428	1.73***	0.083
YÖNSO	0.53	0.593	-1.87***	0.061	-0.79	0.431	-2.2**	0.028
DEVLET	-2.74*	0.006	-6.7*	0.000	-4.66*	0.000	2.97**	0.023
HOLDİNG	-1.73***	0.084	-6.03*	0.000	-3.85*	0.000	-0.36	0.719
KURUM	-2.54**	0.011	-1.59	0.113	-2.29**	0.022	-0.08	0.981
YABANCI	-3.38*	0.001	-4.97*	0.000	-3.79*	0.000	-0.10	0.924
VAKIF	-1.98**	0.048	-0.65	0.517	-1.48	0.138	-0.57	0.557
AİLED	-2.18**	0.03	1.46	0.146	-0.04	0.969	-2.87*	0.004
TVDLOG	12.31*	0.000	3.49*	0.001	7.67*	0.000	16.08*	0.000
DUVTV	-0.48	0.629	-0.24	0.808	-0.46	0.646	-0.96	0.337
Constant	-9.15*	0.000	-4.79*	0.000	-6.69*	0.000	-12.6*	0.000
R ²	0.1068		0.0742		0.0572			
F-statistics	14.4	0.000	8.57	0.000				
Wald								
statistics X ²					97.43	0.000	98.63	0.000
Wooldridge	13.467	0.0003						
Chow Test	1.59	0.08						
Breusch-Pagan	462.57	0.000						
Hausman Test	47.91	0.000						
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

Not: “*, **, ***” işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir. Analiz sonucunda elde edilen katsayılar, t-istatistikleri ve p-olasılık değerleri olduğu Ek 8’de gösterilmektedir.

Tablo 3.8’de ifade edilen, Model 5 için elde edilen sonuçlara göre nakit kar payı/piyasa kapitalizasyon oranı ile %5 seviyesinde dağınık sahiplik oranı, kurumsal sahiplik oranı ve aile sahipliği arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülürken %10 seviyesinde en büyük diğer ortak ile yönetimde yer alan sahiplerin oranı arasında anlamlı ilişki gözlenmiştir. Bağımlı değişken olan nakit kar payı/piyasa kapitalizasyon oranı ile en büyük hakim ortak, devlet sahipliği, holding sahipliği, yabancı sahiplik ve vakıf sahipliği arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Anlamlı ilişki gözlenen değişkenler arasında kurum sahipliği dışındaki değişkenler ile nakit kar payı/piyasa kapitalizasyon oranı arasında negatif yönlü bir ilişki gözlenmektedir.

Tablo 3.8 Model 5 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	-1.19	0.233	2.24**	0.025	0.57	0.568	-1.37	0.169
EBDO	-1.15	0.251	0.97	0.331	-0.2	0.99	-1.92***	0.055
DHO	-2.71*	0.007	-0.69	0.491	-1.85***	0.065	-5.16*	0
YÖNSO	-0.56	0.574	-1.54	0.124	-0.57	0.569	-1.91***	0.056
DEVLET	-1.88**	0.06	-3.1*	0.002	-2.34**	0.019	-0.06	0.992
HOLDİNG	-0.84	0.403	-3.25*	0.001	-2.21**	0.027	-0.86	0.387
KURUM	3.35*	0.001	-0.88	0.379	0.88	0.379	3.92*	0.003
YABANCI	-0.82	0.41	-2.6*	0.009	-1.84***	0.065	-0.96	0.448
VAKIF	-0.4	0.688	-0.82	0.414	-0.6	0.546	-0.62	0.537
AİLED	-2.46**	0.014	-0.14	0.892	-1.17	0.24	-2.86*	0.004
TVDLOG	2.67*	0.008	-1.19	0.236	0.71	0.478	3.19*	0.001
DUVTV	0.09	0.927	-1.28	0.102	0.95	0.341	0.11	0.916
Constant	-0.11	0.914	1.29	0.199	0.58	0.559	-0.12	0.907
R ²	0.0475		0.0346		0,0362			
F-statistics	4.08	0.000	2.58	0.0002				
Wald statistics X ²					24.57	0.017	126.07	0.000
Wooldridge	112.126	0.000						
Chow Test	2.89	0.0006						
Breusch-Pagan	589.38	0.000						
Hausman Test	19.25	0.000						
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

Not: “*”, “**”, “***” işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir. Analiz sonucunda elde edilen katsayılar, t-istatistikleri ve p-olasılık değerleri olduğu Ek 8’ de gösterilmektedir.

Tablo 3.9’da belirtilen, Model 6 için elde edilen sonuçlar incelendiğinde, bağımlı değişken olan temettü verimi ile dağıntık sahiplik oranı, devlet sahiplik oranı ve aile sahipliği arasında %5 seviyesinde anlamlı negatif yönde bir ilişki olduğu görülmektedir. En büyük hakim ortağın payı, en büyük diğer ortağın payı, yönetim sahiplik oranı, holding sahiplik, kurum sahipliği, yabancı sahiplik, vakıf ve aile sahipliği ile temettü verimi arasında anlamlı bir ilişki gözlenmemiştir.

Tablo 3.9 Model 6 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	-1.36	0.175	0.57	0.567	-0.53	0.597	-1.40	0.16
EBDO	0.07	0.942	0.31	0.753	0.16	0.876	0.08	0.940
DHO	-2.51**	0.012	-0.78	0.434	-1.78***	0.075	-2.75*	0.006
YÖNSO	-0.32	0.751	-1.06	0.288	-0.65	0.516	-0.35	0.725
DEVLET	-2.09**	0.036	-1.72***	0.086	-1.69***	0.09	-3.12*	0.002
HOLDİNG	-1.0	0.315	-1.46	0.146	-1.14	0.256	-1.05	0.321
KURUM	1.16	0.225	-0.33	0.739	0.51	0.612	1.20	0.312
YABANCI	-1.19	0.234	-0.88	0.38	-1	0.315	-1.32	0.326
VAKIF	0.06	0.951	-0.45	0.655	-0.08	0.933	0.08	0.938
AİLED	-3.14*	0.002	-0.44	0.663	-1.8***	0.071	-3.31*	0.001
TVDLOG	2.58*	0.010	-0.51	0.609	1.21	0.226	3.08*	0.002
DUVTV	0.16	0.872	-1.27	0.206	-0.59	0.553	0.19	0.878
Constant	0.11	0.914	1.16	0.246	0.52	0.603	0.12	0.902
R²	0.125		0.074		0.067			
F-statistics	13.15	0.00002	13.46	0.000				
Wald								
statistics X²					15.62	0.200	55.55	0.000
Wooldridge	1.809	0.1805						
Chow Test	4.27	0.000						
Breusch-Pagan	259.11	0.000						
Hausman Test	7.09	0.8518						
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

Not: “*”, “**”, “***” işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir. Analiz sonucunda elde edilen katsayılar, t-istatistikleri ve p-olasılık değerleri olduğu Ek 8’ de gösterilmektedir.

İşletmenin temel kararlarından bir diğeri ise yatırım kararlarıdır. Yatırım kararları ile sahiplik yapısı değişkenleri olan sahiplik yoğunluğu ile sahiplik kimliği arasındaki ilişkiyi incelerken yatırım kararları YAT1 YAT2 ve YAT3 ile ifade edilmektedir. Yapılan analiz sonuçları Tablo 3.10, 3.11 ve 3.12’de gösterilmektedir.

Model 7 incelendiğinde bağımlı değişken olarak yatırım kararları göstergelerinden biri olan maddi duran varlık yatırımı ile %5 anlamlılık seviyesinde yönetimde sahiplik oranı, devlet sahiplik oranı ve holding sahiplik oranı arasında, %10 anlamlılık seviyesinde en büyük hakim ortağın payı arasında pozitif bir ilişki vardır. Diğer yandan maddi duran varlık yatırımı ile en büyük ikinci hakim ortağın payı, dağınıklık oranı, kurum sahipliği oranı, yabancı ortaklık oranı, vakıf sahipliği oranı ve aile sahipliği arasında anlamlı bir ilişki gözlenmemiştir.

Tablo 3.10 Model 7 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	0.67	0.504	0.22	0.829	0.97	0.332	1.73***	0.083***
EBDO	0.91	0.362	-0.81	0.42	1.06	0.289	1.33	0.182
DHO	0.51	0.609	0.4	0.692	0.83	0.406	1.38	0.166
YÖNSO	1.36	0.173	7.7*	0.00*	2.57*	0.01*	2.4**	0.016**
DEVLET	2.27**	0.023**	0.48	0.633	1.02	0.31	2.65*	0.008*
HOLDİNG	1.11	0.265	1.57	0.117	0.86	0.392	2.34**	0.019**
KURUM	0.1	0.917	-0.12	0.901	0.4	0.686	0.18	0.938
YABANCI	1.11	0.268	1.97**	0.049**	0.68	0.494	0.79	0.429
VAKIF	-0.03	0.977	3.96*	0.000*	0.27	0.788	-0.04	0.975
AİLED	1.22	0.222	6.36*	0.000*	2.49**	0.013**	1.25	0.262
TVDLOG	2.36**	0.019**	3.1	0.002*	1.35	0.176	2.83***	0.067***
DUVTV	0.86	0.39	-0.88	0.38	0.22	0.822	0.89	0.42
Constant	0.35	0.729	1.95***	0.051	0.39	0.697	0.64	0.52
R²	0.008		0.0894		0.0656			
F-statistics	4.33	0.000	10.51	0.000				
Wald								
statistics X²					21.53	0.04	40.57	0.0001
Wooldridge	107.65	0.000						
Chow Test	4.33	0.000						
Breusch-Pagan	43.95	0.000						
Hausman								
Test	107.65	0.000						
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

Not: “*”, “**”, “***” işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir. Analiz sonucunda elde edilen katsayılar, t-istatistikleri ve p-olasılık değerleri olduğu Ek 8’ de gösterilmektedir.

Model 8 incelendiğinde yatırım kararlarının bir göstergesi olarak ifade edilen satışların bir yüzdesi olarak ifade edilen satışların bir yüzdesi olarak ifade edilen maddi duran varlık yatırımı ile sahiplik yoğunluğunu ifade eden değişkenler olan en büyük hakim ortak ile en

büyük ikinci hakim ortak arasında ve sahiplik kimliği göstergeleri olan yönetimde sahiplik oranını ifade eden değişkenler arasında %5 anlamlılık seviyesinde pozitif anlamlı bir ilişkiyi göstermektedir. Diğer göstergeler ile yatırım kararı göstergesi arasında anlamlı bir ilişki gözlenmemiştir.

Tablo 3.11 Model 8 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	0.6	0.55	0.53	0.596	0.71	0.475	1.98**	0.048
EBDO	0.93	0.353	-0.35	0.729	0.89	0.372	2.14**	0.032
DHO	0.45	0.65	-1.01	0.313	0.44	0.657	1.46	0.143
YÖNSO	1.96**	0.05	2.57*	0.01	1.19	0.232	1.99***	0.051
DEVLET	0.37	0.708	-0.54	0.591	1.46	0.145	0.76	0.448
HOLDİNG	0.75	0.453	0.001	0.998	1.39	0.164	1.26	0.207
KURUM	-0.06	0.954	0.44	0.658	-0.12	0.908	-0.16	0.876
YABANCI	0.09	0.93	-0.09	0.932	0.29	0.775	0.27	0.788
VAKIF	0.16	0.876	1.28	0.202	0.55	0.58	0.27	0.791
AİLED	-0.32	0.748	2.24**	0.025	-0.32	0.747	-0.91	0.362
TVDLOG	-0.79	0.428	-1.93***	0.054	-1.72***	0.086	-1.39	0.163
DUVTV	2.8*	0.005	0.93	0.355	3.14*	0.002	1.35	0.153
Constant	0.02	0.986	1.5	0.133	0.03	0.977	0.31	0.759
R ²	0.008		0.12		0.1048			
F-statistics	12	0.0057	12.12	0.005				
Wald								
statistics X ²					21.24	0.047	49.25	0.000
Wooldridge	0.503	0.4791						
Chow Test	4.62	0.000						
Breusch-Pagan	17.45	0.000						
Hausman								
Test	27.69	0.0061						
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

Not: ***, **, *** işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir. Analiz sonucunda elde edilen katsayılar, t-istatistikleri ve p-olasılık değerleri olduğu Ek 8’ de gösterilmektedir.

Model 9 sonucu elde edilen değerler incelendiğinde, maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımı ile en büyük hakim ortak arasında %10 seviyesinde anlamlı, yönetimde sahiplik oranı, devlet payı ve holding arasında %5 seviyesinde anlamlı pozitif bir ilişki vardır. Diğer sahiplik yapısı göstergeleri ile maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Tablo 3.12 Model 9 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	0.85	0.395	0.19	0.85	0.336	0.27287	1.73***	0.084
EBDO	1.31	0.191	-0.81	0.416	1.06	0.288	1.38	0.168
DHO	0.84	0.403	0.38	0.701	0.83	0.404	1.42	0.155
YÖNSO	1.97**	0.049	7.73*	0.000	2.6*	0.009	2.39**	0.017
DEVLET	0.88	0.379	0.5	0.62	1.01	0.311	2.59*	0.01
HOLDİNG	0.83	0.407	1.6	0.11	0.89	0.374	2.22**	0.026
KURUM	0.04	0.971	-0.08	0.936	0.42	0.676	0.06	0.95
YABANCI	0.4	0.691	2.03**	0.042	0.72	0.472	0.83	0.408
VAKIF	0.03	0.973	3.98*	0.000	0.31	0.757	0.13	0.896
AİLED	1.43	0.153	6.33*	0.000	2.51**	0.012	1.53	0.26
TVDLOG	-0.96	0.34	-3.1*	0.002	-1.31	0.19	-1.68***	0.094
DUVTV	0.62	0.533	-0.85	0.393	0.25	0.803	0.86	0.388
Constant	0.2	0.838	1.97**	0.05	0.35	0.724	0.48	0.631
R ²	0.088		0.089		0.065			
F-statistics	4.1	0.000	10.5	0.000				
Wald								
statistics X ²					21.72	0.0408	45.06	0.000
Wooldridge								
test	37.914	0.000						
Chow Test	19.87	0.000						
Breusch-								
Pagan	47.21	0.000						
Hausman								
Test	107.68	0.000						
Gözlem								
sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

Not: “*, **, ***” işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir. Analiz sonucunda elde edilen katsayılar, t-istatistikleri ve p-olasılık değerleri olduğu Ek 8’ de gösterilmektedir.

İncelenen modeller sonucunda oluşturulan ve hangi değişkenler arasında anlamlı ilişki olduğunu ve anlamlı ilişki olan değişkenlerin ilişkisinin yönünü özetleyen anlamlılık tablosu Tablo 3.13’de ifade edilmektedir.

Tablo 3.13 Değişkenlerin Anlamlılık Tablosu

	EBHO	EBDO	DHO	YÖNSO	DEVLET	HOLDİN G	KURUM	YABANCI	VAKIF	AİLED	TVDLOG	DUVTV
TBTV	+	Ø	+	+	Ø	+	-	+	+	+	+	+
KVBTV	Ø	Ø	+	Ø	Ø	Ø	-	+	-	+	+	Ø
UVBTV	+	Ø	+	+	Ø	+	Ø	Ø	+	+	+	+
KAR1	-	Ø	+	-	+	Ø	Ø	Ø	Ø	-	+	Ø
KAR2	Ø	-	+	-	Ø	Ø	+	Ø	Ø	-	+	Ø
KAR3	Ø	Ø	-	Ø	-	Ø	Ø	Ø	Ø	-	+	Ø
YAT1	+	Ø	Ø	+	+	+	Ø	Ø	Ø	Ø	+	Ø
YAT2	+	+	Ø	+	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø
YAT3	+	Ø	Ø	+	+	+	Ø	Ø	Ø	Ø	+	Ø

Not: (+) Değişkenler arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki vardır. (-) Değişkenler arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki vardır. Ø Değişkenler arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

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 İMKB’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)’nın yaptığı çalışmada kısa vadeli borçlanma tercihleri ile işletme yoğunluğu arasında negatif yönlü ilişkinin olduğu, işletmelerin kısa vadeli borçlanmadan ziyade uzun vadeli borçlanmaya yönlendiği 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 dağınık 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 taşıma 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 karının paylaşılması konusunda aile bireyleri arasında anlaşmazlık çıkabilmektedir. Karın 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 yaklaşıldığı görülmektedir. Birbirlerinden destek alarak 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.

İşletme politikaları üzerine etkisi olan sahiplik yapısının, işletme politikalarının temel bileşenlerinden biri olan kar payı kararları ile de ilişkilidir (Kouki ve Guizani, 2009). Dolayısıyla oluşturulan modellerde kar payı göstergeleri ile sahiplik yapısı değişkenleri arasında önemli bir ilişki beklentisi vardır. Model 4'de elde edilen sonuçlara göre en büyük

hakim ortak ile kar payı ödemeleri toplamı arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Diğer bir deyişle hakim ortağın sahip olduğu pay oranının artması işletmenin yaptığı kar payı ödemelerinin azalmasına neden olmaktadır. Hakim hissedarlar ile kar payı ödemeleri arasındaki ilişki birbiri yerine geçen ikame şeklinde gerçekleşen bir ilişkinin varlığını göstermektedir. İşletme ortakları işletme üzerindeki kontrollerinin azaldığı durumlarda kar payı ödemeleri ile işletmeyi değerlendirirler dolayısıyla sinyal etkisi yaratan bir davranış olan kar payı ödemeleri yüksek olmaktadır. Hakim ortakların payı arttıkça da kar payı ödemelerinin kurumsal yönetim yaklaşımı kapsamında bir izleme aracı olarak kullanılmasına gerek yoktur. Dolayısıyla kar payı ödemeleri düşük tutulmaktadır. Elde edilen sonuçlar Mancinelli ve Özkan (2006), Gugler ve Yurtoğlu (2003), Maury ve Pajuste (2002) ve Correia Da Silva, Goergen ve Renneboog (2004) ile benzer sonuçlardır. Yapılan bu çalışmalar da kar payı ödemelerini işletmeleri kontrol etmede kullanılan bir araç olarak nitelendirmektedir. Dolayısıyla işletmelerde aynı anda hem hakim hissedarların kontrolüne hem de kar payı ödemeleri dikkate alınarak yapılan kontrollere ihtiyaç yoktur. Buna göre işletmelerin sahiplik yapılarında hakim hissedarlar var ise işletmeleri değerlendirme için yüksek kar payı ödemelerinin yapılmasına gerek olmayabilir.

Diğer yandan kar payı ödemeleri ile dağıtık sahiplik oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. İşletme üzerinde hakim ortaklar gibi kontrole sahip olmayan yaygın sahiplik miktarı işletme değeri ile ilgili kaniya varabilmek adına kar payı ödemelerini asimetrik bilginin yaratacağı temsil maliyetlerini minimize eden mekanizmalardan biri olarak görmektedir. Dolayısıyla işletmeyi değerlendirmek için dağıtık sahiplik oranının yüksek olması kar payı ödemelerini de arttırmaktadır.

Kar payı ödemeleri ile yönetimde ortak olan sahiplerin payları arasındaki ilişkinin İMKB’de işlem gören işletmelerde negatif olduğu görülmektedir. Jensen (1986) tarafından öne sürülen görüşte bu ilişkinin pozitif olduğu belirtilmektedir. Yaptığımız çalışmada, Jensen (1986) tarafından öne sürülen görüşün aksine, yüksek kar payı ödemeleri ile yönetici-sahip kişilerin kontrolünde olan nakdin sınırlandırılıp, yüksek kar payı ödemelerinin yapılmadığı görülmektedir. Bunun nedeni olarak İMKB’de işlem gören işletmelerde, hem yönetici hem de ortak olan bireylerin içsel sahipliğe bağlı olarak yönetsel sağlamalaştırma etkisinden kaçındıkları, daha fazla kar payı ödemesi yaparak, pozitif sinyal etkisi yaratmak yerine temsil maliyetlerinin azaldığı ve kar payı ödemelerinin farklı yatırım alanlarında değerlendirildiği söylenebilir.

Temsil teorisine göre, yönetici sahipliği derecesi arttıkça diğer bir deyişle yöneticinin firmanın sermaye payından aldığı yüzde yükseldikçe firmanın hisse senetlerinin fiyatı ve dolayısıyla firmanın değeri yükselmektedir. İşletme kontrolü teorisi (corporate control theory) ise yöneticilerin firmadan daha fazla sermaye payı almasının firmanın hisse senetlerinin performansını olumsuz yönde etkileyeceğini savunmaktadır (Chen ve Kao, 2005).

Kurumsal sahiplik ile kar payı ödemeleri göstergelerinden nakit kar payı/piyasa kapitalizasyon oranı arasında pozitif ilişki vardır. Türk işletmelerinde kurumsal sahipliğin yüksek olması yüksek kar payı ödemelerine yol açmaktadır. Bunun nedeni Short vd. (2002) bahsettiği gibi kurumların temsil maliyetlerini azalmak için kar payı ödemelerini talep etmeleri olabilir. Özellikle temsil teorisi çerçevesinde, çıkar çatışmalarından doğan temsil problemleri kar payı dağıtım kararlarını etkilemektedir. Kurumsal sahiplik de bu kararlar üzerine etkisi olan sahiplik kimliklerinden birisidir. Kurumsal sahiplik hissedarlar arasındaki çatışmayı azaltıcı bir mekanizmadır (Al-Kuwari, 2010).

Kar payı ödemeleri yüksek tutularak, yönetimin yaratılan nakdi kar payı olarak ödemesi istenir. Buna bağlı olarak projelerin finanse edilmesinde işletmelerin sermaye piyasalarına yönlendirilmesi sağlanır ve serbest nakit akışı düşürülerek, atıl nakit tutulması engellenir (La Porta, vd. 2000).

Bazı şirketler, özellikle kapalı aile şirketleri, bir politika gereği olarak oto-financeman yoluyla büyümeyi tercih edebilirler. Böyle bir finansman politikası, “yeni hisse senedi satarak sermayeyi artırma, mevcut ortakların hem kâr oranlarını hem de şirket yönetimindeki egemen durumlarını tehlikeye sokar” gerekçesiyle savunulabilir. Borçlanmada finansman riskini artırabileceğinden, kapalı aile şirketlerinin kâr dağıtmayarak veya sınırlı olarak dağıtarak, büyümeyi finanse etme alternatifini seçmeleri kendilerine egemen olan bu görüş ve eğilimlerle canlanabilir. Çalışmada elde edilen sonuçlar aile işletmeleri ile kar payı kararları arasında negatif yönlü bir ilişkiyi göstermektedir. Bu sonuçlar literatürde yapılan çalışmalarla da desteklenmektedir.

Kar payı ödemeleri ile devlet sahipliği arasında pozitif ilişki olmakla birlikte, dönem başında satın alınan bir hisse senedine ödenen paranın ne kadarının yıl içinde temettü olarak geri verildiğini gösteren temettü verimi ile negatif yönde ilişkilidir.

İşletmenin vermesi gereken önemli kararlardan biri olan yatırım kararları ile sahiplik yapısı değişkenleri arasındaki ilişki sonuçları incelendiğinde yatırım kararları ile yönetim sahipliği oranı arasında pozitif yönlü ilişkinin olması Türk işletmelerinde hem ortak hemde yönetici olarak görev almanın, yönetici sahiplerin büyük bir işletmede çalışıyor olmanın verdiği psikolojik tatmine bağlı yatırımları arttırarak işletmeyi daha da büyütme çabası olduğu şeklinde yorumlanabilir. Ayrıca hakim grupların olduğu işletmelerde, işletme üzerinde kontrollerin baskın olması, bu grubun risk üstlenme seviyesinin yüksek olmasına dolayısıyla yatırım faaliyetlerinin yüksek olmasına neden olabilir. Yatırım faaliyetlerinin hakim işletme gruplarında yüksek olduğu ve borçlanma seviyesinde sahiplik yoğunluğu yükseldikçe Türk işletmelerinde arttığı görülmektedir. Bunun nedeni Goergen ve Renneborg (2001) benzer şekilde öne sürdüğü gibi iç fonlardan ziyade dış fonların kullanılması ve yatırım projelerine doğru iç fonların yönlendirilmesinin azaltılmasıdır. Maddi duran varlık yatırımı yüksek olan hakim ortaklı işletmelerin, borçlanma seviyeleri uzun vadeli kaynaklarla finanse edildiği görülmektedir.

Holding yapılar ise gelişmiş, bağlantıları güçlü işletmelerdir dolayısıyla yatırım fırsatları daha çok karşılaştıkları fırsatlardandır. Buna bağlı olarak yatırım fırsatlarını değerlendirmektedirler.

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.

İşletme büyüklüğü fazla olan işletmeler, para ve sermaye piyasalarında daha kolay finansman kaynaklarına ulaşmaktadır. Dolayısıyla büyük işletmeler daha çok kar payı

ödemesi tercih etmektedir. Ayrıca büyük işletmelerin finansman kaynağı yaratma konusunda küçük işletmelere göre avantajlı olduğu bilinmektedir. Bu işletmeler yatırım kararlarını da daha çok değerlendirme imkanı yakalamaktadırlar.

S O N U Ç

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

Konuyla ilgili çalışmalar incelenerek, işletme sahiplik yapısının işletme temel kararlarına etkisinin bulunup bulunmadığını belirlemek amacıyla ekonometrik modeller oluşturulmuştur. Oluşturulan modellerde bağımlı değişken olarak işletmenin temel 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 dağıntık sahiplik yapılarının da borçlanma tercihlerinde pozitif etki yarattığı, diğer yandan kurumsal sahiplik yapılarının borçlanma tercihleri üzerinde negatif etki yarattığı görülmektedir.

İncelenen ilişkilerden bir diğeri sahiplik yapısı ile kar dağıtım kararları arasındaki ilişkidir. Sahiplik yapısının, işletmenin temel kararlarından bir diğeri olan kar dağıtım kararlarını da etkilemesi beklenmektedir. Elde edilen sonuçlara göre, literatürde de benzer şekilde var olduğu söylenen ilişki, yaptığımız çalışmada da görülmektedir. Buna göre sahiplik yoğunluğu ile kar dağıtım kararları arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. İşletmelerin yaptıkları kar payı ödemeleri, işletmeleri değerlemek ve takibini yapmak amacıyla kullanılan göstergelerden biridir. Halbuki işletme sahipliğinde hakim hissedarların olması işletmenin hakim hissedar veya hissedarlar tarafından kontrol edilebileceğinin göstergesidir. Diğer bir deyişle hakim ortağın sahip olduğu hisse oranının artması işletmenin yaptığı kar payı

ödemelerinin azalmasına neden olmaktadır. Hakim ortaklığın payı arttıkça kar payı ödemelerinin bir kontrol aracı olarak kullanılmasının gereği kalmamaktadır. Diğer yandan işletme sahipliğinin dağınık sahiplik olduğu durumda, işletme sahipleri işletmeyi değerlendirebilmek adına kar payı ödenmesi beklentisi içine girerler. Dolayısıyla dağınık sahiplik arttıkça kar payı ödemelerinde artış yaşanabilir.

Kar payı ödemelerini etkileyen sahiplik kimlikleri arasında ise yönetsel sahiplik, kurumsal sahiplik, aile sahipliği ve devlet sahipliği yer almaktadır. Türk işletmelerinde hem yönetici hem de ortak olan bireylerin içsel sahipliğe bağlı olarak yönetsel sağlamlaştırma etkisinden kaçındıkları, daha fazla kar payı ödemesi yaparak, pozitif sinyal etkisi yaratmak yerine temsil maliyetlerinde içsel sahipliğe bağlı azalma nedeniyle kar payı ödemelerinin farklı yatırım alanlarında değerlendirildiği söylenebilir. Buna göre yönetsel sahipliği olduğu işletmelerde kar payı ödemeleri düşük tutulmaktadır. Kurumsal sahiplik ile kar payı ödemeleri arasında pozitif ilişki vardır. Türk işletmelerinde kurumsal sahipliğin yüksek olması yüksek kar payı ödemelerine yol açmaktadır. Bunun nedeni Short vd. (2002) bahsettiği gibi kurumların temsil maliyetlerini azalmak için kar payı ödemelerini talep etmeleridir.

İncelenen ilişkilerden bir diğeri de sahiplik yapısı ile yatırım kararları arasındaki ilişkidir. Hakim grupların olduğu işletmelerde, işletme üzerinde kontrollerin baskın olması, bu grubun risk üstlenme seviyesinin yüksek olmasına dolayısıyla yatırım faaliyetlerinin yüksek olmasına neden olabilir. Yatırım faaliyetlerinin hakim işletme gruplarında yüksek olduğu ve borçlanma seviyesinde sahiplik yoğunluğu yükseldikçe Türk işletmelerinde arttığı görülmektedir. Bunun nedeni Goergen ve Renneborg (2001) benzer şekilde öne sürdüğü gibi iç fonlardan ziyade dış fonların kullanılması ve yatırım projelerine doğru iç fonların yönlendirilmesinin azaltılmasıdır. Devlet sahipliğinin olduğu işletmelerde özellikle tamamen devlet sahipliğinde olan işletmelerde yatırım kararları daha farklı değerlendirilmektedir. Özellikle belirsiz yatırımlar tercih edilmez. Diğer sahiplik yapılarına kıyasla devlet sahipliğinde olan işletmelerin yatırım kararları daha düşük risk taşır. Dolayısıyla devlet sahipliğinin olduğu işletmelerde yatırım projeleri desteklenmektedir.

Elde edilen sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde, işletmelerin temel kararlarının sahiplik yapılarından etkilendiği görülmektedir. Özellikle temel kararların tümünün (sermaye yapısı kararları, kar dağıtım kararları ve yatırım kararları) hakim sahiplerin tarafından etkilendiği görülmektedir. Sahiplik yoğunluğu açısından değerlendirildiğinde, hakim hissedar

veya hissedarların kararların tümünü etkileyebildikleri sonucuna varılmaktadır. Ayrıca bu kararların sahiplik kimliklerinden de etkilendiği fakat tüm kararları yönetsel sahipliğin özellikle etkilediği fark edilmiştir. Bunun nedeni olarak hem yönetici olarak işletmeden yer almanın hem de işletme sahibi sıfatını taşımanın önemli bir rol oynadığı söylenebilir.

İşletmelere yatırım yapan yatırımcıların, yatırımlarını belirlerken kullandıkları işletmelere ait bilgiler, yatırım kararlarını etkileyen en önemli faktörlerden biridir. İşletmelere ait bilgiler yatırımcılar tarafından değerlendirilerek satın alma ya da satma yönünde davranış sergilemelerine neden olmaktadır. Dolayısıyla işletmenin temel kararları, bu kararları oluştururken üstlenilen risk, borçlanma tercihleri, kar dağıtım tercihleri ve yatırım kararı tercihleri, yatırımcıların işletmenin performansı hakkında beklentilerin oluşmasına neden olmaktadır.

Elde edilen sonuçlar çeşitli finansal kararlar ile işletme sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi ortaya koyarken, bu kararların yatırımcılar tarafından dikkate alınması, temel finansal kararlara ilişkin beklentilerin değerlendirilmesinde kullanılması mümkündür. Çalışmada ulaşılan sonuçlar ve değerlendirmeler ele alınan işletmeler ve 2002-2010 dönemi için olduğu göz önünde bulundurularak, işletmelere ilişkin değerlendirmelerde kullanılabilecektir.

KAYNAKÇA

- Aganin A. ve Volpin P., “The History Of Corporate Ownership In Italy”, A History Of Corporate Governance Around The World (Ed. Randall K. Morck), (2005), 325-365.
- Agrawal A. ve Knoeber C. R., “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.31, No.3, (1996), 377-397.
- 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 A. ve Nagarajan N.J., “Corporate Capital Structure, Agency Costs and Ownership Control: The Case of All-equity Firms.”, The Journal of Finance, Vol. 45, No.4, (1990), 1325-1331.
- 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.
- Akgüç Ö., Finansal Yönetim, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 1998.
- Akın A., “ Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları Ve Stratejileri”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, No. 22, (Ocak-Haziran 2004), 127-148.
- Aktan C. C., ve Börü, D., “Önemli Bir Tanımlama Ögesi: Paydaşlar (Stakeholders)”, <http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-sosyalsorum/kurumsal-sosyal/paydaslar.htm>, Erişim Tarihi: 05.05.2011
- Aktan, C. C., “Kurumsal Şirket Yönetimi”, <http://www.sobiadacademy.net/sobem/e-yonetim/kurumsal-yonetim/aktan-kurumsal.pdf>, Erişim Tarihi: (25 Şubat 2011).
- Aktaş H., “Hisse senetleri piyasasında muhasebe bilgilerinin önemi”, Gazi Kitabevi, Ankara, 2009
- Al- Kuwari D., “Large Shareholders, Agency Theory and Dividend Decisions in Emerging Markets”, Applied Financial Economics-UK (Accepted for oral presentation at the International Conference of Tread, Economics, and Finance- June28-30:Paris, (2010), 1-29. <http://ssrn.com/abstract=1811845>.
- Alchian, A., Demsetz, H. “Production information costs and economic organization”, American Economic Review, 62(5), (1972), 777-795.
- Almeida, H., Wolfenzon, D. “A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups”, The Journal of Finance, Vol. LXI, No.6, (2006), 2637-2680.

- Altunışık R., Coşkun R., Bayraktaroğlu, S. ve Yıldırım E., Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri SPSS Uygulamalı, 5.Baskı, Sakarya Yayıncılık, 2007, Sakarya.
- Amatori F.ve Jones G., Dünya İşletme Tarihi, Dost Kitabevi, 2007, Ankara.
- Andres, C., “Family Ownership, Financing Constraints and Investment Decision”, <http://efmaefm.org/OEFMSYMPOSIUM/CGC%202009/papers/Andres.pdf>, (2008), 1-43.
- Aras, G. Ve Müslümov, A. “Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcının Rolü; OECD Ülkeleri Ve Türkiye Örneği”, Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (KYD), İstanbul, 2003, 1-17.
- Aslan A., “Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı (Squeeze-Out Right)”, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Yeterliklik Etüdü, (2005), 1-53.
- Baltagi, B. H., Econometric Analysis of Panel Data. JohnWiley&Sons, Ltd., 2005.
- Barnes, L. B., Hershon, S. A., “Transferring power in the family business”, Harvard Business Review, 54(4), (1976), 105-114.
- Başaran, Ü., “İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi”, ZKÜ Yüksek Lisans Tez Çalışması, 2008.
- 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.
- Bayraktaroğlu A., “Mülkiyet Yapısı Ve Finansal Performans: İMKB Örneği”, Ekonomi Bilimleri Dergisi, Cilt 2, No. 2, (2010), 1-10.
- 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.
- Berezneak E. “Bankalarda Kurumsal Yönetim Çerçevesine Sahiplik Yapısı Ve Performans İlişkisi; Türkiye Uygulaması”, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tez Çalışması, İstanbul,2007.
- 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.
- Berk N., Finansal Yönetim, İstanbul Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2000.
- 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., Demircuc-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.
- Brigham, E.F. (Çevirenler: Akmut, Ö, Sarıaslan, H.), *Finansal Yönetimin Temelleri*, Cilt 1-2 , Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları, Ankara, 1999.
- Büker S., Aşıkoğlu R. ve Sevil G., *Finansal Yönetim*, Sözkese Matbaacılık, 2009, Ankara.
- Carati G. ve Rad T.A., “Convergence Of Corporate Governance Systems”, *Managerial Finance*, Vol.26, No.10, (2000), 66-83.
- Casey K. M. ve Dickens R. N, “The Effects of Tax and Regulatory Changes on Commercial Bank Dividend Policy”, *Quarterly Review of Economics & Finance*, Vol.40, No.2, (2000), 279-293.
- Cespedes, J., Gonzalez, M. ve Molina, C. A., (2010), “Ownership Concentration and the Determinants of Capital Structure in Latin America”, <http://www.iaee.edu.ar/pi/Documentos%20Investigacin/Research%20Seminars/OwnershipConcentrationCGM.pdf>, 1-30.
- Ceylan A., *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi, Bursa, 1998.
- Challaye F., *Mülkiyet Tarihi, Düşünen Adam Yayınları*, İstanbul, 1994.
- Chambers D. R. ve Lacey N. J., *Modern Corporate Finance Theory and Practice*, Addison Wesley Longman, 2nd edition, 1999.
- Chen, A., Kao, L., “The Conflict Between Agency Theory and Corporate Control on Managerial Ownership: The Evidence from Taiwan IPO Performance”, *International Journal of Business*, 10, (2005), 39-61.
- Cho M. H., “Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol.47, No.1, (1998), 103-121.
- Churchill, N. C., & Hatten, K. J. 1987. Non-market-based transfer of wealth and power: A research framework for family businesses. *American Journal of Small Business*, 11(3): 51-64.
- Claessens S., Drankov S. ve Lang L. H. P., “The Separation Of Ownership And Control İn East Asian Corporations”, *Journal Of Financial Economics*, 58, (2000), 81-112.
- Clarke T., *Theories of Corporate Governance; The Philosophical Foundations of Corporate Governance*, Routledge Publishing, New York, 2004.
- Coffee J. C., “The Rise Of Dispersed Ownership: The Roles Of Law And The State İn The Separation Of Ownership And Control”, *The Yale Law Journal*, Vol.111, No.1, (2001), 1-82.
- Correia Da Silva, L., Goergen, M. ve Renneboog, L., *Dividend Policy and Corporate Governance*, Oxford University, 2004, USA.

Cox E. S., “The Family Firm as a Foundation of Our Free Society: Strengths and Opportunities”, http://www.fambiz.com/Orgs/Cornell/articles/real/ed_cox.cfm, Erişim Tarihi: 25.02.2011, 1996.

Cuervo, A. “Corporate Governance Mechanisms: A Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control”, *Corporate Governance: An International Review* 10, No.2, 2002, 84-93.

Curtiss J., Latruffe L., Medonos T. ve Ratinger T., “Investment Activity and Ownership Structure of Czech Corporate Farms”, *European Association of Agricultural Economis 104th Seminar*, Budapest, Hungary, (2007), 1-16.

D’Souza J. ve Saxena K. A., “Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy- An International Perspective”, *Managerial Finance*, Vol.25, No.6, (1999), 35-43.

Davis H. J., Schoorman D. F. ve Donaldson L., “Toward A Stewardship Theory Of Management”, *The Academy Of Management Review*, Vol. 22, No. 1, (1997), 20-47.

Davis, E. P., ‘The Role Of Institutional Investors in The Evolution of Financial Structure And Behaviour’. *Financial Markets Group And Esrc Working Paper. (FMG Special Papers)*, No. 89, (1996), 1-54.

Davis, P., “Realizing the potential of the family business”, *Organizational Dynamics*, 12(3), (1983), 47-56.

DeAngelo H. ve DeAngelo L., “The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, No. 2, (2006), 293–315.

Demirkan S., “Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları Ve Türkiye İçin Öneriler”, *Sermaye Piyasası Kurulu Kurul Yeterlik Etütleri*, (1999), 1-56.

Demsetz H. ve Lehn K., “The Structure Of Corporate Ownership: Causes And Consequences”, *Journal Of Political Economy*, Vol. 93, No.6, (1985), 1155-1177.

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.

Dinç E. ve Abdioğlu H. “İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İmkb-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma”, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt. 12, No.21, (2009), 157-184.

- Dinga A. K., Dixon R. ve Stratling R., “Ownership structure and firm performance in the UK: Evidence from the agency perspective”, Working paper, Durham University, (2009), 1-51.
- Doğan M., İşletme Ekonomisi Ve Yönetimi, Nobel Yayınevi, Ankara, 2010.
- Donaldson L. ve Davis H. J., “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns”, Australian Journal of Management, Vol.16, No. 1, (1991), 49-65.
- Donckels, R., & Fröhlich, E., “Are family businesses really different? European experiences from STRATOS”, Family Business Review, 4(2), (1991), 149-160.
- Donnelley, R. G. “The family business”, Harvard Business Review, 42(4, July- August), (1964), 94-105. Reprinted in Family Business Review, 4(1), (1988), 427-445.
- Du J. ve Dai Y., “Ultimate Corporate Ownership Structures And Capital Structures: Evidence From East Asian Economics”, Corporate Governance, Vol.13, No.1, (2005), 60-71.
- Durand D., “Cost of Debt and Equity Funds for the Business: Trends and Problems of Measurement”, in Conference on Research in Business Finance National Bureau of Economic Research, New York, (1952), 215-247.
- Eckbo B. E. ve Verma S., “Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy”, Journal of Corporate Finance, Vol.1, (1994), 33-62.
- Eisenberg M., "The Structure of the Corporation: A Legal Analysis", Little, Brown and Co., Boston, MA, 1976.
- Eisenhardt, K. M., “Agency Theory: An Assessment and Review”, The Academy of Management Review, Vol. 14, No. 1 (Jan., 1989), 57-74.
- Elyasiani E. ve Jia J., “Distribution Of Institutional Ownership And Corporate Firm Performance”, Journal Of Banking & Finance, Vol.34, No.3, (2010), 606-620.
- Emek U., Kamu İktisadi Teşebbüslerinde Yeni Finansman Yöntemlerinin Uygulanabilirliği- Finansal Kiralama-Factoring-, Dpt Uzmanlık Tezi, 1994.
- Emirmahmutoglu, F., Köse, N. ve Yalçın, Y., “Birim Kök Testlerinde Yapısal Kırılma Zamanının İçsel Olarak Belirlenmesi Problemi: Alternatif Yaklaşımların Performansları”, VII. Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu İstanbul Üniversitesi, 2005.
- Ersöz, H.Y., “Özelleştirmede Çalışanların Mülkiyet Sahipliği; Kardemir Örneği”, Çmis, <http://www.ceis.org.tr/dergidocs/makale-22.pdf>, Erişim Tarihi; 01.05.2011
- Faccio M. ve Lang L. H. P., “The Ultimate Ownership Of Western European Corporations”, Journal of Financial Economics, 65, (2002), 365–395.
- Fama E. F. ve Jensen M. C., “Agency Problems and Residual Claims”, Journal of Law and Economics, No.26, (1983), 327-349.

- Farinha, J., "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis", *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9/10), 2003, 1173-1209.
- Fenn G. ve Liang N., "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives", *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, No. 1, (2001), 45-72.
- Fındıkcı İ., Aile Şirketleri, Alfa Yayınları, 2005, İstanbul.
- Filatotchev I., Lien Y.C. ve Piesse J., "Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 22, No.3, (2005), 257-283.
- Frankfurter, G. M., Wood, G. B., *Dividend Policy: Theory and Practice*, Academic Press, 2003, San Diego.
- Freeman E. R. ve Reed D. L., "Stockholders And Stakeholders: A New Perspective On Corporate Governance", *California Management Review*, Vol. 25, No. 3, (1983), 88-106.
- Freeman, E.R. Ve Mcvea, J., "A Stakeholder Approach To Strategic Management", [Http://Papers.Ssrn.Com/Paper.Taf?Abstract_Id=263511](http://Papers.Ssrn.Com/Paper.Taf?Abstract_Id=263511), (2001), Working Paper, No.1-2, 1-31.
- Fremond O. ve Capaul M., "The State Of Corporate Governance: Experience From Country Assessments", *Work Bank Policy Research Working Paper*, No. 2858, (2002), 1-33.
- 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.
- Gallo, M. A., & Sveen, J., "Internationalizing the family business: facilitating and restraining factors", *Family Business Review*, 4(2), (1991), 181-190.
- Gilla S. L., "Recent Developments In Corporate Governance: An Overview", *Journal Of Corporate Finance*, Vol.12, No.3, (2006), 381-402.
- Goergen M. ve Renneborg L., "Investment Policy, internal financing and ownership concentration in the UK", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, (2001), 257-284.
- Gonzalez, M., Molina, C. Ve Pablo, E., "Dividend Policy and Ownership Structure in Latin America", *Galeras De Administration*, Bo.29, (2010), 2-12.
- Grabowski H. ve Mueller D., "Managerial and stockholder welfare models of firms expenditure", *Review of Economics and Statistics*, Vol.54, No.1, (1972), 9-24.
- Greene, W.H. *Econometric Analysis*, Prentice Hall, 2003, New Jersey.
- Grob K., *Equity Ownership And Performance; An Empirical Study Of German Traded Companies*. Physica-Verlag-A Springer Company, 2006, New York.

- Gugler K. Mueller D. C. ve Yurtoğlu B. B., “Insider ownership, ownership concentration and investment performance”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, No.5, (2008), 688-705.
- Gugler K. ve Yurtoglu B. B., “Corporate governance and dividend pay out policy in Germany”, *European Economic Review*, Vol.47, No. 4, (2003), 731–758.
- Gujarati, D., *Essentials of Econometrics*, 2nd Edition, McGraw-Hill, 1999, Unired States.
- Güvençer, Ü. C., *Vekalet Teorisi:Firma Perfonmansına Etkisi*, Uludağ Üniversitesi Yüksek lisans Tez Çalışması,2008.
- Hadlock C. J., “Ownership, Liquidity, and Investment”, *The RAND Journal of Economics*, Vol. 29, No. 3, (1998), 487-508.
- Handler, W. C. 1989b. Methodological issues and considerations in studying family businesses. *Family Business Review*, 2(3): 257-276.
- Harris, M., Raviv, A., “Corporate control contests and capital structure”, *Journal of Financial Economics*, 20, (1988), 55–86.
- Hart, O., Moore, J., “Debt and Seniority: An Analysis of the Role Of Hard Claims in Constraining Management”, *American Economic Review*, 85, (1995), 567-585.
- Haugen R. A., “Finance From a new perspective”, *Financial Management*, Vol.25, No.1, (1996), 86-97.
- Himmelberg C. P., Hubbard G. R. ve Palia D., “Understanding The Determinants Of Managerial Ownership And The Link Between Ownership And Performance”, *Nber Working Paper Series*, Working Paper 7209, (1999), 1-46.
- Hovey M., Li L. ve Naughton T., “The Relationship Between Valuation and Ownership of Listed Firms in China”, *Corporate Governance*, Vol.11, No.2, (2003),112-122.
- Hsiao, C. *Analysis of Panel Data*, 2nd ed., Cambridge Univ. Pres, 2003, Cambridge.
- Jarrell, G. A., ve Bradley, M., “The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 23, No.2, (1980), 371-407.
- 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.
- Jensen, M., Smith, C., “Stockholders, Managers and Creditor Interests: Applications of Agency Theory”, *Recent Advances in Corporate Finance*, (1985), 1-46.
- Jensen, M.C., “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and the Market for Takeovers”, *The American Economic Review*, (1986), 323-329.

Jeon, Q.J., Lee, C. ve Moffett, M. C. (2011), “Effects of Foreign Ownership on Payout Policy: Evidence from the Korean Market”, Journal of Financial Markets, Vol. 14, No. 2 (May),(2011), 344-375.

Jobnak, İnsan Kaynakları Sözlüğü, <http://www.jobnak.com/insan-kaynaklari-ansiklopedi.calisan%20icin%20hisse%20senedi%20sahipligi%20plani.123.html>, Erişim: 10.05.2011

Karaaslan A., Yıldız F., “Telekomünikasyon Sektöründe Regülasyon ve Özelleştirmenin Etkileri: OECD Ülkeleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, Yönetim ve Ekonomi, Cilt.18, No.2, (2011), 1-21.

Karpuzoğlu, Ebru; “Aile Şirketi Nedir? Temel Özellikleri Nelerdir?” Kobi Finans, http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020603/483, erişim tarihi; 15.03.2011

Kaya, A., Yazıcı, B., “Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcının Rolü”, <http://www.pdfio.com/k-334193.html#>, 2002.

Khan, T., “Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data”, The Economic Journal, Vol. 116, (2005), 1-41.

Kılıçbay, A. Türk Ekonomisi,Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1992, Ankara.

Kırım, A. Aile Şirketlerinin Yönetimi, Sistem Yayıncılık, 2001, İstanbul.

Kıyılar, M. Ve Belen, M., “Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi”, <http://www.archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/07sempozyum/10murat%20kıyılar%20muhammed%20belen.doc>, Erişim Tarihi: 17 Mayıs 2011.

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.

Kirchmaier, T. ve Grant, J., "Corporate Ownership Structure And Performance in Europe", Cep Discussion Paper No: 0631, (2006),1-36.

Kochhar, R.,“Explaining firm capital structure; the role of agency theory vs. transactions costs economics”, Strategic Management Journal, Vol. 17, No.9, (1996),713-728.

Koçel, T.,İşletme Yöneticiliği, Beta Yayıncılık,Nr. 9,2003, İstanbul.

Korkmaz, T., Uyguntürk, H., Gökbulut, R. İ. ve Güğercin, G., “İMKB’de İşlem Gören Çimento İşletmelerinin Varlık Performansına Etki Eden Finansal Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma”, Marmara Üniversitesi İktisadi ve idari Bilimler Dergisi, 25 (2), (2008), 565-587.

- Korukoğlu, A., Korukoğlu, S., “Üç Büyüklerin –BJK, FB ve GS- Finans Piyasalarındaki Durum Değerlemesi”, Ege Akademik Bakış, Cilt.5, Sayı1-2, (2005), 47-54.
- Kouki, M, Guizani, M., “Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market”, European Journal of Scientific Research, Vol. 25, No.1, (2009), 42-53.
- Kula, V. Kurumsal Yönetim; Hissedarların Korunması Uygulamaları Ve Türkiye Örneği, Papatya Yayıncılık, Mayıs. 2006, İstanbul.
- Kumar, J., (2003), “Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India”, Working Paper (on line). papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474103. 1-40.
- La Porta, R.,Lopez-De-Silanes, F.,Shleifer, A. ve Vishny, R., "Law And Finance", Journal Of Political Economy, vol.106, no.6, (1998),1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., ve Shleifer, A., “Corporate Ownership Around The World”, The Journal Of Finance, Vol. 54, No. 2, (April 1999), 471-517.
- Lansberg, I., “The succession conspiracy”, Family Business Review, 1(2), (1988), 119-143.
- Leech, D. ve Leahy, J., “Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies”, The Economic Journal, Vol. 101, No. 409, (1991),1418-1437.
- 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.
- Lins, K. V., “Equity Ownership And Firm Value İn Emerging Markets”, Journal Of Financial And Quantitative Analysis, Vol. 38, No. 1, (2003), 159-184.
- Litz, R. A., “The family business: Toward definitional clarity”, Family Business Review, 8(2), (1995), 71-81.
- 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.
- Maggi, G. ve Rodriguez-Clare, A., “Costly Distortion of Information in Agency Problems”, The Rand Journal of Economics, Vol.26, No.4, (1995),675-689.
- 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.
- Maksimovic, V. ve Zechner, J., “Debt, Agency Costs and Industry Equilibrium, The Journal Of Finance, Vol. 46, No.5, (1991), 1619-1643.

- Mancinelli, L. ve Ozkan, A., “Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms”, *The European Journal of Finance*, Vol. 12, No. 3, (2006), 265-282.
- Mandacı, 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.
- Mao Z., Gu Z., “The Relationship Between Financial Factors and Firm Performance: Empirical Evidence from U.S. Restaurant Firms”, *Journal of Foodservice Business Research*, Vol. 11 (2), (2008), 138-159.
- 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.
- 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.
- Maury, C. B. ve Pajuste, A., “Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland”, *Finnish Journal of Business Economics*, Vol. 51, (2002), 15-45.
- McLarney C., Rhyno R. S., “International Joint Venture Negotiations: Using Reciprocating Agency Theory to Examine Behaviour and Relationship Outcomes”, www.citt.management.dal.ca/Files/pdfs/DP-171.pdf, (2000), 1-16.
- Meder Çakır, H. Küçükkaplan, İ. “İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Karlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB’e İşlem gören Üretim Firmalarında 2000-2009 Dönemi İçin Analizi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak Sayısı, (2012), 69-86.
- Meggison, W. L., “Corporate Finance Theory”, Addison-Wesley Educational Publishers Inc., 1997.
- Mehran, H., “Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.27, No.4, (1992), 539-560.
- Merton, R.C. ve Bodie, Z., “A Conceptual Framework For Analysing The Financial Environment”, İn D.B. Crane Et Al. (Eds), *The Global Financial System, A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston, (1995), 3-32.
- Michaely, R., Shaw, W., “The pricing of initial public offerings: tests of adverse selection and signaling theories”, *Review of Financial Studies*, Vol. 7, No.2, (1994), 279–317.
- Mirze, K. S., *Introduction To Business*, Literatür Publishing, 2009, İstanbul.
- Mitton, T., “A Cross-Firm Analysis Of The Impact Of Corporate Governance On The East Asian Financial Crisis”, *Journal Of Financial Economics*, Vol.64, No.2, (2002), 215-241.

- Modigliani F. ve Miller M. H., “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, Vol. 48, No.3, (1958), 261-297.
- Moh'd M., Perry L., ve Rimbey J., “An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy”, *The Financial Review*, Vol.30, (1995), 367-385.
- Monks, R. A.G. Ve Minow, N., *Corporate Governance*, 2nd Edition, Blackwell Publishing, 2001
- Morck R., Shleifer A. ve Vishny R. W., “Management Ownership and Market Valuation; An Emprical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, (1988), 293-315.
- Morck, K. R., Percy, M., Tian, Y.G. And Yeung, B., “The Rise And Fall Of The Widely Held Firm: A History Of Corporate Ownership İn Canada”, *A History Of Corporate Governance Around The World* (Ed. Randall K. Morck), 65-147.2004
- Morck, R.K. *A History Of Corporate Governance Around Tthe World- Family Business Groups To Professional Managers*, The University Of Chicago Press, 2002.
- Morck, R., “Corporate Governance and Family Control”, *Global Corporate Governance Forum Discussion Paper No.1*, (2003), 1-24.
- Mueller, D., C., Peev, E., “Corporate governance and investment in Central and Eastern Europe”, *Journal of Comparative Economics*, Elsevier,2007.
- Murphy, E. A., “Corporate Ownership İn France: The Importance Of History”, *A History Of Corporate Governance Around The World* (Ed. Randall K. Morck), (2004), 185-222.
- Mustakallio, M. A., “Contractual And Relational Governance In Family Firms: Effects On Strategic Decision-Making Quality And Firm Performance”, *Helsinki University Of Techology Institute Of Strategy And International Business Doctoral Dissertations*, 2002.
- Naipoğlu,S. “Kurumsal Yönetim” ,
http://www.tkyd.org/docs/kurumsal_yonetim_sinan_naipoglu_2002.doc, Erişim Tarihi: 28.04.2011, 2002.
- NCEO, “How An Employee Stock Ownership Plan (Esop) Works”,
<http://www.nceo.org/main/article.php/id/8/>, Erişim Tarihi; 01.05.2011
- Nemlioğlu, A. K., *Birim Kök Analizinin Temelleri*, Beşir Kitabevi, 2005, İstanbul.
- Neubauer, F. F., & Lank, A. G., *The family business: Its governance for sustainability*, 1998, New York: Routledge.
- OECD, "Principles Of Corporate Governance", Oecd Publications,Paris, (2004), 1-67.
- Ooghe H. ve De Langhe T., “The Anglo-American Versus The Continental European Corporate Governance Model: Empirical Evidence Of Board Composition in Belgium”, *European Business Review*, Vol. 14, No.6, (2002), 437-449.

- Ooghe, H., De Vuyst, V., “The Anglo-Saxon Versus The Continental European Corporate Governance Model: Emprical Evidence Of Board Composition In Belgium”, Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper, T.Y., <http://www.vlerick.be/research/workingpapers/vlgms-wp-2001-06.pdf>, Erişim Tarihi: 03.05.2011
- Ownership Associates Inc., “Ownership Identity”, Erişim: http://www.ownershipassociates.com/ocs_content1.shtm, Erişim Tarihi: 02.05.2011.
- Örücü E., Taşınmaz Mülkiyetine Bir Kamu Hukuku Yaklaşımı; Mülkiyet Hakkının Sınırlanması, İstanbul Üniversitesi Yayınları, 1976, İstanbul.
- Öz, Y. ve Güngör, B., “Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığı Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 10 (2), (2007), 319-332.
- Özdemir M., Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, 1997, Ankara.
- Pagano M., Panetta F. ve Zingales L., “Why Do Companies Go Public An Empirical Analysis”, The Journal Of Finance, Vol. 59, No.1,(1998), 27-64.
- Paslı, A., "Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi", Beta Yayım Dağıtım, 2004, İstanbul.
- Pedersen T. ve Thomsen S., “European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study”, Journal of International Business Studies, Vol.28, No.4, (1997), 759-778.
- Pedersen, T. ve Thomsen, S., “ The Causal Relationship Between Insider Ownership, Owner Identity And Market Valuation Among The Largest European Companies”, 2001, <Http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/6535/linkwp01-13.pdf?sequence=1>, Erişim Tarihi: 04.04.2011.
- Pejovich S., “Immorality Of The Transition Industry: The Case Of Eastern Europe”, Political Economy, Vol.106, No. 6, (2010), 1-53.
- Pekkaya, M. “Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz”, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt.2, Sayı.4,(2006), 183-209.
- Peterson, P.P., Financial Management and Analysis, McGraw-Hill Inc. 1994, USA.
- Pindado, J. ve De la Torre, C., The Effect of Ownership Structure on Underinvestment and Overinvestment Processes. EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=488322,1-31>, 2004, Erişim Tarihi: 04.05.2011.
- Ramli N. M., “Ownership Structure And Dividend Policy: Evidence From Malaysian Companies”, International Review Of Business Research Papers. Vol.6, No.1, (2010), 170-180.

- Roshan, B., "Capital Structure And Ownership Structure: A Review Of Literature", The Journal Of Online Education, Newyork. (2009), 1-8.
- Rozeff, M. S. "Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios", The Journal of Financial Research, Vol.5, (1982), 249–259
- Ruiz-Porras, A., Lopez-Mateo, C., "The separation of ownership and control and investment decisions in Mexican manufacturing firm", http://mpra.ub.uni-muenchen.de/25237/1/MPRA_paper_25237.pdf, (2010),1-26.
- Sağlam, N., "Dünya’da ve Türkiye’de Aile Şirketleri", www.kobifinans.com, Erişim Tarihi: 25.01.2011.
- Sanghoon Lee, (2008),. "Ownership Structure And Financial Performance: Evidence From Panel Data Of South Korea," Working Paper Series,. Corporate Ownership and Control, Vol. 6, No. 2, Winter 2008; University of Utah Economics Working Paper No. 2008-17 . Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1279919>, 1-25.
- Sarıkamış C., "Türkiye’de Özelleştirme Çalışmaları", Muhasebe Ve Finansman Dergisi, No.28, (2005), 9-12.
- Sarıkamış C., Sermaye Pazarları, Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2000, İstanbul.
- Selarka E., "Ownership Concentration and Firm Value: A Study from the Indian Corporate Sektor", Emerging Markets Finance&Trade, Vol. 41, No. 6, (2005), 83-108.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., ve Chua, J. H., "Strategic management of the family business: Past research and future challenges", Family Business Review, 10(1), (1997), 1-35.
- Shleifer A. ve Vishny R. W., "A Survey of Corporate Governance", The Journal of Finance, Vol. 52, No. 2, (1997), 737-783.
- Shleifer A. ve Vishny R. W., "Large Shareholders and Corporate Control", Journal of Political Economy, Vol.94, No. 3, (1986), 461-488.
- Short H., Keasey K. ve Duxbury D., "Capital Structure, Management Ownership And Large External Shareholders: An Uk Analysis", International Journal Of The Economics And Business, Vol.9, No.3, (2002), 375-399.
- Short, H. Zhang, H. ve Keasey, K., "The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership", Journal of Corporate Finance, Vol. 8, No.2, (2002), 105-122.
- Smith, E. D., "The Effect of the Separation of Ownership from Control on Accounting Policy Decisions," The Accounting Review, Vol. 51, No.4 (1976), 707-723.
- Stouraitis, A. ve Wu, L. (2004), "The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem", http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/d0/CTR_FICHIER_114_1226315600.pdf, 1-35.

- 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.
- Sunal, S., Aykaç, E., “Türk İmalat Sanayinde İstihdam, İhracat ve Kapasite Kullanım Oranı İlişkisi: Panel Koentegrasyon”, www.ekonometridernegi.org/bildiriler/o4s2.pdf, (2005), 1-24.
- Şehirli, K. (1999) "Kurumsal Yönetim" Spk Yeterlilik Etütleri
- Şen, A., “Asimetrik Bilgi-Finansal Kriz İlişkisi”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı.14, (2006), 1-24.
- Tagiuri, R., & Davis, J., “Bivalent attributes of the family firms”, Working paper (1982), Harvard Business School, Cambridge, MA. Reprinted in *Family Business Review*, 9(2), (1996), 199-208.
- Thesmar, D., “The Governance of Subsidiaries: How Pyramidal Ownership Magnifies the Separation of Ownership”, *Institut National De La Statistique Et Des Etudes Economiques*, 2001, 1-60.
- Thomsen, S., Pedersen, T., “Ownership Structure and Economic Performance In The Largest European Companies”, *Strategic Management Journal*, 21, (2000), 689-705.
- Tikici, M, ve Uluyol, O., “Aile İşletmelerinin Gelecek Kuşağa Devrinde Karşılaşılan Liderlik Sorunlarının Aşılmasında “Lider-Yönetici” Önerisi”, (2009), http://ailesavaslari.com/index.php?option=com_content&view=article&id=33%3Aaile-iletmeleri&catid=4%3Aduygusal-sahiplik&Itemid=37, Erişim Tarihi: 25.02.2011
- 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.
- Truong, T. ve Heaney, R., “Largest Shareholder and Dividend Policy around the World”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.47, (2007), 667-687.
- Turaboğlu, T., “Vekalet-Temsil-Problem ve Maliyetler”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü*, Cilt. 15, Sayı. 51, (2004), 109-124. *Gazi iibf dergisi*, 15/51, s.109-124.
- Türko M. R., *Finansal Yönetim*, Alfa Basım Yayım Dağıtım, 2002, İstanbul.
- Tüzüntürk, S., “Panel Veri Modellerinin Tahmininde Parametre Heterojenliğinin Önemi: Geleneksel Phillips Eğrisi Üzerine Bir Uygulama”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 21 (2), (2007), 1-14.
- Usta Ö., *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, Anadolu Matbaacılık, 2002, İzmir.
- Usta Ö., *Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi*, Birleşik Matbaacılık, 2005, İzmir.

Ülgen Hayri. Ve Mirze S. K., İşletmelerde Stratejik Yönetim, 4. Baskı, Literatür Yayıncılık, 2007, İstanbul.

Ward, J. L., “Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership”, (1987), San Francisco, CA: Jossey-Bass.

Weimer J. ve Pape C. J., “A Taxonomy of Systems of Corporate Governance”, Corporate Governance, Vol.7, No.2, (1999), 152-166.

Wen Y. ve Jia J., “Institutional Ownership, Managerial Ownership and Dividend Policy in Bank Holding Companies”, International Review of Accounting Banking and Finance, Vol. 2, No. 1, (2010), 8-21.

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.

Xu, X., Wang, Y., “Ownership Structure, Corporate Governance, And Corporate Performance”, Policy Research Working Paper. The World Bank Economic Development Institute. (1997), 1794-1854.

Yıldırım, İ. Gülcemal, T., “Kaldıraçlı Şirket Ele Geçirmeleri (Leveraged But Out-LBO) ve Türkiye Uygulamaları: Borç Yiğidin Kamçısı mı?” Organşzasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi, Cilt.2, Sayı.1, (2010), 107-114.

Zeckhauser, R.J. and J. Pound, J., “Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance”, in Hubbard, R. G. (ed.), Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, (1990), 149-180, University of Chicago Press.

Zeren, F., Yılcı, V., “Türkiye’de Bölgelerarası Gelir Yakınsaması: Rastal Katsayılı Panel Veri Analizi Uygulaması”, Business and Economics Research Journal, Vol.2, No.1, (2011), 143-151.

Zhang, G., “Ownership concentration, risk aversion and the effect of financial structure on investment decisions”, European Economic Review, Vol. 42, (1998), 1751-1778.

Zheka, V. “Corporate Governance, Ownership Structure And Corporate Efficiency: The Case Of Ukraine”, Managerial And Decision Economics, Vol. 26, (2005), 451-460.

İnternet Kaynakları

<http://tdkterim.gov.tr/bts/>

<http://www.imkb.gov.tr>

<http://www.kap.gov.tr>

<http://www2.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup96/prjplan/prj4.html>).

EKLER

EK 1- Literatürde Yeralan Aile İşletmeleri Tanımları

“Aile işletmesi, bir ailenin en az iki kuşağı ile tanımlanan, aile çıkarları ve amaçları ile işletme politikalarının karşılıklı etkileşim bağlarını yansıtan bir işletmedir.” (Donnelley, (1964) 1988, s.28).

“Bir ailenin üyelerinin veya bir bireyin elinde sahipliğin kontrol edildiği işletmelerdir.” (Barnes ve Hershon, 1976, s.106).

“Bir aile işletmesi çok sayıda aile üyesini bünyesinde barındıran ve ailenin işletmenin yönetiminde ve sahiplik hakları üzerinde söz sahibi olduğu, yöneticileri etkilediği bir organizasyondur.” (Tagiuri ve Davis, (1982) (1996), s.199).

“Aile işinin temel karakteri üzerine oluşturulan ve kendine özgü özellikleri olan, aile ve işin etkileşiminden oluşan bir organizasyondur.” (Davis, 1983, s.47).

“Genelde aile işletmesi denildiğinde, işletmenin yönetiminde bulunan aile üyelerinin, bir sonraki nesile işletme kontrolünü aktaracağı beklentisinin olduğu anlaşılmaktadır.” (Churchill ve Hatten, 1987, s.52).

“Aile işletmesi, yönetim ve kontrolün ailenin gelecek kuşaklarına aktarılacağı işletmeler olarak tanımlanır.” (Ward, 1987, s.252)

“Aile işletmesi, aile üyelerinin sahiplik üzerinde resmi olarak kontrol hakkının olduğu işletmelerdir.” (Lansberg vd. 1988, s.2).

“Aile işletmesi, bir işletmenin önemli kararlarının ve planlarının, yönetim kurulundan veya yönetimde bulunan aile üyeleri tarafından etkilenen yöneticilerin kontrolünde olduğu bir organizasyondur.” (Handler, 1989, s.262).

“Hisselerin ve yönetimin kontrolünün çoğunluğunun bir aile tarafından tutulduğu işletmelerdir.” (Donckels ve Fröhlich, 1991, s.149).

“Bir ailenin hisselerin çoğuna sahip olduğu ve toplam kontrole hakim işletmelerdir. Aile üyeleri aynı zamanda işletme ile ilgili önemli kararları almada ve yönetimin bir parçasında yer alır.” (Gallo ve Sveen, 1991, s.181).

“Bir işletmenin aile işletmesi olması durumunda, işletmenin sahipliğinin ve yönetiminin aileden bir bölüm tarafından yoğunlukla elde tutulmaktadır ve aile üyeleri işletme amaçlarına dönük olarak aile temelinde çalışmalarını sürdürmektedir.” (Litz, 1995, s.78).

“Aile işletmesi az sayıda farklı ailenin veya aynı ailenin üyelerinden oluşan, kuşaktan kuşağa yönetimi devredilerek sürdürülen işletmelerdir.” (Sharma vd., 1997, s.2).

“Aile girişimciliği, aile tarafından kontrolün elde tutulduğu mülkiyet sahipliği, ortaklık veya işletmelerdir.” (Neubauer&Lank, 1998, s.8).

Kaynak: Mustakallio (2002, s.30)

EK 2- Panel Veri Analizi Düzenlemesi

1	ADANA	51	DENCM	101	KNFRT	151	UCAK
2	ADEL	52	DENTA	102	KORDS	152	UNYEC
3	AEFES	53	DERIM	103	KRSTL	153	USAK
4	AFYON	54	DEVA	104	KRTEK	154	VAKFN
5	AGYO	55	DITAS	105	KUTPO	155	VAKKO
6	AKALT	56	DMSAS	106	LINK	156	VESTL
7	AKCNS	57	DOBUR	107	LOGO	157	VKGYO
8	AKENR	58	DOHOL	108	LUKSK	158	VKING
9	AKSA	59	DYHOL	109	MAALT	159	YATAS
10	AKSUE	60	DYOBV	110	MAKTK	160	YAZIC
11	ALARK	61	ECILC	111	MEMSA	161	YKGYO
12	ALCAR	62	ECYAP	112	MERKO	162	ZOREN
13	ALCTL	63	ECZYT	113	MGROS		
14	ALGYO	64	EDİP	114	MNDRS		
15	ALKA	65	EGEEN	115	MRDN		
16	ALKIM	66	EGGUB	116	MRSHL		
17	ALTIN	67	EGPRO	117	MTEKS		
18	ALYAĞ	68	EGSER	118	MUTLU		
19	ANACM	69	EMKEL	119	NETAS		
20	ARCLK	70	EMNIS	120	NTHOL		
21	ARENA	71	ENKAI	121	NUHCM		
22	ARSAN	72	EREGL	122	OLMKS		
23	ASELS	73	ERSU	123	OTKAR		
24	ASLAN	74	ESCOM	124	PARSN		
25	ASUZU	75	FENIS	125	PENG D		

EK 2- Devamı

26	ATEKS	76	FFKRL	126	PETKM
27	AYCES	77	FVORI	127	PETUN
28	AYEN	78	GARFA	128	PIMAS
29	AYGAZ	79	GENTS	129	PINSU
30	BAGFS	80	GOLDS	130	PNSUT
31	BAKAB	81	GOLTS	131	PRKAB
32	BANVT	82	GOODY	132	PTOFS
33	BFREN	83	GSDHO	133	SANKO
34	BISAS	84	GUBRF	134	SARKY
35	BJKAS	85	HEKTS	135	SERVE
36	BOLUC	86	HURGZ	136	SISE
37	BOSSA	87	HZNDR	137	SKPLC
38	BRISA	88	IHEVA	138	SODA
39	BROVA	89	IHLAS	139	TATKS
40	BRSAN	90	INTEM	140	TBORG
41	BRYAT	91	ISGYO	141	TCELL
42	BSOKE	92	IZMDC	142	TEKFK
43	BUCİM	93	IZOCM	143	THYAO
44	BURCE	94	KAPLM	144	TIRE
45	CELHA	95	KARSN	145	TOASO
46	CEMTS	96	KARTN	146	TRKCM
47	CIMSA	97	KCHOL	147	TRNSK
48	CLEBİ	98	KERVİT	148	TUDDF
49	CMBTN	99	KIPA	149	TUKAS
50	CMENT	100	KLMSN	150	TUPRS

EK 3- Konu ile İlgili Yapılmış Çalışmalarda Yeralan Değişkenlerin Özeti

Bağımlı Değişkenler	<i>Sermaye Yapısı Kararı</i>	TB/TV	Al- Fayoumi ve Abuzayed, 2009; Liu, Tian ve Wang (2011)
		KVB/TV	Liu, Tian ve Wang (2011)
		UVB/TV	Liu, Tian ve Wang (2011); Teruel ve Solano (2009)
		Borcun Defter Değeri/Özsermaye Piyasa Değeri	Brailsford, Oliver ve Pua (2002)
	<i>Kar Dağıtım Kararı</i>	Kar Payı/Kazanç Oranı	Ramli, 2010; Mancinelli ve Özkan,2006), Gugler ve Yurtoğlu (2001); La Porta vd. (2000)
		Kar Payı/Piyasa Kapitalizasyonu	Mancinelli ve Özkan (2006); Faccio vd. (2001)
		Kar Payı/ Satışlar	La Porta vd. (2000)
		Hisse Başına Kar	Kouki ve Guizani (2009)
		Brüt Kar Payı Ödemesi	Khan, (2005)
		Hisse Başına Kar/Hisse Başına Fiyat	Stouraitis ve Wu (2004)
		Kar Payı Ödemeleri	Short, Zhang ve Keasey (2002)
	<i>Yatırım Kararları</i>	Sabit Sermaye Harcamaları (Brüt Sabit Sermaye= Duran Varlık Alış Değeri-Duran Varlık Satış Değeri)	Ruiz-Porras ve Lopez-Mateo (2010)
		I/K	Pindado ve De La Torre(2004)
		Yatırım Performansı (Q) = Tobin Q	Gugler, Mueller ve Yurtoğlu (2008)
		Yatırım Kararı (- Sermaye Harcamaları ve - ARGE Harcamaları)	Cho (1998)
		Maddi Varlık Yatırımı= ((Maddi Varlıklar(T)- Maddi Varlıklar (T-1)+Amortismanlar)/Toplam Varlıklar	Lopez-Iturriaga ve Rodriguez-Sanz (2001)
		Maddi Duran Varlık Yatırımı=(MDV(T)- MDV(T-1)+Amortisman)/TV	Lopez-Iturriaga ve Rodriguez-Sanz (2001)
Bağımsız Değişkenler	<i>Sahiplik yoğunluğu</i>	En Büyük Ortağın Sahiplik Oranı	Zhang(1998), Truong ve Heaney (2007), Liu, Tian ve Wang (2011); Khan (2005); Stouraitis ve Wu (2004); Brailsford, Oliver ve Pua (2002); Pindado ve De La Torre(2004)
		%5 Ve Daha Fazla Hisseyi Elde Tutan Blok Hissedarların Yüzdesi	Al- Fayoumi ve Abuzayed, 2009
		En Büyük İlk Hissedar Oranı	Ramli,2010, Liu, Tian ve Wang (2011)
		En Büyük 2. Hissedar Oranı	Ramli, 2010; Liu, Tian ve Wang (2011)
		En Büyük 3. Hissedarın Yüzdesi	Khan (2005)

		En Büyük 5. Hissedarın Yüzdesi	Khan (2005)
		En Büyük 10. Hissedarın Yüzdesi	Khan (2005)
		Sahipliği Yoğun Mu Yaygın Mı Dummy Değişken	Kouki ve Guizani (2009)
		Sahiplerin Sayısı	Curtiss,J., Latruffe, L. Medonos, T. ve Ratinger, T. (2007)
	Sahiplik Kimliği	Yönetimde Veya Yönetimin Ailesinden Olan Hissedarların Yüzdesi	Al- Fayoumi ve Abuzayed, 2009; Teruel ve Solano (2009); Stouraitis ve Wu (2004); Wen ve Jia (2010); Short, Zhang ve Keasey (2002); Brailsford, Oliver ve Pua (2002); Curtiss,J., Latruffe, L. Medonos, T. ve Ratinger, T. (2007); Ruiz-Porras ve Lopez-Mateo (2010); Pindado ve De La Torre (2004);Gugler, Mueller ve Yurtoğlu (2008); Lopez-Iturriaga ve Rodriguez-Sanz (2001)
		Finansal Kurumlar Tarafından Elde Tutulan Hissedarların Yüzdesi	Al- Fayoumi ve Abuzayed, (2009);
		Devlet Tarafından Elde Tutulan Hissedarların Yüzdesi	Liu, Tian ve Wang (2011); Kouki ve Guizani (2009)
		En Büyük Hissedarın Yüzdesi (Aile vd. Dummy Değişken)	Teruel ve Solano, 2009
		Kurumsal Sahipliğin Yüzdesi	Kouki ve Guizani (2009); Khan (2005); Short, Zhang ve Keasey (2002); Wen ve Jia (2010)
		Aile Yüzdesi	Ruiz-Porras ve Lopez-Mateo (2010)
		İçsel Sahiplik Dummy Değişkeni	Cho (1998)
Kontrol Değişkenleri	Büyüklik	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması	Al- Fayoumi ve Abuzayed, 2009; Ramli, 2010; Liu,Tian ve Wang (2011); Kouki ve Guizani (2009); Stouraitis ve Wu (2004); Brailsford, Oliver ve Pua (2002); Gugler, Mueller ve Yurtoğlu (2008); Lopez-Iturriaga ve Rodriguez-Sanz (2001)
		Satışların Doğal Logaritması	Mancinelli ve Ozkan (2006)
		Piyasa Değerinin Logaritması	Teruel ve Solano, 2009
		Duran Varlıkların Toplam Değeri	Ruiz-Porras ve Lopez-Mateo (2010)
		K Değerinin Logaritması	Pindado ve De La Torre(2004)
	Büyüme	Yıllık Net Satışlardaki Değişim	Al- Fayoumi ve Abuzayed, 2009; Wen ve Jia (2010)
		Tobin's Q	Teruel ve Solano, 2009; Kouki ve Guizani (2009); Pindado ve De La Torre (2004)
		Toplam Varlıkların Defter Değerindeki Değişim	Brailsford, Oliver ve Pua (2002)
	Kar payı ödeme	O Yıl Kar Payı Ödeme Veya Ödememe (Dummy	Mancinelli ve Ozkan (2006)

		Değişken)	
	Karlılık	Vergi Öncesi Kar/TV	Liu, Tian ve Wang (2011)
		Faiz Ve Vergi Öncesi Faaliyet Geliri	Brailsford, Oliver ve Pua (2002)
	Varlık Yapısı	Duran Varlık/TV	Liu, Tian ve Wang (2011)
	Serbest nakit akımı	Net Gelir+Amortisman+İnt.Expense-Capital Exp/Total Assets Equities	Kouki ve Guizani (2009), Stouraitis ve Wu (2004)
	Serbest Nakit akımı	Vergi Öncesi Faaliyet Geliri+Amortisman-Toplam Ödenen Vergi-Toplam Kar Payı Ödemeleri	Brailsford, Oliver ve Pua (2002)
	Likidite oranı	Kısa vadeli varlıklar/Toplam Varlıklar	Lopez-Iturriaga ve Rodriguez-Sanz (2001)
	Kaldıraç oranı	Toplam Borç/Özkaynaklar	Lopez-Iturriaga ve Rodriguez-Sanz (2001)

EK 4- Sermaye Yapısı Kararı Değişkenleri ile Sahiplik Yapısı değişkenleri Arasındaki Korelasyon

	TBTV	KVBTV	UVBTV	EBHO	EBDO	DHO	YÖNSO	DEVLET	HOLDİNG	KURUM	YABANCI	VAKIF	AİLED	TVDLOG	DUVTV
TBTV	1														
KVBTV	0.8422	1													
UVBTV	0.6017	0.076	1												
EBHO	0.1015	0.0428	0.1242	1											
EBDO	-0.1096	-0.1113	-0.0378	-0.3951	1										
DHO	-0.0102	0.0414	-0.0801	-0.5907	-0.875	1									
YÖNSO	0.0107	0.0327	-0.0285	-0.257	0.1359	0.012	1								
DEVLET	0.0096	-0.0082	0.03	0.1582	-0.1044	-0.0701	-0.0661	1							
HOLDİNG	0.0638	-0.017	0.1432	0.1749	0.0885	-0.1578	-0.201	-0.1267	1						
KURUM	-0.0693	-0.0283	-0.0862	0.0881	-0.0872	-0.0369	-0.0271	-0.0362	-0.2346	1					
YABANCI	0.0568	0.1075	-0.0542	0.3486	0.0567	-0.3285	-0.1617	-0.0679	-0.1777	-0.1245	1				
VAKIF	0.0242	-0.0531	0.1233	0.0838	-0.0424	-0.059	-0.0534	-0.0097	-0.0918	-0.0304	-0.0251	1			
AİLED	0.0702	0.0263	0.091	-0.3167	0.1479	-0.017	0.3137	-0.1173	0.0716	-0.1941	-0.213	-0.0649	1		
TVDLOG	0.045	-0.0302	0.128	0.113	0.0199	-0.1467	-0.2069	0.1435	0.0578	0.0253	0.0477	0.1069	-0.0771	1	
DUVTV	-0.1866	-0.4154	0.2702	0.003	0.0942	-0.0608	-0.0816	0.0212	0.0863	-0.0606	-0.1126	-0.0428	-0.0093	0.1248	1
Gözlem Sayısı		1458													

EK 5- Kar Dağıtım Kararı Değişkenleri ile Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Korelasyon

	KAR1	KAR2	KAR3	EBHO	EBDO	DHO	YÖNSO	DEVLET	HOLDİNG	KURUM	YABANCI	VAKIF	AİLED	TVDLOG	DUVTV
KAR1	1														
KAR2	0.4651	1													
KAR3	0.1903	0.4369	1												
EBHO	0.0213	-0.002	0.0104	1											
EBDO	-0.0083	0.0005	0.0529	-0.3951	1										
DHO	-0.0238	-0.0264	-0.0674	-0.5907	-0.2843	1									
YÖNSO	-0.0258	-0.0024	-0.0203	-0.257	0.1359	0.012	1								
DEVLET	0.1753	-0.0088	-0.0346	0.1582	-0.1044	-0.0701	-0.0661	1							
HOLDİNG	-0.0354	-0.0339	-0.0204	0.1749	0.0885	-0.1578	-0.201	-0.1267	1						
KURUM	0.0007	0.0413	0.066	0.0881	-0.0872	-0.0369	-0.0271	-0.0362	-0.2346	1					
YABANCI	-0.0068	-0.0053	0.005	0.3486	0.0567	-0.3285	-0.1617	-0.0679	-0.1777	-0.1245	1				
VAKIF	0.0189	0.0145	0.0202	0.0838	-0.0424	-0.059	-0.0534	-0.0097	-0.0918	-0.0304	-0.0251	1			
AİLED	-0.0243	0.0031	-0.0726	-0.3167	0.1479	-0.017	0.3137	-0.1173	0.0716	-0.1941	-0.213	-0.0649	1		
TVDLOG	0.0627	-0.079	0.0796	0.113	0.0199	-0.1467	-0.2069	0.1435	0.0578	0.0253	0.0477	0.1069	-0.0771	1	
DUVTV	-0.0128	0.0214	0.0211	0.003	0.0942	-0.0608	-0.0816	0.0212	0.0863	-0.0606	-0.1126	-0.0428	-0.0093	0.1248	1
Gözlem Sayısı	1458														

EK 6- Yatırım Kararı Değişkenleri ile Sahiplik Yapısı Değişkenleri Arasındaki Korelasyon

	YAT1	YAT2	YAT3	EBHO	EBDO	DHO	YÖNSO	DEVLET	HOLDİNG	KURUM	YABANCI	VAKIF	AİLED	TVDLOG	DUVTV
YAT1	1														
YAT2	0.4458	1													
YAT3	0.9987	0.4447	1												
EBHO	-0.0166	-0.0019	-0.0169	1											
EBDO	0.0402	0.0343	0.0412	-0.3951	1										
DHO	-0.0105	-0.0152	-0.0108	-0.5907	-0.2843	1									
YÖNSO	0.0639	0.0447	0.0635	-0.257	0.1359	0.012	1								
DEVLET	0.0073	0.0027	0.0068	0.1582	-0.1044	-0.0701	-0.0661	1							
HOLDİNG	0.0185	0.0213	0.0194	0.1749	0.0885	-0.1578	-0.201	-0.1267	1						
KURUM	-0.0214	-0.0144	-0.022	0.0881	-0.0872	-0.0369	-0.0271	-0.0362	-0.2346	1					
YABANCI	-0.0093	-0.0122	-0.009	0.3486	0.0567	-0.3285	-0.1617	-0.0679	-0.1777	-0.1245	1				
VAKIF	-0.0137	-0.0064	-0.0126	0.0838	-0.0424	-0.059	-0.0534	-0.0097	-0.0918	-0.0304	-0.0251	1			
AİLED	0.0534	0.004	0.0534	-0.3167	0.1479	-0.017	0.3137	-0.1173	0.0716	-0.1941	-0.213	-0.0649	1		
TVDLOG	-0.0359	-0.019	-0.0336	0.113	0.0199	-0.1467	-0.2069	0.1435	0.0578	0.0253	0.0477	0.1069	-0.0771	1	
DUVTV	0.0113	0.0729	0.0126	0.003	0.0942	-0.0608	-0.0816	0.0212	0.0863	-0.0606	-0.1126	-0.0428	-0.0093	0.1248	1
Gözlem Sayısı 1458															

EK 7- Araştırmada Yeralan Tüm Modeller İçin Hausman Testi Ek Sonuçları

Model 1 için Hausman Testi Ek Sonuçları

Coefficients				
	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt(diag(V_b-V_B))
	Fe	Re	Difference	S.E.
EBHO	.1815246	.1869737	-.0054492	.0723009
EBDO	.6129358	.36607	.2468658	.0976944
DHO	-.0456574	.0107346	-.056392	.0686313
YÖNSO	-.0541557	.0257909	-.0799466	.111137
DEVLET	-.0501114	-.0547884	.004677	.0401941
HOLDİNG	-.0454127	-.0277552	-.0176575	.0354328
KURUM	-.1015534	-.1177314	.016178	.0608926
YABANCI	-.0645704	-.0433097	-.0212607	.0396839
VAKIF	-.0778195	.0363561	-.1141756	.4086572
AİLED	-.0373525	-.0058165	-.031536	.0132456
TVDLOG	.0153188	.0133308	.0019879	.0048075
DUVTV	-.1899741	-.209184	.0192099	.0156686
(12) = 26.14				
Prob> = 0.0102				

Model 2 için Hausman Testi Ek Sonuçları

Coefficients				
	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt(diag(V_b-V_B))
	Fe	Re	Difference	S.E.
EBHO	.050936	.0872642	.0178294	.0613357
EBDO	.5079636	.2519771	.2559865	.0830173
DHO	-.0936748	-.0348072	-.0588676	.0582718
YÖNSO	-.0021723	.0174256	-.0195979	.0923514
DEVLET	-.0205836	-.0306739	.0100903	.0342885
HOLDİNG	.022645	.0013802	.0212648	.0299605
KURUM	.0146636	-.0243257	.0389893	.0513214
YABANCI	-.0089967	.0051726	-.0141694	.0336234
VAKIF	.1484393	-.1226833	.2711226	.3334868
AİLED	-.04782	-.0225551	-.0252649	.011287
TVDLOG	.0100693	.0058809	.0041884	.0040754
DUVTV	-.3252634	-.3557424	.030479	.0134182
(12) = 38.29				
Prob> = 0.0001				

Model 3 için Hausman Testi Ek Sonuçları

Coefficients				
	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt(diag(V_b-V_B))
	Fe	Re	Difference	S.E.
EBHO	.076431	.1080018	-.0315708	.0532982
EBDO	.1049723	.0730921	.0318801	.0725474
DHO	.0480174	.0573325	-.009315	.0508376
YÖNSO	-.0519834	.0220091	-.0739925	.0771143
DEVLET	-.0295278	-.0198447	-.0096831	.030804
HOLDİNG	-.0680577	-.0136008	-.0544568	.0258491
KURUM	-.1162171	-.0876348	-.0285823	.0438449
YABANCI	-.0555737	-.0403683	-.0152055	.0291461
VAKIF	-.2262588	.1907238	-.4169826	.267117
AİLED	.0104676	.0251091	-.0146415	.0099899
TVDLOG	.0052495	.0076234	-.002374	.0035314
DUVTV	.1352893	.1472283	-.011939	.0123201
(12)= 19.52				
Prob> = 0.0568				

Model 4 için Hausman Testi Ek Sonuçları

Coefficients				
	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt(diag(V_b-V_B))
	Fe	Re	Difference	S.E.
EBHO	297417.1	110959	186458.1	40736.08
EBDO	223410.6	95246.4	128164.2	55922.84
DHO	96155.95	26529.88	69626.08	39090.83
YÖNSO	-126747.5	-29805.19	-96942.29	56090.77
DEVLET	-253020.8	-133231.5	-119789.4	24596.16
HOLDİNG	-150207.5	-59329.58	-90877.87	19575.71
KURUM	-63596.49	-53175.1	-10421.39	32703.32
YABANCI	-141930.6	-68097.11	-73833.45	22205.9
VAKIF	-123449.6	-82166.84	-41282.8	182175.9
AİLED	15971.82	-293.9916	16265.82	7836.294
TVDLOG	11975.97	16404.17	-4428.202	2685.882
DUVTV	-4033.084	-6064.44	2031.356	10098.2
(12)= 47.91				
Prob> = 0.0000				

Model 5 için Hausman Testi Ek Sonuçları

Coefficients				
	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt(diag(V_b-V_B))
	Fe	Re	Difference	S.E.
EBHO	.0001148	.0000189	.0000959	.000039
EBDO	.0000696	-1.03E-07	.0000697	.0000535
DHO	-.0000346	-.0000616	.000027	.0000374
YÖNSO	-.0001014	-.0000215	-.0000799	.000054
DEVLET	-.000114	-.0000662	-.0000478	.0000235
HOLDİNG	-.0000788	-.000034	-.0000448	.0000188
KURUM	-.0000344	.0000204	-.0000548	.0000314
YABANCI	-.0000725	-.0000331	-.0000394	.0000213
VAKIF	-.0001516	-.0000341	-.0001175	.0001767
AİLED	-1.45E-06	-8.97E-06	7.51E-06	7.49E-06
TVDLOG	-3.97E-06	1.51E-06	-5.48E-06	2.57E-06
DUVTV	-.0000207	-.0000124	-8.29E-06	9.63E-06
(12)= 19.25				
Prob> = 0.0826				

Model 6 için Hausman Testi Ek Sonuçları

Coefficients				
	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt(diag(V_b-V_B))
	Fe	Re	Difference	S.E.
EBHO	.0195791	-.010177	.0297561	.0280951
EBDO	.0150458	.0043089	.0107369	.0387374
DHO	-.0261002	-.0347791	.0086789	.0270681
YÖNSO	-.0465822	-.014259	-.0323232	.0379653
DEVLET	-.0420962	-.0289214	-.0131749	.0175163
HOLDİNG	-.023514	-.0101362	-.0133778	.0134509
KURUM	-.0087487	.0067465	-.0154952	.0222861
YABANCI	-.0162635	-.010492	-.0057715	.0152984
VAKIF	-.0555273	-.0025868	-.0529405	.1195272
AİLED	-.0031081	-.0081484	.0050403	.0054941
TVDLOG	-.0011707	.0015061	-.0026768	.0018476
DUVTV	-.0134516	-.0047252	-.0087265	.0073113
(12)= 7.09				
Prob> = 0.8518				

Model 7 için Hausman Testi Ek Sonuçları

Coefficients				
	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt(diag(V_b-V_B))
	Fe	Re	Difference	S.E.
EBHO	.1227102	.2635828	-.1408726	.4992327
EBDO	-.6417293	.4154426	-1.057172	.6912906
DHO	.2206425	.2302242	-.0095816	.4829203
YÖNSO	5.635841	.7970043	4.838837	.6627481
DEVLET	.1952165	.2567162	-.0614997	.3205393
HOLDİNG	.4224352	.1077905	.3146446	.2381755
KURUM	-.0541556	.0754801	-.1296357	.3912528
YABANCI	.6102076	.1009597	.5092479	.2715405
VAKIF	8.164587	.1097232	8.054864	2.018842
AİLED	.7545907	.1625559	.5920348	.0991959
TVDLOG	-.1151386	-.023736	-.0914026	.0327375
DUVTV	-.1579174	.0264646	-.1843819	.135703
(12)= 107.65				
Prob> = 0.0000				

Model 8 için Hausman Testi Ek Sonuçları

Coefficients				
	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt(diag(V_b-V_B))
	Fe	Re	Difference	S.E.
EBHO	.5340587	.2028572	.3312015	.948898
EBDO	-.4887828	.4560584	-.9448412	1.320775
DHO	-.996109	.1581312	-1.15424	.9236881
YÖNSO	3.337457	.7652598	2.572197	1.237847
DEVLET	-.3886155	.1242642	-.5128798	.6431128
HOLDİNG	-.000947	.1180596	-.11966	.4510279
KURUM	.3409196	-.0134259	.3543455	.732921
YABANCI	-.0470117	.0163313	-.063343	.5158578
VAKIF	4.659473	.0756404	4.583833	3.619793
AİLED	.4714376	-.02675	.4981877	.1933067
TVDLOG	-.1268421	-.0174355	-.1094065	.0620638
DUVTV	.2950016	.4366765	-.1416749	.2781432
(12)= 27.69				
Prob> = 0.0061				

Model 9 için Hausman Testi Ek Sonuçları

Coefficients				
	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt(diag(V_b-V_B))
	Fe	re	Difference	S.E.
EBHO	.1071199	.2631574	-.1560375	.4978046
EBDO	-.6462766	.4192914	-1.065568	.6892033
DHO	.2138347	.2326496	-.0188149	.481455
YÖNSO	5.655432	.8122808	4.843151	.6612373
DEVLET	.2021954	.2575312	-.0553358	.319165
HOLDİNG	.43076	.1125596	.3182004	.2375227
KURUM	-.034592	.0785281	-.1131201	.3903077
YABANCI	.6277378	.1070001	.5207377	.2707713
VAKIF	8.18594	.1273682	8.058572	2.01668
AİLED	.7506561	.1649419	.5857142	.0988434
TVDLOG	-.115169	-.0231273	-.0920396	.0326469
DUVTV	-.1535408	.0295813	-.1831221	.1350359
(12)= 107.68				
Prob> = 0.0000				

EK 8- Araştırmada Yeralan Tüm Modeller İçin Elde Edilen Analiz Sonuçları

Model 1 için Elde Edilen Analiz Sonuçları

	Pool OLS			Sabit Etkiler Modeli			Tesadüfi Etkiler Modeli			PCSE		
	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri
EBHO	0.21464	2.9*	0.004	0.288	1.95**	0.016	0.1869	1.75***	0.081	0.2146	4.09*	0.000
EBDO	-0.0928	-0.87	0.386	0.6129	3.39*	0.001	0.36607	2.41**	0.016	-0.092	-1.34	0.179
DHO	0.16146	2.13**	0.034	-0.0456	-0.36	0.718	0.01073	0.1	0.920	0.1614	4.86*	0.000
YÖNSO	0.11852	1.4	0.163	-0.0541	-0.33	0.745	0.02579	0.21	0.835	0.1185	2.12**	0.034
DEVLET	0.0194	0.27	0.788	-0.0501	-0.54	0.589	-0.05478	-0.66	0.512	0.01948	0.67	0.500
HOLDİNG	0.0717	2.09**	0.036	-0.0454	-0.74	0.458	-0.0277	-0.56	0.578	0.07172	2.15**	0.031
KURUM	-0.0879	-1.74***	0.083	-0.101	-1.03	0.303	-0.1177	-1.52	0.129	-0.08795	-2.88*	0.004
YABANCI	0.06204	1.54	0.124	-0.0645	-0.92	0.358	-0.0433	-0.75	0.455	0.06204	2.29**	0.022
VAKIF	0.06008	0.57	0.57	-0.077	-0.17	0.868	0.0363	0.16	0.874	0.06	1.65***	0.099
AİLED	0.070403	3.88*	0.000	-0.373	-1.38	0.167	-0.058	-0.25	0.805	0.0704	4.28*	0.000
TVDLOG	0.01356	2.83*	0.005	0.198	1.81**	0.070	0.0133	1.92**	0.055	0.01356	3.18*	0.001
DUVTV	0.23997	7.07*	0.000	0.189	-4.65*	0.000	-0.209	-5.54*	0.000	0.2399	8.25*	0.000
Constant	0.124049	1.04	0.297	0.163	0.89	0.376	0.1948	1.22	0.223	0.12	1.86***	0.062
		0.0767			0.043			0.036			0.0767	
F-statistics		10*	0.000		161.1284*	0.000						
Wald statistics								49.83*	0.000		552.74*	0.000
Wooldridge Test		6.93*	0.0093									
MWALD			0.000									
Chow Test		13.39*	0.000									
Breusch-Pagan		2251.61*	0.000									
Hausman Test		26.14**	0.0102									
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

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

Model 2 için Elde Edilen Analiz Sonuçları

	Pool OLS			Sabit Etki			Tesadüfi Etki			PCSE		
	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri
EBHO	0.0552	1	0.318	0.105	1.02	0.309	0.198	2.05**	0.029	0.0552	1.16	0.247
EBDO	-0.123	-1.55	0.122	0.507	3.52*	0.000	0.2519	2.14**	0.033	-0.123	-1.61	0.107
DHO	0.073	1.28	0.199	-0.0936	-0.93	0.354	-0.034	-0.42	0.673	0.073	1.76***	0.079
YÖNSO	0.05738	0.9	0.366	-0.002	-0.02	0.987	0.0174	0.18	0.855	0.05738	1.62	0.101
DEVLET	-0.0067	-0.11	0.909	-0.0205	-0.28	0.781	-0.0306	-0.47	0.641	-0.0067	-0.32	0.748
HOLDİNG	0.0172	0.67	0.500	0.022	0.46	0.643	0.0134	0.04	0.972	0.0172	0.92	0.356
KURUM	-0.0574	-1.52	0.129	0.01466	0.19	0.852	-0.0243	-0.41	0.684	-0.0574	-2.53**	0.011
YABANCI	0.0738	2.44**	0.015	-0.0089	-0.16	0.873	0.005	0.12	0.908	0.0738	3.4*	0.001
VAKIF	0.2302	-2.91*	0.004	0.148	0.4	0.691	-0.122	-0.73	0.468	0.2302	-9.09*	0.000
AİLED	0.02179	1.6	0.109	-0.04782	-2.22**	0.027	-0.0225	-1.23	0.219	0.02179	1.91**	0.056
TVDLOG	0.0053	1.5	0.134	0.01006	1.49	0.136	0.005	1.1	0.273	0.0053	2**	0.046
DUVTV	-0.0423	-1.01	0.123	-0.3252	-9.96*	0.000	-0.355	-11.96*	0.000	-0.0423	-1.24	0.202
Constant	0.3813	4.29*	0.000	0.2344	1.59	0.113	0.344	2.76*	0.006	0.3813	6.75*	0.000
		0.1939			0.1031			0.09			0.1939	
F-statistics		28.97*	0.000		14*	0.000						
Wald statistics								162.87*	0.000		666.11*	0.000
Wooldridge Test		14.24*	0.0002									
MWALD			0.000									
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	1458	1458	1458	1458

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

Model 3 İçin Elde Edilen Analiz Sonuçları

UVBTB	Pool OLS			Sabit Etki			Tesadüfi Etki			PCSE		
	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri
EBHO	0.159	4.14*	0.000	0.134	1.96**	0.034	0.108	1.81**	0.070	0.159	10.87*	0.000
EBDO	0.0311	0.56	0.576	0.104	0.94	0.348	0.073	0.86	0.391	0.0311	0.94	0.345
DHO	0.088	2.24**	0.025	0.048	0.61	0.540	0.0573	0.96	0.337	0.088	3.73*	0.000
YÖNSO	0.0611	1.39	0.166	-0.051	-0.5	0.614	0.022	0.32	0.747	0.0611	1.84***	0.065
DEVLET	0.0256	0.68	0.495	-0.0295	-0.51	0.607	-0.0198	-0.41	0.683	0.0256	1.15	0.248
HOLDİNG	0.0544	3.06*	0.002	-0.068	-1.79***	0.073	-0.0136	-0.49	0.624	0.0544	3.24*	0.001
KURUM	-0.0304	-1.16	0.247	-0.116	-1.9***	0.057	-0.0876	-2.06**	0.039	-0.0304	-1.61	0.107
YABANCI	-0.0117	-0.56	0.575	-0.055	-1.28	0.202	-0.0403	-1.25	0.212	-0.0117	-0.99	0.322
VAKIF	0.29	5.28*	0.000	-0.2262	-0.78	0.435	0.197	1.69***	0.091	0.29	11.53*	0.000
AİLED	0.048	5.15*	0.000	0.0104	0.63	0.531	0.0251	1.87***	0.061	0.048	5.97*	0.000
TVDLOG	0.008	2.91*	0.001	0.005	1	0.316	0.0178	1.98**	0.048	0.008	3.29*	0.004
DUVTV	0.1831	10.37*	0.000	0.135	5.34*	0.000	0.147	6.66*	0.000	0.1831	12.77*	0.000
Constant	-0.2573	-4.16*	0.000	-0.0708	-0.62	0.537	-0.165	-1.82***	0.068	-0.2573	-4.33*	0.000
		0.146			0.1294			0.1245			0.146	
F-statistics		20.59*	0.000		19.67*	0.000						
Wald statistics								68.00*	0.000		802.01*	0.000
Wooldridge Test		32.271*	0.000									
MWALD			0.000									
Chow Test		27.1*	0.000									
Breusch-Pagan		1322.43*	0.000									
Hausman Test		19.52***	0.0768									
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

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

Model 4 İçin Elde Edilen Analiz Sonuçları

KAR1	Pool OLS			Sabit Etkiler Modeli			Tesadüfi Etkiler Modeli			PCSE		
	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri
EBHO	-30120	-1.38	0.167	29741	5.66*	0.000	11095	3.34*	0.001	-30120	-2.74*	0.006
EBDO	22718	0.72	0.417	22341	3.04*	0.002	95246	2**	0.046	22718	0.94	0.524
DHO	6197	0.28	0.782	96155	1.87**	0.062	26529	0.79	0.428	6197	1.73***	0.083
YÖNSO	-13340	-0.53	0.593	-12674	-1.87**	0.061	-29805	-0.79	0.431	-13340	-2.2*	0.028
DEVLET	58354	2.74*	0.006	-25302	-6.7*	0.000	-13323	-4.66*	0.000	58354	2.97*	0.023
HOLDİNG	-17410	-1.73***	0.084	-150207	-6.03*	0.000	-59329	-3.85*	0.000	-17410	-0.36	0.719
KURUM	-37883	-2.54**	0.011	-63596	-1.59	0.113	-53175	-2.29**	0.022	-37883	-0.08	0.981
YABANCI	-40116	-3.38*	0.001	-14193	-4.97*	0.000	-68097	-3.79*	0.000	-40116	-0.10	0.924
VAKIF	-6155	-1.98**	0.048	-12344	-0.65	0.517	-82166	-1.48	0.138	-61554	-0.57	0.557
AİLED	-11640	-2.18**	0.030	15971	1.46	0.146	-293	-0.04	0.969	-11640	-2.87*	0.004
TVDLOG	17366	12.31*	0.000	11975	3.49*	0.001	16404	7.67*	0.000	17366	16.08*	0.000
DUVTV	-4828	-0.48	0.629	-4033	-0.24	0.808	-6064	-0.46	0.646	-4828	-0.96	0.337
Constant	-31977	-9.15*	0.000	-360171	-4.79*	0.000	-343288	-6.69*	0.000	-31977	-12.6*	0.000
		0.1068			0.0742			0,0572				
F-statistics		14.4*	0.000		8.57*	0.000						
Wald statistics								97.43	0.000		98.63	
Wooldridge Test		13.467*	0.0003									
MWALD			0.000									
Chow Test		1.59***	0.080									
Breusch-Pagan		462.57*	0.000									
Hausman Test		47.91*	0.000									
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

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

Model 5 İçin Elde Edilen Analiz Sonuçları

KAR2	Pool OLS			Sabit Etkiler Modeli			Tesadüfi Etkiler Modeli			PCSE		
	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri
EBHO	-0.0000256	-1.19	0.233	0.0001148	2.24**	0.025	0.0000189	0.57	0.568	-0.0000256	-1.37	0.169
EBDO	-0.0000357	-1.15	0.251	0.0000696	0.97	0.331	-1.03E-07	-0.2	0.990	-0.0000357	-1.92***	0.055
DHO	0.0000598	2.71*	0.007	-0.0000346	-0.69	0.491	-0.0000616	-1.85***	0.065	0.0000598	-5.16*	0.000
YÖNSO	-0.0000138	-0.56	0.574	-0.0001014	-1.54	0.124	-0.0000215	-0.57	0.569	-0.0000138	-1.91***	0.056
DEVLET	-0.0000395	-1.88**	0.060	-0.000114	-3.1*	0.002	-0.0000662	-2.34**	0.019	-0.0000395	-0.06	0.992
HOLDİNG	-0.0000083	-0.84	0.403	-0.0001513	-3.25*	0.001	-0.000034	-2.21	0.027	-0.0000083	-0.86	0.387
KURUM	0.0000492	3.35*	0.001	-0.0000344	-0.88	0.379	0.0000204	0.88	0.379	0.0000492	3.92*	0.003
YABANCI	-0.00000966	-0.82	0.410	-0.0000725	-2.6*	0.009	-0.0000331	-1.84	0.065	-0.0000096	-0.96	0.448
VAKIF	-0.0000123	-0.4	0.688	-0.0001516	-0.82	0.414	-0.0000341	-0.6	0.546	-0.0000123	-0.62	0.537
AİLED	-0.000013	-2.46**	0.014	-0.00000145	-0.14	0.892	-0.00000089	-1.17	0.240	-0.000013	-2.86*	0.004
TVDLOG	0.00000371	2.67*	0.008	-0.00000397	-1.19	0.236	1.51E-06	0.71	0.478	0.0000037	3.19*	0.001
DUVTV	0.000000904	0.09	0.927	-0.0000207	-1.28	0.102	-0.0000124	0.95	0.341	0.00000097	0.11	0.916
Constant	-0.00000373	-0.11	0.914	0.0000942	1.29	0.199	0.0000298	0.58	0.559	-0.0000037	-0.12	0.907
		0.0475			0.0346			0.0362				
F-statistics		4.08*	0.000		2.58*	0.002						
Wald statistics								24.57*	0.017		126.07*	0.000
Wooldridge Test		112.126*	0.000									
MWALD			0.000									
Chow Test		2.89*	0.006									
Breusch-Pagan		589.38*	0.000									
Hausman Test		19.25***	0.08									
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

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

Model 6 İçin Elde Edilen Analiz Sonuçları

KAR3	Pool OLS			Sabit Etkiler Modeli			Tesadüfi Etkiler Modeli			PCSE		
	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri
EBHO	-1.79081	-1.36	0.175	1.95403	0.57	0.567	-1.018397	-0.53	0.597	-1.7908	-1.40	0.160
EBDO	0.138813	0.07	0.942	1.497207	0.31	0.753	0.4326484	0.16	0.876	0.13883	0.08	0.940
DHO	-3.397529	-2.51**	0.012	-2.614253	-0.78	0.434	-3.475836	-1.78***	0.075	-3.3875	-2.75*	0.006
YÖNSO	-0.4812	-0.32	0.751	-4.66369	-1.06	0.288	-1.4266	-0.65	0.516	-0.48120	-0.35	0.725
DEVLET	-2.702939	-2.09**	0.036	-4.208263	-1.72***	0.086	-2.89133	-1.69***	0.090	-2.702939	-3.12*	0.002
HOLDİNG	-0.61403	-1.0	0.315	-2.35173	-1.46	0.146	-1.01329	-1.14	0.256	-061403	-1.05	0.321
KURUM	1.05253	1.16	0.225	-0.8675	-0.33	0.739	0.6776199	0.51	0.612	1.05253	1.20	0.312
YABANCI	-0.85723	-1.19	0.234	-1.6274	-0.88	0.380	-1.0491	-1	0.315	-0.8723	-1.32	0.326
VAKIF	0.11549	0.06	0.951	-5.521202	-0.45	0.655	-0.2578366	-0.08	0.933	0.11549	0.08	0.938
AİLED	-1.0158	-3.14*	0.002	-0.31016	-0.44	0.663	-0.8154363	-1.8***	0.071	-1.015831	-3.31*	0.001
TVDLOG	0.2205	2.58*	0.010	-0.1145327	-0.51	0.609	0.1502645	1.21	0.226	0.2205	3.08*	0.002
DUVTV	0.09752	0.16	0.872	-1.3866788	-1.27	0.206	-0.4730792	-0.59	0.553	0.09752	0.19	0.878
Constant	0.2288342	0.11	0.914	5.676109	1.16	0.246	1.563041	0.52	0.603	0.2288	0.12	0.902
		0.125			0.074			0.067				
F-statistics		13.15*	0.000		13.46*	0.000						
Wald statistics								15.62*	0.002		55.55*	0.000
Wooldridge Test		1.809	0.1805									
MWALD			0.000									
Chow Test		4.27*	0.000									
Breusch-Pagan		259.11*	0.000									
Hausman Test		7.09	0.8518									
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

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

Model 7 İçin Elde Edilen Analiz Sonuçları

YAT1	Pool OLS			Sabit Etkiler Modeli			Tesadüfi Etkiler Modeli			PCSE		
	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri
EBHO	0.18141	0.67	0.504	0.12271	0.22	0.829	0.2635	0.97	0.332	0.18141	1.73***	0.083***
EBDO	0.39629	0.91	0.362	-0.6417	-0.81	0.42	0.41544	1.06	0.289	0.39629	1.33	0.182
DHO	0.17991	0.51	0.609	0.2206	0.4	0.692	0.23022	0.83	0.406	0.17991	1.38	0.166
YÖNSO	0.47626	1.36	0.173	5.6358	7.7*	0.000	0.797	2.57*	0.010	0.47626	2.4**	0.016**
DEVLET	0.18579	2.27**	0.023	0.1952	0.48	0.633	0.256716	1.02	0.310	0.18579	2.65*	0.008*
HOLDİNG	0.07864	1.11	0.265	0.42243	1.57	0.117	0.10779	0.86	0.392	0.07864	2.34**	0.019**
KURUM	0.00635	0.1	0.917	-0.0541	-0.12	0.901	0.07548	0.4	0.686	0.00635	0.18	0.938
YABANCI	0.0438	1.11	0.268	0.6102	1.97**	0.049	0.10096	0.68	0.494	0.0438	0.79	0.429
VAKIF	-0.00245	-0.03	0.977	8.164	3.96*	0.000	0.109723	0.27	0.788	-0.00245	-0.04	0.975
AİLED	0.07454	1.22	0.222	0.7545	6.36*	0.000	0.16255	2.49**	0.013	0.07454	1.25	0.262
TVDLOG	0.01424	2.36**	0.019	-0.11513	-3.1*	0.002	-0.02373	-1.35	0.176	0.01424	2.83***	0.067***
DUVTV	0.057147	0.86	0.390	-0.1579	-0.88	0.38	0.026464	0.22	0.822	0.057147	0.89	0.42
Constant	0.091835	0.35	0.729	1.5906	1.95***	0.051	0.16743	0.39	0.697	0.091835	0.64	0.52
		0.008			0.0894			0.0656				
F-statistics		4.33*	0.000		10.51*	0.000						
Wald statistics								21.53**	0.040		40.57*	0.000
Wooldridge Test		107.65*	0.000									
MWALD			0.000									
Chow Test		4.33*	0.000									
Breusch-Pagan		43.95*	0.000									
Hausman Test		107.65*	0.000									
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

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

Model 8 İçin Elde Edilen Analiz Sonuçları

YAT2	Pool OLS			Sabit Etkiler Modeli			Tesadüfi Etkiler Modeli			PCSE		
	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri
EBHO	0.2028	0.6	0.550	0.53405	0.53	0.596	0.228	0.71	0.475	0.2028	1.98**	0.048
EBDO	0.45605	0.93	0.353	-0.48878	-0.35	0.729	0.405	0.89	0.372	0.45605	2.14**	0.032
DHO	0.15813	0.45	0.650	-0.9961	-1.01	0.313	0.113	0.44	0.657	0.15813	1.46	0.143
YÖNSO	0.7652	1.96**	0.050	33.374	2.57*	0.010	0.52	1.19	0.232	0.7652	1.99***	0.051
DEVLET	0.12426	0.37	0.708	-0.38861	-0.54	0.591	0.1226	1.46	0.145	0.12426	0.76	0.448
HOLDİNG	0.11806	0.75	0.453	-0.00947	0.001	0.998	0.1116	1.39	0.164	0.11806	1.26	0.207
KURUM	-0.0134	-0.06	0.954	0.34092	0.44	0.658	-0.0244	-0.12	0.908	-0.0134	-0.16	0.876
YABANCI	0.01633	0.09	0.930	-0.04701	-0.09	0.932	0.01783	0.29	0.775	0.01633	0.27	0.788
VAKIF	0.07564	0.16	0.876	0.46594	1.28	0.202	0.08567	0.55	0.580	0.07564	0.27	0.791
AİLED	-0.0267	-0.32	0.748	0.47143	2.24**	0.025	-0.0357	-0.32	0.747	-0.0267	-0.91	0.362
TVDLOG	-0.0174	-0.79	0.428	-0.12684	-1.93***	0.054	-0.0167	-1.72***	0.086	-0.0174	-1.39	0.163
DUVTV	0.43667	2.8*	0.005	0.295002	0.93	0.355	0.437	3.14*	0.002	0.43667	1.35	0.153
Constant	0.009538	0.02	0.986	2.169.174	1.5	0.133	0.009339	0.03	0.977	0.009538	0.31	0.759
		0.008			0.12			0.1048				
F-statistics		12*	0.005		12.12*	0.005						
Wald statistics								21.24*	0.047		49.25*	0.000
Wooldridge Test		0.503	0.479									
MWALD			0.000									
Chow Test		4.62*	0.000									
Breusch-Pagan		17.45*	0.000									
Hausman Test		27.69*	0.006									
Gözlem sayısı	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458	1458

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

Model 9 İçin Elde Edilen Analiz Sonuçları

YAT3	Pool OLS			Sabit Etkiler Modeli			Tesadüfi Etkiler Modeli			PCSE		
	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri	Katsayı	t-istatistiği	P-değeri
EBHO	0.18087	0.85	0.395	0.10711	0.19	0.850	0.26315	0.336	0.272	0.18087	1.73***	0.084
EBDO	0.40187	1.31	0.191	-0.64627	-0.81	0.416	0.4192	1.06	0.288	0.40187	1.38	0.168
DHO	0.18262	0.84	0.403	0.213834	0.38	0.701	0.232	0.83	0.404	0.18262	1.42	0.155
YÖNSO	0.4789	1.97**	0.049	5.6554	7.73*	0.000	0.8122	2.6*	0.009	0.4789	2.39**	0.017
DEVLET	0.18286	0.88	0.379	0.20219	0.5	0.620	0.2575	1.01	0.311	0.18286	2.59*	0.010
HOLDİNG	0.0816	0.83	0.407	0.43076	1.6	0.110	0.11255	0.89	0.374	0.0816	2.22**	0.026
KURUM	0.0052	0.04	0.971	-0.03459	-0.08	0.936	0.0785	0.42	0.676	0.0052	0.06	0.950
YABANCI	0.04605	0.4	0.691	0.62773	2.03**	0.042	0.107	0.72	0.472	0.04605	0.83	0.408
VAKIF	0.01018	0.03	0.973	8.1859	3.98*	0.000	0.12736	0.31	0.757	0.01018	0.13	0.896
AİLED	0.0745	1.43	0.153	0.75065	6.33*	0.000	0.16494	2.51**	0.012	0.0745	1.53	0.260
TVDLOG	0.01314	0.96	0.340	-0.11516	-3.1*	0.002	-0.0231	-1.31	0.190	0.01314	1.68***	0.094
DUVTV	0.0608	0.62	0.533	-0.1535	-0.85	0.393	0.0295	0.25	0.803	0.0608	0.86	0.388
Constant	0.0698	0.2	0.838	1.5981	1.97**	0.050	0.1528	0.35	0.724	0.0698	0.48	0.631
		0.088			0.089			0.065				
F-statistics		4.1*	0.000		10.5*	0.000						
Wald statistics								21.72*	0.040		45.06*	0
Wooldridge Test		37.914*	0.000									
MWALD			0.000									
Chow Test		19.87*	0.000									
Breusch-Pagan		47.21*	0.000									
Hausman Test		107.68*	0.000									
Gözlem sayısı		1458	1458		1458	1458		1458	1458		1458	1458

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

Ö Z G E Ç M İ Ş

Adı ve SOYADI : Eda ORUÇ

Doğum Tarihi ve Yeri : 27/07/1984 - İSTANBUL

Medeni Durumu : Bekar

Eğitim Durumu

Lisans Diploması : Akdeniz Üniversitesi İşletme Bölümü

Yüksek Lisans Diploması: Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Tezli Yüksek Lisans Programı

Tez Konusu : Finansal Hiyerarşi Teorisinin İMKB'de İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Test Edilmesi

Yabancı Dil / Diller : İngilizce (İleri Derecede)
Almanca (Orta Derecede)

Bilimsel Faaliyetler

- ORUÇ, E., Şen, M. “Beğenilen İşletmelere Yatırımcı İlgisi ile Finansal Göstergeler Arasındaki İlişki”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C.12, S.1, 2011, 31-39.
- ORUÇ, E., “İMKB'de İşlem Gören İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri İle Çeşitli Finansal Göstergeleri Arasındaki İlişki”, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yıl 3, Sayı 1-2, 2010.
- Tosun, Ö., ORUÇ, E., “Portföy Büyüklüğünün Portföy Riski Üzerine Etkileri: İMKB-30 Üzerinde Test Edilmesi”, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi,C.15, S.2, 2010, 479-493.
- Şen, M., ORUÇ, E. “Factors Affecting Preference of Short-Term Financial Borrowing: ISE (Istanbul Stock Exchange) Application”, International Journal of Business and Management, ,January,Vol.5, No.1, 2010, 194-199.
- Şen, M., Baştürk, F. H. ve ORUÇ, E.,” İMKB’de Faaliyet Gösteren Firmalarda 1992- 2007 Dönemi İçin İşletme Sermayesinde Yönetim Etkinliğinin Ölçümü ve Genel Değerlendirme” , 13. ULUSAL FİNANS SEMPOZYUMU, 21-24 Ekim 2009, AFYONKARAHİSAR.

- Şen, M., Köksal, C. D. ve ORUÇ, E., “Relationship Between The Efficiency Of Working Capital Management And Company Size”, 12th International Conference on Finance and Banking, 28 to 29 October 2009, Ostravice, Czech Republic
- Şen, M., ORUÇ, E. “Behavioral Dimension of Cross-Sectoral Capital Structure Decisions: ISE (Istanbul Stock Exchange) Application”, International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887, No.28, 2009, 33-41.
- Şen, M., ORUÇ, E., “Relationship between Efficiency Level of Working Capital Management and Return on Total Assets in Ise”, International Journal of Business and Management. Vol. 4, No. 10, 2009 (October), 109-115.
- Şen, M., ORUÇ, E., “Testing of Pecking Order Theory in ISE (Istanbul Stock Exchange Market)”, International Research Journal of Finance and Economics, No.21, November, 2008, 19-26.
- 2008-2012: TÜBİTAK – BİDEB Yurt İçi Doktora Başarı Bursiyeri
- 30/07/2008-09/08/2008: Pamukkale Üniversitesi Türkiye Ekonomi Kurumu Ekonomi Yaz Seminerleri-VII
- 27th-30th March 2008: International Symposium on Globalisation, Democratization and Turkey, Organization Committee (Finance Department)
- 04/03/2006: Satış Teknikleri Eğitimi-Ayşe Kartel Danışmanlık Ve Eğitim Şirketi
- 11/03/2005: Zaman Yönetimi ve Planlama- ANTEV
- 21/04/2004: Motivasyon Eğitimi- ANTEV
- 1999 yılı: England Concorde International Language School, Londra, İngiltere.

İş Deneyimi

2007-2012: Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Araştırma Görevlisi

11/2006-12/2006: ITU-Uluslararası Tam Yetkili Temsilciler Konferansı- Stajer

06/2005-07/2005: Türk Telekomünikasyon A.Ş.- Stajer (Finans-Muhasebe, İnsan Kaynakları, Satış-Pazarlama)

E-Mail : edaoruc@yahoo.com.tr