

# Yönetici ve Yabancı Sahipliğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri: BİST'te İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma

Mesut DOĞAN\*

## Özet

*Bu çalışmanın amacı yönetici ve yabancı sahipliği ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi, başka bir ifade ile mülkiyet yapısının sermaye yapısını nasıl ve ne yönde etkilediğini tespit etmektir. Yani; yönetim kurulu, CEO ve yabancı sahiplik yüzdesindeki değişimlerin kaldıraç oranında ne gibi değişiklikler yarattığı irdelenecektir. Araştırmada 2005-2012 yılları arasında Borsa İstanbul imalat sanayiinde kesintisiz olarak işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Araştırmada kullanılan veriler dengeli panel veri özelliği taşımaktadır. Ampirik analizlerde White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yönteminden ve T-testinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda yönetim kurulu sahipliği ve yabancı sahipliği BİST'te işlem gören imalat sanayii firmalarının finansman kararlarında etkili olduğu tespit edilmiştir.*

**Anahtar Kelimeler:** Yönetici Sahipliği, Yabancı Sahipliği, Sermaye Yapısı, BİST

## The Impact Of Managerial and Foreign Ownership On Capital Structure: An Research On Manufacturing Companies Listed in Bist

### Abstract

*The aim of this study is to determine the relationship between the manager ownership, the foreign ownership and capital structure, in other words, how it affects the capital structure of the ownership structure. Board of Directors, the CEO and the change in the percentage of foreign ownership will examine what changes caused by leverage ratio. The study made use of data of 136 firms continuously active in BIST manufacturing industry between 2005 and 2012. In the study, panel data analysis was used. White period standard errors and covariance method and T-test have been employed in empirical analyzes. As a result of analyses, managerial ownership and foreign ownership has been found to be effective in the BIST firm financing decisions.*

**Keywords:** Managerial Ownership, Foreign Ownership, Capital Structure, BIST

\* Öğr. Gör. Dr., Afyon Kocatepe Üniversitesi, Bayat MYO.

## 1. GİRİŞ

Firmaların finansman politikası olarak vermesi gereken en önemli kararlardan biri firmanın sermaye yapısının nasıl olması gerektiğidir. Bir firmanın sermaye yapısı, yabancı kaynaklar ve özsermayeden oluşmaktadır. Sermaye yapısının ampirik bulgularla desteklenmiş firma değeri üzerinde etkisi vardır (Modigliani & Miller 1963; Myers 1977; Ross 1977; Cheng 2008; Sueyoshi vd. 2010; Koerniadi ve Tourani-Rad 2012; Liao ve Younng 2013). Bununla birlikte firma yöneticilerinin sermaye yapısı ile ilgili verecekleri kararlar, vekâlet problemleri ve buna bağlı olarak vekâlet maliyetleri üzerinde önemli rol oynamaktadır. Borçlanma politikası, vekâlet maliyetlerinin azaltılmasında faydalı bir araç olarak kullanılabilir<sup>1</sup>.

Kurumsal yönetim mekanizmalarından, sahiplik yapısı; şirketin sermayesini temin edenlerin kim olduğunun ve sermaye paylarının büyüklüğünün belirlenmesini ifade etmektedir. İşletmenin yönetimine, sermayenin önemli miktarına sahip olanlar yön vermektedirler. Firmaların sahiplik yapıları, halka açık veya kapalı, kamu veya özel, yerli veya yabancı olarak sınıflandırılabilir. Sahiplik yapısı kurumsal yönetim için önemli unsurlar içermektedir<sup>2</sup>. Sahiplik yapısında yoğunlaşma ifadesi ise, hisse senetlerinin çoğunluğuna sahip olan kişi sayısını göstermektedir. Başka bir ifade ile bir firmanın hisselerinin belirli kişilerin elinde toplanması ve bu kişilerin hisse oranlarının diğer kişilerin hisse oranlarına göre büyük olması, firma yönetiminin ve kontrolünün bu kişilere ait olması demektir. Bu bağlamda, yoğunlaşma ne kadar fazla ise, firmanın hâkim ortağı yönetime fazla risk almaması yönünde o oranda baskı yapacaktır<sup>3</sup>.

Kontrol firmanın faaliyetleri ile ilgili finansal politikalarının belirlenmesi sürecini etkileme gücü olarak ifade edilmektedir. Bu noktadan hareketle firma yönetimine katılma hakkı veren hisselerin çoğunluğunun bir/birkaç kişinin ya da grubun elinde bulunması ile pek çok yatırımcı arasında paylaşılmış olması yönetimin denetlenmesi ve etkin çalışmasının sağlanması bakımından önemlidir<sup>4</sup>. Bununla birlikte büyük hisselerle sahip olan ortaklar firmayı kontrolleri altına almak isteyebilirler<sup>5</sup>.

1 Ümit Can Güvençer, "Vekâlet Teorisi: Firma Performansına Etkisi", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Uludağ Üniversitesi, Bursa, 2008, s.57.

2 Dilek İzçiler, "Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Şirketlerin Performansları Üzerine Etkileri", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul, 2014, s.16.

3 Abdurrahman Fettahoğlu, ve Aydın H. Okuyan. "İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB'de Bir Uygulama", *Eskişehir: Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*, 2009, s.4-5.

4 Fatma Dilvin Taşkın, Gürol Durak, ve Merve Aktaş, "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Üzerindeki Etkileri: Bist Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama", *17. Finans Sempozyumu/23-26 Ekim 2013/Muğla*, <http://efinans.co/wp-content/uploads/2013/11/12-22.pdf>, 25.01.2013.

5 Andrei Shleifer, ve Robert W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94(3), 1986, s. 461- 488

İşletmelerin sahiplik yapısı ile kontrol arasında doğrusal bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile sermaye yoğunlaşması arttıkça hissedarın firmada kontrolü artmaktadır. Diğer hissedarlara göre daha fazla hissesi bulunan ortaklara hâkim ortak olarak ifade edilmektedir. Hâkim hissedarlar belirli bir kişi olabileceği gibi aile, yönetici sahipliği veya yabancı sahipliği olabilmektedir.

Herhangi bir firmada sahiplik ve kontrol çok az durumlarda tam anlamıyla ayrılmıştır. Genellikle kontrol edenler, kontrol ettikleri firmalarda bir kısım öz sermayeye sahiptirler. Bazı sahipler ise öz sermaye pozisyonlarının büyüklüğünün neticesi olarak sahip oldukları firmalar üzerinde kontrolün bir bölümünü ellerinde tutarlar. Sonuç olarak sahiplik yapısı kurumsal yönetimin potansiyel olarak önemli bir ögesidir<sup>6</sup>.

Günümüzde firmalar ayakta kalabilmek ve rekabet edebilmek için ulusal bazda pazarda lider olması yetmemekte ve çok boyutlu düşünmek zorunda kalmışlardır. İşletmeler, doğru kararlar verebilmek ve dış pazarlara daha risksiz açılabilme için ilgili pazarı çok iyi tanıyan firmalar ile iş birliği yapmaktadırlar. Söz konusu iş birlikleri ile şirketler birleşebilmektedir. Türkiye’de ise son yıllarda BİST şirketlerinin hisseleri yabancı yatırımcılar tarafından satın alınmakta ve uluslararası pazarlarda işbirliği yapmaktadırlar. Bu birleşmeler veya satın almalar neticesinde yabancı yatırımcı sahipliği ülkemizde artmaya başlamıştır. Bunların dışında Türkiye’de faaliyet gösteren birçok firma ya doğrudan yabancılar tarafından kurulmuş veya daha sonrasında ise yabancı yatırımcılar tarafından ele geçirilmiştir. Firmalar özellikle kurumsal yabancı hissedarlar tarafından idare edilmeye başladıklarında bu durum firmaya; yeni bilgiler ve teknolojiler ile birlikte büyük miktarda sermaye transferi de sağlamaktadır<sup>7</sup>. Bununla birlikte ülkemizde firmalar, genellikle aile şirketi biçiminde yapılanarak, sermaye ve yönetimi bir arada tutmak isteseler de, son yıllarda menkul kıymet piyasalarında işlem gören firma sayısındaki artış, yabancı firmalarla kurulan ortaklıklar ve profesyonel yönetici istihdamında yaşanan gelişmeler, vekâlet teorisini Türkiye için de son derece önemli bir konu haline getirmiştir<sup>8</sup>.

6 Murat Kıyılar, ve Muhammet Belen, “Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi”, *İSMMMO 1. Uluslararası Muhasebe Denetimi ve VII. Muhasebe Denetimi Sempozyumu*, Antalya, 2005, [https://www.google.com.tr/?gfe\\_rd=cr&ei=DrlYVuWIKM2v8weYmbaABQ#q=Kurumsal+Y%C3%B6netim+Kavram%C4%B1+ve+%C4%B0lkeleri:+Bir+Kurumsal+Y%C3%B6netim+Formu+Olarak+T%C3%BCrkiye%E2%80%99de+Holding+Yap%C4%B1lanma+Bi%C3%A7imlerinin+De%C4%9Ferlendirilmesi](https://www.google.com.tr/?gfe_rd=cr&ei=DrlYVuWIKM2v8weYmbaABQ#q=Kurumsal+Y%C3%B6netim+Kavram%C4%B1+ve+%C4%B0lkeleri:+Bir+Kurumsal+Y%C3%B6netim+Formu+Olarak+T%C3%BCrkiye%E2%80%99de+Holding+Yap%C4%B1lanma+Bi%C3%A7imlerinin+De%C4%9Ferlendirilmesi), 01.10.2015.

7 Yahya Sayman, “Sahiplik Yapısının Firma Performansı Ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İmkî’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi, Ankara, 2012, s. 115.

8 Ümit Can, 2008, a.g.e., s.2.

Bir firmada yönetici sahipliğinin (Yönetim Kurulu Sahipliği ve CEO Sahipliği) olduğunu söyleyebilmek için yönetim kademesinin firma hisselerine sahip olması gerekmektedir. Ancak, yönetici sahipliği için yöneticilerin hâkim ortak olma şartı yoktur. Yönetici sahipliğinin en etkin olduğu sermaye sahipliği türü ise dağılık sermaye sahipliğidir. Bunun en önemli nedeni ise dağılık sermaye sahipliğinde hâkim ortak olmayışıdır. Dolayısıyla, dağılık sermaye sahipliğinde yönetici çok az bir hisse oranı ile tüm kontrolü elinde tutan kişi olmaktadır. Bunu, hâkim hissedar grubunun olmayışı ile elde etmektedir<sup>9</sup>. Buna ilave olarak firmanın yöneticisi, hissenin tamamına sahip ise, yöneticiler ile hissedarlar arasında yaşanan türden temsil sorunu yok demektir. Yöneticinin firmada sahip olduğu pay arttıkça, kötü yönetilmesi sonucu firmanın uğrayacağı kayıptan yöneticinin payına düşen kısım da artacaktır. Dolayısıyla yöneticilerin aynı zamanda hissedar halinde hissedarların bakış açıları ile yöneticilerin bakış açıları arasındaki fark azalacaktır<sup>10</sup>.

Yöneticinin firmada sermaye payının olması durumu; daha çok vekâlet teorisi ile açıklanmaktadır. Vekâlet teorisinin özünde hissedarların amaçlarının çatışmandan kaynaklanan maliyetlerin en aza indirilmesinin olduğu görülmektedir. Çıkarların yaklaşımı hipotezine göre yöneticilerin sermaye payının artması hissedarlarla ortak çıkarlarda buluşmasını sağlamaktadır. Yerleşiklik hipotezi ise yöneticilerin sermaye paylarının artması ile kendilerini yerleşik sayarak gereksiz harcamalar yaptığını savunmaktadır. Bir başka görüşe göre, yöneticiler tarafından elde edilen sermaye oranının artması, yöneticilerin hissedar değerinin maksimum yapılması amacıyla saparak kendi çıkarlarına yönelmektedirler<sup>11</sup>.

Yönetim sahiplik düzeyi düşük olduğunda, yönetim sahipliğindeki artış, hissedar ile yönetim arasında bir uyum yaratmaktadır<sup>12</sup>. Yöneticilerin amacı, finansal sıkıntıları önlemek için daha az borç kullanarak hissedarların refahını ve firma performansını en üst seviye çıkarmaktır. Bu yüzden yönetici sahipliği ile sermaye yapısı arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır<sup>13</sup>. Buna karşın yöneticilerin, sağlam bir oy gücü ve etkisi olduğunda,

9 İlker Sakıncı, "Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İle İlişkisi", (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Gazi Üniversitesi, Ankara 2008, s.49.

10 Mustafa Doğan, "Kurumsal Yönetim", Ankara: Siyasal Yayınevi, 2007, s.32-33.

11 Cihan Tanrıöven, İlhan Küçükkaplan, ve Ekrem Savaş Başçı, "Kurumsal Yönetim Açısından Sahiplik Ve Kontrol Yapısı İle Üst Düzey Yönetici Durumunun İMKB'de Faaliyet Gösteren Bankalarda İncelenmesi. *İktisat İşletme ve Finans*, 21(241), 2006, 87- 104.

12 Tim Brailsford, Barry R. Oliver, ve Lay Hwa Sandra Pua, "On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure", *Accounting & Finance*, 42, 2002, s.1-26.

13 Philip G. Berger, Eli Ofek, ve David L. Yermack, "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions", *The Journal of Finance*, 52, 1997, s.1411-1438.

kendi çıkarlarını başarmak için borç oranını manipüle etmeye başlayabilirler. Örneğin uygun olmayan yatırım kararlarında daha fazla nakit elde etmek için firma borçlarını artırabilir ya da bir “yönetim imparatorluğu” inşa edebilirler. Buna karşın, şirket yöneticileri bir firmanın hisselerinin önemli bir oranda elinde tuttuğunda, yöneticilerin çıkarları hissedarların çıkarları uyumlu da olabilir. Yöneticiler iflas riskini azaltmak için, borç oranını azaltır ve dolayısıyla siper etkisi azalır. Ya da alternatif olarak, vekaletle ilgili borç kullanımı faydaları, yönetsel sahiplik yoluyla ikame edilebilir<sup>14</sup>.

Bu bilgiler ışığında bu araştırmanın amacı yönetim kurulu, CEO ve yabancı sahipliğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini incelemektir. Bu amaçla çalışmada 2005-2012 yılları arasında Borsa İstanbul (BİST) imalat sanayiinde kesintisiz olarak işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yönteminden ve T-testinden yararlanılmıştır.

Konuya ilişkin ulusal literatür incelendiğinde yönetici ve yabancı sahipliğinin sermaye yapısındaki etkisini inceleyen herhangi bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Uluslararası literatürde ise yönetici sahipliğinin ve yabancı sahipliğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisi ayrı ayrı incelenmiş ve bu araştırmalar kısıtlı sayıdadır. Bu çalışmada ise tek bir modelde yönetim kurulu, CEO ve yabancı sahipliğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini araştırılmıştır. Bu çalışmanın ulusal ve uluslararası literatüre oldukça katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Girişten sonra ikinci bölümde yönetici ve yabancı sahipliğinin kaldıraç oranı üzerindeki etkisini araştıran akademik çalışmalar özetlenmiştir. Üçüncü bölümde çalışmanın amacı, örnekleme, veri seti, bağımlı ve bağımsız değişkenler tanıtarak, hipotezler geliştirilmiştir. Dördüncü bölümde ekonometrik bulgulara yer verilmiştir. Son bölümde ise araştırmanın genel bir değerlendirilmesi yapılarak önerilerde bulunulmuştur.

## 2. LİTERATÜR TARAMASI

Sahiplik yapısı ile birçok çalışma yapılmıştır. Bu araştırmaların önemli bir kısmı sahiplik yapısı ile firma performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu çalışmaların dışında sahiplik yoğunlaşmasının sermaye yapısı üzerin-

14 Wenjuan Ruan, Gary Tian, ve Shiguang Ma, “Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China’s Civilian-run Firms”, *Australasian Accounting Business and Finance*, 5(3), 2011, s.73-92.

deki etkisini test eden araştırmalar da mevcuttur. Ancak yönetici sahipliği, CEO sahipliği, yabancı sahipliği ile sermaye yapısı arasındaki ilişki araştıran çalışmaların sayısı son derece azdır. Bu alışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Mehran, Taggart ve Yermack (1999) yönetici sahipliğinin firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda yönetici sahipliği ile kaldıraç oranı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Buna karşın Li vd. (2009) Çin'de faaliyette bulunan firmaların sahiplik yapısının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırma sonucunda sahiplik yapısının kaldıraç oranı üzerinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca yabancı sahipliği ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki elde etmişlerdir. Buna karşın Gürünlü ve Gürsoy (2010) BİST'te 2007-2008 yıllarında faaliyette bulunan 286 firmada yabancı sahiplik ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışma sonucunda yabancı sahiplik ile uzun vadeli borç oranı arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Ruan, Tian ve Ma (2011) 2002-2007 yılları arasında Çin borsasına kayıtlı 500 firma üzerine yaptığı çalışmalarında yönetici sahipliği ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Regresyon modelleri sonucunda yönetici sahipliği ile kaldıraç oranı arasında u şeklinde (u-shaped) bir ilişki bulmuşlardır. Yani; %17,8'e kadar yönetici sahipliği ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki; buna karşın %17,8 ile %46,4 arasında olan yönetici sahipliği ile pozitif bir ilişki elde etmişlerdir. Benzer şekilde Brailsford, Oliver ve Pua (2002) Avustralya 500 firmaları açısından yaptığı araştırmasında yönetici sahipliği ile kaldıraç oranı arasında u şeklinde bir ilişki tespit etmişlerdir.

Wahba (2014) Mısır'da faaliyette bulunan firmalar açısından sermaye yapısı, yönetici sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda kaldıraç oranı ile yönetici sahipliği arasında negatif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir korelasyon bulmuştur.

### 3. METODOLOJİ

#### 3.1. Araştırmanın Amacı ve Soruları

Bu çalışmanın amacı yönetici ve yabancı sahipliği ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi, başka bir ifade ile mülkiyet yapısının sermaye yapısını nasıl ve ne yönde etkilediğini tespit etmektir. Yani; yönetim kurulu, CEO

ve yabancı sahiplik yüzdesindeki değişimlerin kaldıraç oranında ne gibi değişiklikler yarattığı irdelenecektir. Araştırmada şu sorulara cevap aranacaktır:

- Yönetim kurulunun şirketin belli bir oranda hissesine sahip olması, sermaye yapısını etkiler mi?
- CEO'nun belli bir oranda şirketin hissesine sahip olması, sermaye yapısını etkiler mi?
- Yabancı sahiplik olması, şirketin sermaye yapısını etkiler mi?

### 3.2. Araştırmanın Örnekleme ve Veri Seti

Araştırmada 2005-2012 yılları arasında BİST imalat sanayiinde kesintisiz olarak işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada 8 yıllık dönem analize dahil edilerek toplam 1088 gözlem sayısı elde edilmiştir. İmalat sanayide yer alan 136 firmanın alt sektörleri Tablo 1'de gösterilmiştir.

**Tablo 1:** İmalat Sanayi'de Faaliyet Gösteren Firmaların Sektörlere Göre Dağılımı

| Sektör                                   | Firma Sayısı |
|--|--------------|
| Gıda, İçki ve Tütün                      | 21           |
| Dokuma Giyim Eşyası ve Deri              | 21           |
| Orman Ürünleri ve Mobilya                | 2            |
| Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım ve Yayın  | 10           |
| Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler | 24           |
| Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi             | 24           |
| Metal Ana Sanayi                         | 11           |
| Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım        | 20           |
| Diğer İmalat Sanayi                      | 3            |
| <b>Toplam Firma Sayısı</b>               | <b>136</b>   |

Araştırmada kullanılan finansal veriler Borsa İstanbul (BİST)'in ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'ın web sayfasından<sup>15</sup> elde edilmiştir. Sahiplik yapısına ilişkin bilgiler ise 2004-2008 yılları için şirket yıllıklarından, 2009-2012 yılları için ise şirketlerin faaliyet raporlarından, web sayfalarından, dipnot bilgilerinden ve KAP'tan ulaşılmıştır.

15 [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr) , [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)

### 3.3. Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Hipotezler

Bu çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler şöyledir:

*BORC: Firmaların toplam borçlarının toplam varlıklarına oranlanmasıyla elde edilmiştir.* Bu oran varlıkların yüzde kaçının borçlarla finanse edildiğini göstermekte ve çalışmada bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Toplam borç oranı yüksek olan firmaların faaliyetlerini devam ettirebilmesi borçlara bağlıdır. Bu oranın çok yüksek olması firmanın riskliliğinin artmasına ve mali sıkıntıya düşmesine hatta iflas etmesine neden olabilir. Özellikle kredi verenler açısından bu oranın düşük olması istenir<sup>16</sup>. Yüksek kaldıraçlı firmalar riskli olmakla birlikte, bu firmaların borçlarını geri ödemesi ve yeni krediler temin etmesi her zaman mümkün olmayacaktır. Yüksek kaldıraç genellikle olumsuz bir durum olmakla birlikte, borç yatırım ilişkisi, firmaların karlılığını olumlu yönde etkileyebilir<sup>17</sup>. Sahiplik yapısının sermaye yapısı üzerindeki etkisini inceleyen araştırmalarda sermaye yapısını King ve Santor (2008); Li, Yue ve Zhao (2009), Margaritis ve Psillaki (2010) benzer şekilde hesaplamışlardır.

*YKPAYI: Yönetim kurulunun elinde bulundurduğu sermayenin, firmanın toplam sermaye miktarına bölünmesiyle elde edilmiştir.* Başka bir ifade ile her bir firma için yönetim kurulu sahipliği yüzdesidir. Yönetim kurulunun sahipliğinin artması dolayısıyla yönetim kurulunun kontrolün düzeyini etkileyebilmektedir. Yöneticilerin sahip olduğu hisse senetlerinin çok az, hissedar sayısının çok fazla, hisselerin çok dağınık olduğu durumlarda, yöneticilerin şirket varlıklarını kendi çıkarları için kullanmaları olasılığı yüksek olmaktadır<sup>18</sup>. Hissedar ile yöneticiler arasındaki bu çıkar çatışmasının azaltılmasının, yöneticilerin sahip oldukları payın artırılması ile mümkün olabileceği belirtilmiştir<sup>19</sup>. Vekâlet teorisinde; firma sahiplerinin, sahipliğine karşılık, firmanın tamamına sahip olmayan yöneticiler tarafından yönetilmesi halinde yöneticiler, firma değerini en üst noktaya çıkarmak yerine kişisel menfaatleri ve amaçları doğrultusunda hareket ederek vekâlet sorunlarına neden olabilmektedirler. Temsil teorisi; yönetim kurulu sahipliğinin artmasının firmaya olumlu yönde etkilediğini savunmaktadır.

16 Bilge Leyli Elitaş, ve Mesut Doğan, "Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İmkb Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Araştırma", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 15(2), 2013, s.41-57.

17 Mesut Doğan, "Sigorta Firmalarının Sermaye Yapısı İle Karlılık arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 57, 2013, s. 121- 136.

18 Micheal C. Jensen, ve William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, s.305-359.

19 Mustafa, 2007, a.g.e., s.34.



*CEOPAYI: CEO'nun (genel müdür'ün) elinde bulundurduğu sermayenin, firmanın toplam sermaye miktarına bölünmesiyle elde edilmiştir.* Başka bir ifade ile her bir firma için CEO sahipliği yüzdesidir. Firma hisselerinin büyük bir bölümünün belirli kişilerin (hissedarların) elinde bulunması mülkiyet yoğunluğunun fazla olduğunu göstermektedir. Bundan dolayı mülkiyet yoğunluğunun fazla, buna karşılık halka açıklık oranının düşük olduğu firmalarda hissedarların aynı zamanda yönetici/CEO olma olasılığının kuvvetli olmasından bahsedilebilir<sup>20</sup>.

*YABPAYI: Yabancı yatırımcıların elinde bulundurduğu sermaye tutarının, toplam sermayeye bölünmesiyle elde edilmiştir.* Yabancı yatırımcıların elinde bulundurduğu sermaye oranı firmaların halka açıklık oranını dolayısıyla sahiplik yapısını etkilemektedir. Yabancı yatırımcılar, kurumsal yönetim mekanizmalarının yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelere hâkim ortak olma yolunu tercih ederek hukuksal boşluğu doldurmaktadır<sup>21</sup>.

*HAO: Firmaların halka açıklık yüzdesidir.* Firmalar belirli oranlarda halka açılma yoluna giderek, sermaye edinimi, mülkiyetin tabana yayılması ve riskin dağıtılması gibi halka açılmanın olası avantajlardan faydalanmak istemektedirler. Halka açılma yoluyla mülkiyetin tabana yayılması aslında çok sayıda insanın firma hissesini alarak, firmanın ortağı olması işleminden başka bir şey değildir. Ancak bu durum, firmalara çeşitli açılardan avantajlar sağlarken, bu oluşan yapının profesyonel yöneticilere olan ihtiyacı zorunlu hale getirdiği görülmektedir<sup>22</sup>. Yönetimi kaybetme endişesinde bulunan şirket ortakları halka açıklık oranını belli seviyede tutmak ister. Halka açılmaları durumunda hisse senedi satışında eski ortaklara öncelik hakkı (Rüçhan Hakkı) tanımaktadırlar. Halka açıklık oranları yüksek olan firmaların sermaye yoğunlukları düşük, halka açıklık oranları düşük olan firmaların sermaye yoğunlukları da yüksek olmaktadır<sup>23</sup>. Dolayısıyla firmaların halka açıklık yüzdesi sermaye yapısını etkileyebileceği için modele ilave edilmiştir.

*SATIS: Firmaların toplam satışlarıdır.* Diğer değişkenler ile uyumlu olması için logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir. Toplam satışlar; firma büyüklük göstergelerinden birisidir. Büyük veya kredibilitesi yüksek

20 Ali Bayrakdaroğlu, "Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 2010, s.11- 20.

21 Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, ve Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, 54, 1999, s.471-517.

22 Murat Büyükdereli, "İMKB'de Faaliyet Gösteren Reel Sektör Firmalarının Mülkiyet Yapısının, Bu Firmaların Finansal Performansları Üzerine Etkisi", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul, 2007, s.26.

23 Yahya, 2012, a.g.e., s.215.

firmalar küçük firmalara göre daha kolay ve daha ucuz fon temin etme olanağına sahiptirler. Bu yüzden modele eklenmiştir. Sahiplik yapısının sermaye yapısı üzerindeki etkisini inceleyen Barton, Hill ve Sundaram (1989), Pushner (1995), Céspedes, González ve Molina (2010) gibi yazarlar da satışları kontrol değişken olarak kullanmışlardır.

ROA: *Dönem net kârının toplam varlıklara oranlanmasıyla hesaplanmıştır.* Bu oran firmaların karlılığını ve yönetimin yeteneğini gösteren bir orandır. Bir firmanın finansman şekline veya sermaye yapısındaki değişikliklere göre ROA yüksek veya düşük olabilir. Büyük ölçüde yabancı kaynak kullanan, dolayısıyla ağır bir borç yükü altında bulunan firmaların ROA'sı varlıklarının önemli bir bölümünü öz kaynakları ile finanse eden firmalara kıyasla daha düşük olması normaldir. Dolayısıyla firmanın finansman şekline göre farklı sonuçlar veren, pay ve paydası arasında tutarlılık bulunmayan bu oranı, bir firmanın kârlılık durumunun değerlendirilmesinde bir ölçü olarak kullanırken, dikkatli olmak gerekir<sup>24</sup>. Ruan, Tian ve Ma (2011) 2002-2007 yılları arasında Çin borsasına kayıtlı 500 firma üzerine yaptığı çalışmalarında yönetici sahipliği ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Benzer şekilde ROA'yı kontrol değişken olarak kullanmışlardır.

Sonuç olarak araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin özeti Tablo 1'de gösterilmiştir.

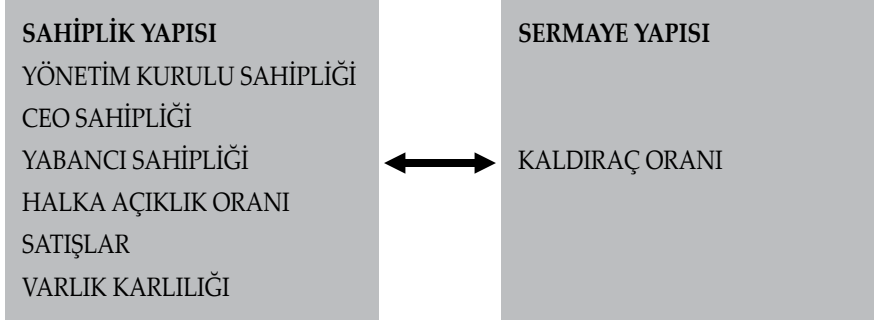
**Tablo 1. Analizde Kullanılan Değişkenler**

| Değişkenler                 | Tanımlamalar                               | Kodları |
|-----------------------------|--|---------|
| <b>Bağımlı Değişkenler</b>  |  |         |
| Borç Seviyesi               | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar            | BORC    |
| <b>Bağımsız Değişkenler</b> |  |         |
| Yönetim Kurulu Sahipliği    | YK Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye         | YKPAYI  |
| CEO Sahipliği               | CEO Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye        | CEOPAYI |
| Yabancı Sahipliği           | Yabancı Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye    | YABPAYI |
| Halka Açıklık Oranı         | Halka Açık Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye | HAO     |
| <b>Kontrol Değişkenler</b>  |  |         |
| Firma Büyüklüğü             | Toplam Satışlarının Logaritması            | SATIS   |
| Varlık Karlılığı            | Net Kar/Toplam Varlıklar                   | ROA     |

24 Akgüç, Öztin "Finansal Yönetim", (7. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın Dağıtım, 1998, s.70.

### 3.4. Araştırmanın Modeli ve Hipotezler

Araştırmanın kapsamı ve amacı çerçevesinde aşağıdaki model ve hipotezler geliştirilmiştir.



$H_1$ : Yönetim kurulu sahipliği finansman kararlarını etkilemektedir.

$H_2$ : CEO sahipliği finansman kararlarını etkilemektedir.

$H_3$ : Yabancı sahipliği finansman kararlarını etkilemektedir.

$H_4$ : Halka açıklık oranı finansman kararlarını etkilemektedir.

$H_5$ : Satışlar finansman kararlarını etkilemektedir.

$H_6$ : Varlık Karlılığı finansman kararlarını etkilemektedir.

### 3.5. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada BİST’te 2005-2012 yılları arasında işlem gören 136 imalat sanayi firmasının verilerinden yararlanılmıştır. Dengeli panel veri özelliği taşıyan bu çalışmada Eviews 7 programı kullanılmıştır. Panel veri analizi yapabilmek için değişkenlerin birim köke sahip olmaması gerekmektedir. Panel veri analizlerinde veya zaman serilerinde değişkenlere ait trend olması durumunda, regresyon modelinin sonuçları sahte olmaktadır. Bundan dolayı regresyon modelinin sonuçları gerçek bir ilişkiyi mi ya da sahte bir ilişkiyi mi gösterdiği panel veri analizinde değişkenlerin durağan olup olmamalarıyla bağlantılıdır<sup>25</sup>. Araştırmada Fisher ADF Kök Testi ile de-

25 Volkan Sevinç, “Türkiye’ye Gelen Yabancı Turist Sayısı, Amerikan Doları Kuru ve Ekonomik Kriz Yılları Arasında Bir Granger Nedensellik İlişkisi Analizi”, *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(2), 2013, 233- 249. (Akt. Doğan Mesut ve Topal Yusuf, “Karlılığı

ğişkenlerin birim köke sahip olup olmadıkları sorgulanmıştır. P değerleri 0,05'ten küçük olmasından dolayı değişkenlerin birim köke sahip olmadıkları; başka bir ifade ile ekonometrik analizler yapmak için uygun olduğu görülmektedir. Daha sonra araştırma modelinin sabit ya da rassal etkiler olduğunu belirlemek amacıyla Hausman testinden yararlanılmıştır. Araştırmada Hausman testi 0,05'ten küçük olmasından dolayı sabit etkiler modeli tercih edilmiştir.

Regresyon modelinin tahmininde otokorelasyon ve heteroskedasite olması halinde hata terimin varyansı ile birim matris eşit değildir. Bu durum regresyon modelinin tutarsızlığına neden olmakta ve modelin güvenilirliğini azaltmaktadır. Bu yüzden modelde otokorelasyon ve heteroskedasite gibi problemlerden en az birisi olması durumunda ya parametre tahminlerine dokunmadan standart hatalar düzeltilmeli ya da varlıkları halinde uygun yöntemler tercih edilmesi gerekir<sup>26</sup>. Bu araştırmada söz konusu problemlerden dolayı ve modelinin etkinliğini ve güvenilirliği artırmak için White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi kullanılmıştır.

Sonuç olarak yönetici ve yabancı sahipliği ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi test etmek için White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yönteminden yararlanılmıştır. Daha sonra çalışmada kaldıraç oranının medyanı (0,436) belirlenmiştir. Kaldıraç oranı medyanın altında olan firmalar 1, medyanın üzerinde olan firmalar 2 olarak tanımlanmıştır. Daha sonra kaldıraç oranı medyanın altında ve üstünde olan firmaların yönetim kurulu, CEO ve yabancı sahipliğinde farklılık olup olmadığını tespit etmek amacıyla T-testi kullanılmıştır.

#### 4. AMPİRİK BULGULAR

Tablo 2'de analizlerde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistik sonuçları yer almaktadır.

---

Belirleyen Finansal Faktörler: BIST'te İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma", *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2016, 3(1),53-64.)

26 Ferda Yerdelen Tatoğlu, "İleri Panel Veri Analizi", (2.Baskı). İstanbul: Beta Yayınevi, 2013, s.242. (Akt. Doğan ve Topal, a.g.e. 2016, 3(1),53-64.)

**Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler**

|                           | BORC  | YKPAYI | CEOPAYI | YABPAYI | HAO   | SATIS | ROA    |
|---------------------------|-------|--------|---------|---------|-------|-------|--------|
| <b>Gözlem Sayısı</b>      | 1088  | 1088   | 1088    | 1088    | 1088  | 1088  | 1088   |
| <b>Ortalama</b>           | ,459  | 30,34  | 4,39    | 12,77   | 32,90 | 19,02 | ,0199  |
| <b>Medyan</b>             | ,437  | 29,01  | 0,000   | ,00     | 29,96 | 18,94 | ,030   |
| <b>Std. Sapma</b>         | ,232  | 29,210 | 14,19   | 26,33   | 19,34 | 1,72  | ,188   |
| <b>Çarpıklık</b>          | ,222  | ,348   | 3,73    | 2,055   | 1,01  | -,116 | -12,62 |
| <b>Çarpıklık Std. Ht.</b> | ,074  | ,074   | ,074    | ,074    | ,074  | ,074  | ,074   |
| <b>Basıklık</b>           | -,811 | -1,271 | 14,0    | 3,00    | 1,82  | 1,88  | 293,77 |
| <b>Basıklık Std. Ht.</b>  | ,148  | ,148   | ,148    | ,148    | ,148  | ,14   | ,148   |
| <b>Minumum</b>            | ,01   | ,001   | ,001    | ,00     | ,54   | 10,56 | -4,45  |
| <b>Maxmimum</b>           | 1,00  | 94,26  | 81,24   | 99,36   | 0,99  | 24,57 | 1,01   |

Tablo 2'den görüldüğü gibi BİST imalat sanayiinde faaliyet gösteren ve analiz kapsamında incelenen firmaların ortalama kaldıraç oranı (BORC) %45,9 olarak tespit edilmiştir. Ruan, Tian ve Ma (2011) 2002-2007 yılları arasında Çin borsasına kayıtlı 500 firma üzerine yaptığı çalışmalarında kaldıraç oranını olarak hesaplamışlardır. Araştırmada ortalama CEO sahipliği ise %4,39'dur. Yabancı sahiplik oranı ise %12,77'dir. Son yıllarda artmasına rağmen yabancı sahiplik oranının düşük olduğu görülmektedir. Ortalama yönetim kurulu sahipliği %30,73'tür. Vo ve Phan (2013) Vietnam firmaları için %9,8; Horváth ve Spirollari (2012) ABD firmaları için %1,75; Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda %17,86; Mura (2007) İngiltere firmaları için %12,25, Yu (2008) Çin firmaları için %0,5 olarak hesaplamışlardır. BİST imalat sanayii firmalarında yönetim kurulu sahipliği söz konusu ülkelerden daha fazla olduğu görülmektedir. Bu durum Türkiye'de firmaların daha çok aile şirketinden oluşması, bağımsız yönetim kurullarının daha az olması veya daha az profesyonel yönetici ile çalışmasıyla açıklanabilir.

Çalışmadaki bir diğer bağımsız değişken ise firmaların halka açıklık oranıdır. Tablo 2'den görüldüğü gibi ortalama halka açıklık oranı (HAO) %32,34'tür. Gao, (2002) 2001 yılı için HAO'nı ABD'de %93,9; gelişmiş ülkelerde HAO'nun ortalamasını %86,4 ve gelişmekte olan ülkelerde HAO'nun ortalamasını %77,5 olarak hesaplamıştır. Avrupa'daki ortalama halka açıklık oranı %36,93 iken, bu oran Fransa'da %14'tür<sup>27</sup>. Türkiye'de halka açıklık oranının diğer ülkelerden daha azdır. Bu durum yine Türkiye'deki

27 Edith Ginglinger, ve Jacques Hamon, "Ownership, Control and Market Liquidity", *Finance International Meeting Paper*, 2007, [http://www.europacefinance.com/files/\\_financed\\_paper\\_1347.pdf](http://www.europacefinance.com/files/_financed_paper_1347.pdf), 18.01.2014.

firmaların aile şirketlerinden oluşması halka açıklık oranını azaltmaktadır. Halka açıklık oranı sermayenin tabana yayılması açısından yüksek olması istenmektedir.

Tablo 2 incelendiğinde ROA %2,41 olarak hesaplanmıştır. Vo ve Phan (2013) 2006–2011 yılları arasında Vietnam firmaları için ortalama ROA'yı %11,8 olarak; Cavaco vd. (2013) Fransa borsasında işlem gören firmaların ortalama ROA'sını %3 olarak bulmuşlardır. Fauzi ve Locke (2012) 2007-2011 yılları için Yeni Zelanda borsasına kayıtlı 79 firmanın ortalama ROA'sını %4 olarak; Obradovich ve Gill (2013) 2009-2011 yıllarında Newyork borsasında işlem gören 333 firma için ortalama ROA'ı %7 hesaplamışlardır.<sup>28</sup>

**Tablo 3: Eşleştirilmiş Örnek İstatistikleri**

|                          | Ortalama | Gözlem Sayısı | Std. Sapma | Std. Hata Ortalama |
|--------------------------|----------|---------------|------------|--------------------|
| YKPAYI (1) <sup>a</sup>  | 26,8491  | 544           | 28,66218   | 1,21446            |
| YKPAYI (2) <sup>b</sup>  | 34,0137  | 544           | 29,35773   | 1,27402            |
| CEOPAYI (1) <sup>a</sup> | 3,3025   | 544           | 12,67925   | ,53724             |
| CEOPAYI (2) <sup>b</sup> | 5,5457   | 544           | 15,55381   | ,67498             |
| YABPAYI (1) <sup>a</sup> | 11,0315  | 544           | 23,39475   | ,99127             |
| YABPAYI (2) <sup>b</sup> | 14,5955  | 544           | 29,00556   | 1,25873            |

<sup>a</sup> Kaldıraç oranı medyanın altında olan firmalar.  
üzerinde olan firmalar.

<sup>b</sup> Kaldıraç oranı medyanın

Tablo 3'te kaldıraç oranı medyanın (0,436) altında olan firmalar 1, medyanın üzerinde olan firmalar 2 olarak tanımlanarak ortalamalar gösterilmiştir. Medyanın altında kalan firmalarda yönetim kurulu sahipliği (YKPAYI), CEO sahipliği (CEOPAYI) ve yabancı sahipliği (YABPAYI) ortalaması sırasıyla %26,84; %3,30 ve %11,03'tür. Medyanın üzerinde kalan firmalarda ise sırasıyla %34,01; %5,54 ve %14,59'dur. Tablo 3'ten anlaşıldığı üzere kaldıraç oranı medyanın üzerinde olan firmalarda, altına olan firmalara göre yönetim kurulu sahipliği, CEO sahipliği ve yabancı sahipliği daha yüksektir.

28 Doğan ve Topal, a.g.e. 2016, 3(1),53-64.

**Tablo 4:** T- Testi Sonuçları

|                | Ortalama Farklılığı | Std. Sapma Farklılığı | T      | Sig   |
|----------------|---------------------|-----------------------|--------|-------|
| <b>YKPAYI</b>  | -7,16460            | 1,75911               | -4,073 | 0,000 |
| <b>CEOPAYI</b> | -2,24321            | ,85853                | -2,613 | 0,009 |
| <b>YABPAYI</b> | -3,56400            | 1,59410               | -2,236 | 0,026 |

Tablo 4'te kaldıraç oranının medyanın altında ve üzerinde kalan firmalar için *YKPAYI*, *CEOPAYI* ve *YABPAYI* farklılıklar T-testi ile gösterilmiştir. Medyanın altında ve üzerinde kalan firmaları için *YKPAYI*, *CEOPAYI* ve *YABPAYI* değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık vardır. Başka bir ifade ile kaldıraç oranı medyanın üzerinde olan firmalar, altına olan firmalara göre *YKPAYI*, *CEOPAYI* ve *YABPAYI* daha yüksektir. Kaldıraç oranının yükselmesi ile birlikte yönetim kurulu sahipliği, CEO sahipliği ve yabancı sahipliğin de arttığı görülmektedir.

**Tablo 5.** Korelasyon Tablosu

|                | BORC    | YKPAYI  | CEOPAYI | YABPAYI | HAO     | SATIS  | ROA |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|-----|
| <b>BORC</b>    | 1       |         |         |         |         |        |     |
| <b>YKPAYI</b>  | ,138**  | 1       |         |         |         |        |     |
| <b>CEOPAYI</b> | ,108**  | ,320**  | 1       |         |         |        |     |
| <b>YABPAYI</b> | ,067*   | -,301** | -,120** | 1       |         |        |     |
| <b>HAO</b>     | ,041    | -,168** | -,036   | -,409** | 1       |        |     |
| <b>SATIS</b>   | ,071*   | -,086** | -,164** | ,160**  | -,223** | 1      |     |
| <b>ROA</b>     | -,363** | -,061*  | -,005   | ,011    | -,101** | ,288** | 1   |

\*\* ve \* sırasıyla % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 5'te *YKPAYI*, *CEOPAYI* ve *YABPAYI* ile kaldıraç oranı arasındaki ilişkiyi gösteren korelasyon analizi sonuçları yer almaktadır. Korelasyon sonuçları incelendiğinde *YKPAYI*, *CEOPAYI* ve *YABPAYI* ile kaldıraç oranı (*BORC*) arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Başka bir ifade ile *YKPAYI*, *CEOPAYI* ve *YABPAYI* arttıkça kaldıraç oranı sırasıyla %13,8; %10,8 ve %6,7 artmaktadır. Bununla birlikte kaldıraç oranı satışlar (*SATIS*) arasında pozitif, varlık karlılığı (*ROA*) arasında negatif bir ilişki vardır. *HAO* ile *BORC* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. Ayrıca korelasyon tablosunda bağımsız değişkenler arasında önemli bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu durum modelin güvenilirliğini artırmaktadır.

**Tablo 6.** White Periyot Standart Hataları ve Kovaryans Katsayısı Yöntemi Sonuçları

| Bağımlı Değişken: BORG     |           |           |               |          |
|----------------------------|-----------|-----------|---------------|----------|
| Yıllar: 2005-2012          |           |           |               |          |
| Yıl Sayısı: 8              |           |           |               |          |
| Firma Gözlem Sayısı: 136   |           |           |               |          |
| Toplam Gözlem Sayısı: 1088 |           |           |               |          |
| Model: Sabit Etkiler       |           |           |               |          |
| Değişkenler                | Etkinlik  | Std. Hata | t-istatistiği | P Değeri |
| YKPAYI                     | 0.000602  | 0.000362  | 1.661859      | 0.0969   |
| CEOPAYI                    | 0.000306  | 0.000550  | 0.555749      | 0.5785   |
| YABPAYI                    | 0.000995  | 0.000659  | 1.510068      | 0.1314   |
| HAO                        | 0.000620  | 0.000703  | 0.882320      | 0.3778   |
| SATIS                      | 0.034996  | 0.017760  | 1.970545      | 0.0491   |
| ROA                        | -0.151023 | 0.071580  | -2.109853     | 0.0351   |
| F İstatistiği              | 30.89067  |           |               |          |
| F İstatistiği Olasılığı    | 0.0000    |           |               |          |
| Durbin-Watson              | 1.578181  |           |               |          |
| R <sup>2</sup>             | 0.829608  |           |               |          |
| Düz. R <sup>2</sup>        | 0.802752  |           |               |          |

Tablo 6’da sabit etkiler modeli ile White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi sonuçları gösterilmiştir. Modelde F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu görülmektedir. Bununla birlikte kaldıraç oranındaki (BORG) değişimin yaklaşık %80’lik kısmı YKPAYI, CEOPAYI, YABPAYI, HAO, SATIS ve ROA ile açıklanmaktadır. Başka bir ifade ile regresyon modelinin göreceli etkinliğini tespit etmede kullanılan “belirleme katsayısı”nın (R<sup>2</sup>) %80 olduğu anlaşılmaktadır.

Modelin sonuçları incelendiğinde yönetim kurulu üyelerinin sermaye payı (YKPAYI) ile kaldıraç oranı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile yönetim kurulu sahipliği arttıkça kaldıraç oranı da artmaktadır. Yabancı sahipliği ile kaldıraç arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki vardır. İstatistiksel olarak anlamlı olmasa da ilişkinin pozitif (p=0,1314) önemli bir sonuç olarak değerlendirilebilir. Buna karşın halka açıklık oranı (HAO) ve CEO sahipliği ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel anlamlı bir ilişki yoktur. Sonuç olarak H<sub>1</sub> ve H<sub>3</sub> hipotezleri kabul edilmekte H<sub>2</sub> ve H<sub>4</sub> hipotezi reddedilmektedir.

Kontrol değişkenler incelendiğinde kaldıraç oranı ile satışlar arasında pozitif bir ilişki, ROA arasında ise negatif bir ilişki vardır. Yani; karlılığın



azalması kaldıraç oranı yükseltirken, satışların yükselmesi kaldıraç oranını azaltmaktadır.  $H_5$  ve  $H_6$  hipotezleri reddedilmektedir.

## 5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada yönetici sahipliği ve yabancı sahipliği ile sermaye yapısı arasındaki ilişki, başka bir ifade ile mülkiyet yapısının sermaye yapısını nasıl ve ne yönde etkilediği tespit edilmiştir. Yani; yönetim kurulu, CEO ve yabancı sahiplik yüzdesindeki değişimlerin kaldıraç oranında ne gibi değişiklikler yarattığı irdelenmiştir. Araştırmada 2005-2012 yılları arasında BİST imalat sanayiinde kesintisiz olarak işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Ampirik analizlerde sabit etkiler modeli ile White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi ve T-testi kullanılmıştır.

T-testi sonuçları incelendiğinde kaldıraç oranı medyanın altında ve medyanın üzerinde kalan firmalar için *YKPAYI*, *CEOPAYI* ve *YABPAYI* değişkenleri açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu anlaşılmaktadır. Başka bir ifade ile kaldıraç oranı medyanın üzerinde olan firmalar, altına olan firmalara göre *YKPAYI*, *CEOPAYI* ve *YABPAYI* daha yüksektir. Kaldıraç oranının yükselmesi ile birlikte yönetim kurulu sahipliği, CEO sahipliği ve yabancı sahipliğin de arttığı görülmektedir. Korelasyon sonuçları incelendiğinde T-testi sonuçlarını destekler nitelikte *YKPAYI*, *CEOPAYI* ve *YABPAYI* ile kaldıraç oranı (*BORC*) arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki söz konusudur.

White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi sonuçlarına bakıldığında yönetim kurulu üyelerinin sermaye payı ile kaldıraç oranı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile yönetim kurulu sahipliği arttıkça kaldıraç oranı da artmaktadır. Yöneticilerin sahipliği arttıkça yöneticilerin riskten kaçındıkları, daha riskli yatırımlara giriştiği ve öz sermaye kullanmak yerine, daha fazla yabancı kaynak kullanmayı tercih ettikleri görülmektedir. Bu durum hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmalarına neden olabilmektedir. Başka bir ifade ile yönetim kurulu sahiplik düzeyinin yüksek olması durumunda hissedarlar ile yönetim kurulu arasındaki uyum bozulabilir. BİST'te işlem gören imalat sanayii firmaları açısından yönetim kurulu sahiplik düzeyi dikkat edilmesi ve sahiplik seviyesinin iyi ayarlanması gereken çok önemli bir konudur. Sonuç olarak yönetim kurulu sahipliği BİST'te işlem gören imalat sanayii firmalarının finansman kararları üzerinde etkilidir.

Yabancı sahipliği ile kaldıraç arasında istatistiksel olarak anlamlı olmasa da ( $P=0.1314$ ) pozitif bir ilişki olması önemli bir sonuç olarak de-

ğerlendirilebilir. Ayrıca T-testi sonuçlarında kaldıraç oranı yüksek olan firmalarda yabancı sahiplik yüzdesi de daha fazladır. Yabancı sahipliği de BİST'te işlem gören imalat sanayii firmalarının finansman kararları üzerinde etkilidir. Bu durum yöneticinin firma üzerindeki kontrol ve denetim gücünü korumak istemesi ile açıklanabilir.

Medyanın altında kalan firmalarda CEO sahipliği %3,30 medyanın üzerinde kalan firmalarda ise %5,54'tür. Kaldıraç oranı medyanın üzerinde olan firmalarda, altına olan firmalara göre CEO sahipliği daha yüksektir. Korelasyon analizi sonuçlarında *CEOPAYI* ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki vardır. Ancak regresyon modeli sonucunda CEO sahipliği ile kaldıraç oranı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki vardır. BİST'te işlem gören imalat sanayii firmalarının önemli bir kısmında CEO sahipliğinin olmaması bu değişkenin regresyon modelinde anlamsız çıkmasına neden olmuştur. Bu çıkarımı; T-testi ve korelasyon analizi sonuçları desteklemektedir.

## KAYNAKÇA

- Akgüç, Öztin (1998). *Finansal Yönetim* (7. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın Dağıtım.
- Barton, S. L., Hill, N. C. & Sundaram, S. (1989). An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure", *Financial Management*, 18(1), 36-44.
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11- 20.
- Berger, P. G, Ofek, E. & Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, vol.52, pp1411-1438.
- Brailsford, T. J, Oliver, B. R. & Pua, S. L. H. (2002). On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure. *Accounting & Finance*, 42, 1-26.
- Büyükdereli, M. (2007). *İMKB'de Faaliyet Gösteren Reel Sektör Firmalarının Mülkiyet Yapısının, Bu Firmaların Finansal Performansları Üzerine Etkisi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Reberlioux, A. & Roudaut, G. (2013). Board Independence and Operating Performance: Analysis On (French) Company and Individual Data. Departement D'economie, Ecole Polytechnique Centre National De La Recherche Scientifique, <http://econpapers.repec.org/paper/drmwpa-per/2014-2.htm>, 01.07.2014.
- Céspedes, J., González, M. & Molina, C. A. (2010). Ownership and Capital Structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63, 248-254.
- Cheng, S. (2008). Board Size and the Variability of Corporate Performance. *Journal of Financial Economics*, 87, 157- 176.
- Doğan, M. (2007). *Kurumsal Yönetim*. Ankara: Siyasal Yayınevi.
- Doğan, M. (2013). Sigorta Firmalarının Sermaye Yapısı İle Karlılık arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 57, 121- 136.
- Doğan M. & Topal Y. (2016). Karlılığı Belirleyen Finansal Faktörler: BIST'te İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma", *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 3(1),53-64.
- Elitaş B. L. & Doğan M. (2013). Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İmkb Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 15(2), 41-57.
- Fauzi, F. & Locke, S. (2012). Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(2), 43- 67.
- Fettahoğlu, A. ve Okuyan, H. A. (2009). İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB'de Bir Uygulama. *Eskişehir: Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*.
- Gao, S. (2002). China Stock Market in a Global Perspective. Research Report, Dow Jones Indexes, <http://people.stern.nyu.edu/jmei/b40/ChinaIndexCom.pdf>, 20.01.2014.
- Ginglinger, E. & Hamon, J. (2007). Ownership, Control and Market Liquidity. *Finance International Meeting Paper*, [http://www.europacefinance.com/files/\\_financed\\_paper\\_1347.pdf](http://www.europacefinance.com/files/_financed_paper_1347.pdf), 18.01.2014.

- Gürünlü M. & Gürsoy G. (2010). The Influence of Foreign Ownership on Capital Structure of Non-Financial Firms: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *The IUP Journal of Corporate Governance*, Vol. IX, No. 4, 21-29.
- Güvençer, Ü. C. (2008). *Vekâlet Teorisi: Firma Performansına Etkisi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Uludağ Üniversitesi, Bursa.
- Horváth, R. & Spirollari, P. (2012). Do the Board of Directors' Characteristics Influence Firm's Performance? The U.S. Evidence. *Prague Economic Papers*, 4, 470-486.
- İzçiler, D. (2014). *Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Şirketlerin Performansları Üzerine Etkileri*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-359.
- Kıyılar, M. ve Belen, M. (2005). Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye'de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi. *İSMMM 1. Uluslararası Muhasebe Denetimi ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu*, Antalya, [https://www.google.com.tr/?gfe\\_rd=cr&ei=DrlYVvUWIKM2v8weYmbaABQ#q=Kurumsal+Y%C3%B6netim+Kavram%C4%B1+ve+%C4%B0lkeleri:+Bir+Kurumsal+Y%C3%B6netim+Formu+Olarak+T%C3%BCrkiye%E2%80%99de+Holding+Yap%C4%B1lanma+Bi%C3%A7imlerinin+De%C4%9Ferlendirilmesi,01.10.2015](https://www.google.com.tr/?gfe_rd=cr&ei=DrlYVvUWIKM2v8weYmbaABQ#q=Kurumsal+Y%C3%B6netim+Kavram%C4%B1+ve+%C4%B0lkeleri:+Bir+Kurumsal+Y%C3%B6netim+Formu+Olarak+T%C3%BCrkiye%E2%80%99de+Holding+Yap%C4%B1lanma+Bi%C3%A7imlerinin+De%C4%9Ferlendirilmesi,01.10.2015).
- King, M. R. & SANTOR, E. (2008). Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms. *Journal of Banking & Finance*, 32, 2423-2432.
- Koerniadi, H. & Tourani-Rad A. (2012). Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 6(2), 3- 18.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Liao, J. & Young, M. (2013). Firm Uncertainty and Board Size in China, <http://economics.finance.massey.ac.nz/documents/seminarseries/manawatu/Firm%20Uncertainty%20and%20Board%20Size%20in%20China.pdf>, 14.12.2013.
- Li, K., Yue, H. & Zhao, L. (2009). Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from China", *Journal of Comparative Economics*, 471-490.
- Margaritis, D. & Psillaki, M. (2010). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance", *Journal of Banking & Finance*, Vol: 34, 621-632.
- Mehran, H., Taggart, R. A. & Yermack, D. (1999). CEO Ownership, Leasing, and Debt Financing. *Financial Management*, Vol: 28, No: 2, 5-14.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, vol.5, 147-175.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, vol.53, 433-443.
- Mura, R. (2007). Do Non-Executive Directors and Institutional Investors Have Minds of Their Own? Evidence on Performance of UK Firms, [http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/179-mura\\_paper.pdf](http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/179-mura_paper.pdf), 02.03.2014.

- Obradovich, J. D. & Gill, A. (2013). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue: 91, 1- 13.
- Pushner, G. M. (1995). Equity Ownership Structure, Leverage, and Productivity: Empirical Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol: 3, 241-255.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*, vol.8, 23-40.
- Ruan W., Tian G. & Ma S. (2011). Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms. *Australasian Accounting Business and Finance*, 5(3), 73-92.
- Sakınç, İ. (2008). *Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İle İlişkisi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Sayman, Y. (2012). *Sahiplik Yapısının Firma Performansı Ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İmkb'de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Sevinç, V. (2013). Türkiye'ye Gelen Yabancı Turist Sayısı, Amerikan Doları Kuru ve Ekonomik Kriz Yılları Arasında Bir Granger Nedensellik İlişkisi Analizi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(2), 233- 249.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461- 488.
- Sueyoshi T., Goto M. & Omi Y. (2010). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Japanese Manufacturing Industries after the Lost Decade. *European Journal of Operational Research*, 203, 724-736.
- Tanrıöven, C., Küçükkaplan, İ.ve Başçı, E. S. (2006). Kurumsal Yönetim Açısından Sahiplik Ve Kontrol Yapısı İle Üst Düzey Yönetici Durumunun İMKB'de Faaliyet Gösteren Bankalarda İncelenmesi. *İktisat İşletme ve Finans*, 21(241), 87- 104.
- Taşkın, F. D., Durak, M. G. ve Aktaş, M. (2013). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Üzerindeki Etkileri: Bist Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama. 17. *Finans Sempozyumu/23-26 Ekim 2013/Muğla*, <http://efinans.co/wp-content/uploads/2013/11/12-22.pdf>, 25.01.2013.
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *İleri Panel Veri Analizi* (2.Baskı). İstanbul: Beta Yayınevi.
- Vo, D. & Phan, T. (2013). Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnam, [http://www.murdoch.edu.au/School-of-Management-and-Governance/\\_document/Australian-Conference-of-Economists/Corporate-governance-and-firm-performance.pdf](http://www.murdoch.edu.au/School-of-Management-and-Governance/_document/Australian-Conference-of-Economists/Corporate-governance-and-firm-performance.pdf), 03.12.2013.
- Wahba Hayam (2014) "Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence from Egypt", *Journal of Management & Governance*, 18:1041-1061.
- Yu, M. (2008). CEO Duality and Firm Performance for Chinese Shareholding Companies. *19th Chinese Economic Association (UK) Annual Conference*, <http://www.ceauk.org.uk/2008-conference-papers/YU-mei-CEO-duality-firm-performance-Chinese-shareholding-companies.pdf>, 07.01.2014.

