Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı ve Kar Payı Dağıtım Kararları Arasındaki İlişkinin Borsa İstanbul 30 Endeksinde Test Edilmesi

Effects of Ownership Structure on Capital Structure and Divident Decisions: Case of Borsa Istanbul 30 Index

Assoc. Prof. Dr. İlhan Ege (Mersin University, Turkey)

Tuğba Nur Topaloğlu (Mersin University, Turkey)

Abstract

Ownership structure is one of the main dimensions of corporate governance and is widely seen to be determined by other country-level corporate governance characteristics such as the development of the stock market and the nature of state intervention and regulation. Most ownership structure research focuses on relationship between ownership structure and firm performance. This paper investigates the effects of ownership structure on capital structure and dividend decisions. In this study observed that ownership structure of firms in Borsa Istanbul 30 Index. Data of this firms collected from Borsa Istanbul web page. Period of data is between 2007 and 2015. Panel regression method is used for analyzing the effects of ownership structure on capital structure and dividend decisions. As a result of this study we find statistically significant nonrelationship between ownership structure and both capital structure and dividend decision.

1 Giriş

Firmaların sahiplik yapısı, hissedarların sayısı ve yapısı esas alınarak belirlenmektedir. Sahiplik yapısı her firma için farklı özelliklerde olabilmektedir. Firmalarda hissedarların sayısının fazla olması sahiplik yapısının tabana yayıldığı anlamına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle sahiplik yapısı hissedarların yönetimle ilişkisi ve yönetimin hissedarın elinde olup olmaması olarak algılanabilir. Bu durumda sahiplik ve kontrol tek bir kişinin elinde de olabilirken sahiplik ve kontrolün farklı kişilerde olduğu firmalarda vardır. Sahiplik ve kontrolün ayrı olduğu firmalarda temsilci ile temsil edilen arasındaki ilişki farklı iken, tek bir kişinin elinde olan firmalarda daha karmaşık ilişkiler söz konusu olabilmektedir.

Firma yöneticilerinin ve sahiplerinin beklentileri farklı olduğu için firma içerisinde alınan kararlarda da farklılık gözlemlenmektedir. Bu beklentilerin farklı olması firmalarda temsil maliyetlerinin oluşmasına sebep olmaktadır. Bu durumda firmalar temsilci maliyetlerine katlanmak durumunda kalabilmektedir. Ayrıca firmalarda alınan sermaye yapısı ve kar dağıtım politikası kararlarında da farklılık görülmesine sebep olmaktadır. Sermaye yapısı kararları şirket varlıklarının finansmanında hangi kaynakların kullanılacağına ilişkin verilen kararları ifade ederken, kar dağıtım politikası şirketin finansal kararlarının içinde yer almaktadır.

Çalışmada, Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketlerin sahiplik yapılarının, sermaye yapısı kararlarına ve kar payı dağıtım politikalarına olan etkisini ortaya çıkarmak amaçlanmıştır. Bu doğrultuda çalışmada öncelikle konuya ilişkin literatürdeki çalışmalara yer verilmiştir. Sonrasında ise konu kapsamında gerçekleştirilen ampirik uygulamaya değinilmiştir. Son olarak ise analiz sonucunda elde edilen bulgular değerlendirilip yorumlanmıştır.

2 Literatür Taraması

Sahiplik yapısı ile sermaye yapısı ve kar payı dağıtım politikası arasındaki ilişki üzerine yapılan birçok çalışma söz konusudur. Bu çalışmalar kronolojik sıralama esas alınarak aşağıda açıklanmaktadır.

Kim ve Sorenson (1986), ABD'deki endüstri işletmelerini kapsayan çalışmalarında, yönetici sahipliği türünün fazla olduğu işletmelerin diğer işletmelere göre daha yüksek borçlanma oranlarına sahip olduğunu söylemişlerdir. Ortaya çıkan bu sonucu iki sebebe bağlamışlar ve bu nedenlerden ilkinin işletmenin kontrol edilmesi olarak göstermişler ve yönetici sahipliğinin bulunduğu işletmelerde yapısının sulanmasının önüne geçebilmek amacıyla, yeni ortak edinilmesine sıcak bakılmayacağı, bunun da borçla finansmanı artıracağını öne sürmüşlerdir. İkinci neden olarak ise yöneticiler kendileri de zarar görmemek için işletmenin yaptığı sözleşmelere tam olarak uyacağı ve durumda işletmenin daha kolay borçlanma ihtimaline sahip olacağını belirtmişlerdir.

Agrawal ve Nagarajan (1990), ABD'deki işletmeler üzerinde yaptıkları çalışmada, aile şirketlerinde aile ilişkilerinden dolayı aileden kişiler üst yönetimde yer almaktadır. Bu durum ise yönetici sahiplik yapısının işletmelerde daha fazla görülmesine sebep olmaktadır. Çalışmanın sonucuna göre oy haklarının kontrolü ile yöneticiler arasındaki ailesel ilişki, kaldıraç oranını azaltıcı etki yapmaktadır.

Bathala, Moon ve Rao (1994), çalışmaların da kurumsal sahipliğin, borç kullanımı ve yönetici sahiplik üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışma kapsamında iki model kurulmuştur. Birinci modelde bağımlı değişken olarak kaldıraç oranı alınmış olup bağımsız değişkenler olarak ise kazanç volatilitesi, varlık büyümesi, kurumsal sahiplik

ve yönetsel sahiplik büyümesi, maddi olmayan varlıklara yönelik masraflar ve vergi kalkanı alınmıştır. İkinci modelde ise bağımlı değişken olarak yönetsel sahiplik büyümesi alınmış olup bağımsız değişkenler olarak hisse senedi getiri volatilitesi, varlık büyümesi, maddi olmayan varlıklara yönelik masraflar, işletme büyüklüğü, kurumsal sahiplik ve borçlanma oranı modele dahi edilmiştir. Bunun sonucunda, kurumsal sahiplik ile borç kullanımı ve yönetsel sahiplik arasında negatif yönde bir ilişki olduğu tespit edilmiş ve kurumsal yatırımcıların yöneticilerin izlenmesinde etkileri olduğunu bunun da temsil maliyetlerini düşürdüğünü belirtmişlerdir

Brailsford, Oliver ve Pua (2002), 1989-1995 dönemi için Avustralya borsasında işlem gören işletmelerin sermaye yapısı ile sermaye sahipliği arasında ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan araştırmanın sonucunda yönetici sahipliğinin az olduğu işletmelerdeki hâkim hissedarlar daha fazla borçlanma ile işletme üzerindeki kontrolü kaybetmemektedir. Yönetici sahipliğinin yüksek olduğu işletmelerde ise sahipler riskten kaçınan tercihlerde bulunarak kaldıraç oranı ile negatif ilişki seyretmektedir

Kumar (2003) çalışmasında, sahiplik yapısı, kurumsal yönetim ve işletmelerin kâr dağıtım politikaları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, Hindistan'da faaliyet gösteren 2575 işletmeye ait veriler, 1994-2000 döneminde ampirik olarak incelenmiştir. Sahiplik yapısı bağımsız değişkeni olarak, yönetici sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, kurumsal sahiplik ve yabancı sahiplik alınırken, bağımlı değişken olarak temettü ödeme oranları, kontrol değişkeni olarak da kâr büyümeleri, borç/özsermaye ve satışlar/toplam aktifleri analize dâhil edilmiştir. Çalışma neticesinde sahiplik yapısının kâr payı dağıtım politikaları üzerinde etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmış olup yabancı sahiplik ile kâr payı dağıtımı arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır.

Stouraitis ve Wu (2004) çalışmalarında, serbest nakit akımları hipotezine bağlı olarak Japon firmaların serbest nakit akışı ile sahiplik yapısının kâr dağıtım politikaları üzerine etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, 2000 firmanın 1992-2000 dönemindeki verileri kullanılmıştır. Çalışmada sahiplik yapısı bağımsız değişkeni olarak, kurumsal sahiplik ve yönetsel sahiplik, bağımlı değişken olarak, temettü verimini, kontrol değişkenleri olarak da kaldıraç oranları, yatırımlar, kârlılık, dış finansman maliyeti, risk, şirket büyüklüğü ve piyasa değeri/defter değeri oranı analize dâhil edilmiştir. Çalışmanın sonucunda ise yönetici ve kurumsal sahipliğin kâr payı dağıtım kararları üzerine düşük büyüme hızı olan işletmeler için olumlu etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Chen, Cheung ve Stouraitis (2005) Hong Kong'da yaptıkları çalışmada, 1995-1998 yıllarını kapsayan dönemde aile sahipliği yoğunlaşması, firma performansı ve temettü politikası arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda aile sahipliği yoğunlaşması ile kâr payı politikası arasında zayıf bir ilişki bulunmuştur. Sadece küçük piyasa değerine sahip işletmeler örneğinde, kâr payı verimi ile aile sahipliği yoğunlaşması arasında pozitif ilişkiye rastlanmıştır.

Harada ve Nguyen (2006), 1995-2002 yıllarını kapsayan dönemde Japon işletmelerinde sahiplik yoğunlaşması ile temettü politikası arasındaki ilişkiyi, işletmedeki hâkim hissedarın işletmelerin kaynaklarını kendi çıkarları doğrultusunda kullanmak isteyecekleri için daha az kâr payı ödemesi yapacaklardır hipotezi çerçevesinde incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, söz konusu hipotezle de uyumlu olarak, kâr payı politikasının sahiplik yoğunlaşması ile negatif yönde ilişkili olduğu, sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olduğu firmaların daha az kâr payı ödedikleri tespit edilmiştir.

King ve Santor (2008), aile işletmelerinin sermaye yapısı ve işletme performansı üzerindeki etkisini Kanada'da faaliyet gösteren firmalar üzerine uygulama yaparak araştırmıştır. Çalışmada bağımsız değişken olarak, toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı kullanılmıştır. Bununla birlikte kontrol değişkenleri olarak; büyüme, işletme yaşı, aktif büyüklüğü, kârlılık gibi oranlar kullanılmıştır. Çalışmada aile işletmelerinin diğer işletmelere göre daha fazla yabancı kaynakla finansmanı tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Toraman ve Okuyan (2009) İMKB'de işlem gören ve finansal olmayan 194 işletme üzerine 2005-2007 dönemini kapsayan çalışmada, işletmelerin ortaklık yapısındaki yoğunlaşmanın işletmelerin finansal kararlarına olan etkisi incelenmiştir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler; toplam borç/pasif toplamı, UVB/Pasif Toplamı, KVB/Pasif Toplamı olup bağımsız değişkenler; en büyük ortağın sahiplik oranı, en büyük üç ortağın sahiplik oranı, en büyük beş ortağın sahiplik oranıdır. Kontrol değişkeni olarak ise duran varlık/toplam varlık, varlık büyüklüğü, (FVÖK+Amortisman)/toplam varlık, net çalışma sermayesi/dönen varlıklar kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda ortaklık yapısındaki yoğunlaşmanın finansal kararların belirleyicisi olduğu ortaya çıkmış ve ortaklık yapısında yoğunlaşma ile borçlanma arasında pozitif ilişki olduğu saptanmıştır.

Mehrani, Moradi ve Eskandar (2011) çalışmalarında, sahiplik yapısı ile kâr payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırma İran Tahran Borsasında işlem gören işletmeler üzerinde yapılmış olup, 2000-2007 yılları arası veriler analize dâhil edilmiştir. Çalışmada bağımsız değişken olarak kurumsal sahiplik ile kurumsal sahiplik yoğunluğu ve yönetsel sahiplik, bağımlı değişken olarak da kâr dağıtım oranları kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak ise kaldıraç, nakit akışı, şirketin büyüklüğü, piyasa değeri/defter değeri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda kurumsal sahiplik ile kâr payı ödeme arasında negatif ilişki, kurumsal sahiplik yoğunluğu ve kâr payı ödemeleri arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Shah, Ullah ve Hasnain (2011), Pakistan Karachi Borsasında işlem gören işletmelerin sahiplik yapısının kâr dağıtım politikası üzerine etkisini araştırmak için 2002 ve 2006 dönemine ait panel verilerini incelemişlerdir. Çalışmada bağımsız değişken olarak sahiplik yapısı, bağımlı değişken olarak ise kâr dağıtım oranları alınırken,

kontrol değişkeni olarak ise firmaların büyüklüğü, özsermaye kârlılığı ve kaldıraç oranları alınmıştır. Çalışma neticesinde yönetici sahipliğin ve nakit kâr dağıtım seviyesinin yüksek olduğu belirlenmiştir. Bu bağlamda sahiplik yapısı ve kâr dağıtım politikası arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Büyükmert (2015), sahiplik yapısı ile işletme kararları arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmada, Borsa İstanbul'da (BİST) faaliyet gösteren 133 işletmenin sahiplik yapıları ve 2010 ile 2013 yılları arasındaki finansal verileri kullanılmıştır. Çalışmada sahiplik yapısı değişkenleri olarak, işletmedeki en büyük hissedarın payı, en büyük üç hissedarın payı, aile sahipliği bulunan işletmeler, yabancı ortağı bulunan işletmeler, yabancı sahipliği bulunan işletmeler, devlet sahipliği bulunan işletmeler, çalışan sahipliği bulunan işletmeler, holdinge veya bir gruba bağlı olan işletmeler ve bağımsız işletmeler kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, işletmelerin sermaye yapısının, sahiplik yapıları tarafından etkilendiği uygulama kapsamında tespit edilmiştir.

Ersoy ve Çetenak (2015) çalışmalarında, sahiplik yoğunlaşması ile kâr payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi incelemişler ve Borsa İstanbul'da işlem gören 116 sanayi şirketinin 2004-2009 dönemi verileri esas alınmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak temettü verimi kullanılırken, bağımsız değişken olarak sahiplik yoğunlaşması alınmıştır. Ayrıca aktif kârlılığı, kaldıraç oranı, PD/DD oranı ve yatırım harcamaları da kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Çalışma neticesinde sahiplik yoğunlaşmasının kâr payı verimini pozitif yönde etkilediği, aynı zamanda firmaların karlılık oranı, borçlanma düzeyi, yatırım harcamaları ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranının kâr payı dağıtım kararları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

3 Ampirik Uygulama

Çalışmanın bu bölümünde, 2009-2015 yılları arasında devamlı olarak Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketlerin sahiplik yapılarının sermaye yapısı kararları ve kar payı dağıtım politikalarına olan etkisini belirleyebilmek için panel regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz kapsamında ilk olarak çalışmanın amacı, kapsamı ve veri seti açıklanmıştır. Sonrasında araştırmada kullanılan değişkenler ve modele yer verilmiştir. Son olarak ise yapılan analiz neticesinde elde edilen bulgular ve bu bulgulara ilişkin değerlendirmeler yapılmıştır.

3.1 Amaç, Kapsam ve Veri Seti

Araştırmada, Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde faaliyet gösteren şirketlerin sahiplik yapılarının, sermaye yapısı ve kar payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarmak amaçlanmıştır. Araştırma, Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde 2009-2015 yılları arasında sürekli olarak faaliyet gösteren şirketleri kapsamaktadır. Analize dâhil edilen şirketler aşağıda Tablo 1'de gösterilmektedir.

KOD	Şirket Adı
1. AKBNK	Akbank T.A.Ş.
2. ARCLK	Arçelik A.Ş.
3. DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.
4. EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
5. GARAN	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.
6. HALKB	Türkiye Halk Bankası A.Ş.
7. ISATR	Türkiye İş Bankası A.Ş.
8. KCHOL	Koç Holding A.Ş.
9. KRDM	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
10. PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
11. SAHOL	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.
12. SISE	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
13. TCELL	Türkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.
14. THYAO	Türk Hava Yolları A.O.
15. TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
16. TUPRS	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafineleri A.Ş.
17. VAKBN	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.
18. YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

Tablo 1. Analiz Kapsamında İncelenen Bankalar ve Kodları *Kaynak:* www.kap.org.tr

Araştırmada şirketlerin sahiplik yapılarının sermaye yapısı ve kar payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarmak amacıyla, iki bağımlı değişken kullanılmıştır. Sermaye yapısı kararını temsil eden bağımlı değişken, toplam borç / toplam aktif şeklinde hesaplanan finansal kaldıraç oranıdır. Kar payı dağıtım kararını temsil eden bağımlı değişken ise kar payı dağıtım oranıdır. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler ise; en büyük ortağın sermaye payı, en büyük ikinci ortağın sermaye payı, en büyük üçüncü ortağın sermaye payı, yabancı yatırımcıların sermaye payları, kurumsal yatırımcıların sermaye payları ve halka açıklık oranlarıdır.

Araştırmada bağımlı ve bağımsız değişkenlerin yanı sıra, bağımlı değişkenleri etkilediği düşünülen kontrol değişkenleri de analize dâhil edilmiştir. Bu kontrol değişkenleri, sermaye yapısı için toplam varlıkların doğal

logaritması ve aktif karlılık oranı (ROA)'dır. Diğer bağımlı değişken olan kar payı dağıtım oranını etkilediği düşünülen ve analize dâhil edilen kontrol değişkenleri ise aktif karlılık (ROA) ve finansal kaldıraç oranıdır. Araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler aşağıdaki Tablo 2'de gösterilmektedir.

Değişkenler	Hesaplama Şekli	Sembol	Literatür
Bağımlı Değişkenler			
Finansal Kaldıraç Oranı	Toplam Borç / Toplam Aktif	FK	Pushner (1995), Driffield, vd. (2007), King ve Santor (2008), Margaritis ve Psillaki (2010), Li, vd. (2009), Cespedes, vd. (2010), Bathala, Moon ve Rao (1994), Toraman ve Okuyan (2009), Oruç (2012), Büyükmert (2015)
Nakit Temettü Oranı	Yıl içerisinde Paydaşlara Ödenen Toplam Nakit Temettü / Yıllık Net Kar	KPDO	Mirzaei (2012), Kumar (2003), Wei, Zhang ve Xiao (2003), Shah, Ullah ve Hasnain (2010), Ullah, Fida ve Khan (2012), Mehrani, Moradi, Eskandar (2011), Ramli (2010), Wei, Zhang ve Xiao (2003), Güngör (2012), Kouki ve Guizani (2009)
Bağımsız Değişkenler			
En Büyük Ortağın Sermaye Payı	En Büyük Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	EBO	Margaritis ve Psillaki (2010), Okuyan (2009), Ramli (2010), Güngör (2012), Driffield, vd. (2007), Brailsford et al (2002), Sayman (2012), Toraman ve Okuyan (2009), Oruç (2012), Büyükmert (2015)
En Büyük 2 Ortağın Sermaye Payı	En Büyük 2 Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	EB2O	Margaritis ve Psillaki (2010), Ramli (2010), Güngör (2012), Driffield, vd. (2007), Brailsford et al (2002), Sayman (2012), Oruç (2012)
En Büyük 3 Ortağın Sermaye Payı	En Büyük 3 Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	EB3O	Margaritis ve Psillaki (2010), Okuyan (2009), Özvar (2015), Güngör (2012), Driffield, vd. (2007), Brailsford et al (2002), Toraman ve Okuyan (2009), Büyükmert (2015)
Halka Açıklık Oranı	Halka Açık Hisselerin Nominal Değerleri Toplamı / Toplam Öz Sermaye	HAO	Wei, Zhang ve Xiao (2003), Özvar (2015), Güngör (2012), Sayman (2012)
Yabancı Ortak Sermaye Payı	Yabancı Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	YO	Li et al (2009), Okuyan (2009), Kumar (2003), Ullah, Fida ve Khan (2012), Özvar (2015), Güngör (2012), Oruç (2012), Büyükmert (2015)
Kurumsal Ortak Sermaye Payı	Kurumsal Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	KO	King ve Santor (2008), Pushner (1995), Mirzaei (2012), Kumar (2003), Ullah, Fida ve Khan (2012), Mehrani, Moradi, Eskandar (2011), Sayman (2012), Demsetz ve Lehn (1985), Bathala, Moon ve Rao (1994), Marchica (2008), Oruç (2012), Büyükmert (2015), Kouki ve Guizani (2009)

Tablo 2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Araştırmada kullanılan kontrol değişkenleri aşağıdaki Tablo 3'de gösterilmektedir.

Kontrol Değişkenleri			
Finansal Kaldıraç	$\frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	FK	Okuyan (2009), Shah, Ullah ve Hasnain (2010), Ullah, Fida ve Khan (2012), Mehrani, Moradi, Eskandar (2011), Stouraitis ve Wu (2004), Bradford, Ehsan, vd. (2013), Chen ve Zhu (2013), Özvar (2015), Ersoy ve Çetenak (2015), Mossadak, Fontaine ve Khemakhem (2016)
Şirket Büyüklüğü	Log (Toplam Varlıklar)	TV	Brailsford et al (2002), King ve Santor (2008), Mehran, Taggart ve Yermack (1999), Claessens, vd. (2002), Harvey, Lins ve Roper (2002), Wei, Zhang ve Xiao (2003), Shah, Ullah ve Hasnain (2010), Ullah, Fida ve Khan (2012), Mehrani, Moradi, Eskandar (2011), Stouraitis ve Wu (2004), Toraman ve Okuyan (2009), Ramli (2010), Sayman (2012), Oruç (2012), Bradford, Chen ve Zhu (2013), Ehsan, vd. (2013), Taşkın ve Coşkun (2015), Mossadak, Fontaine ve Khemakhem (2016)
Aktif Karlılık	Net Kar / Toplam Varlıklar	ROA	King ve Santor (2008), Ramli (2010), Güngör (2012), Sayman (2012), Agustin (2014), Özvar (2015), Ersoy ve Çetenak (2015)
Tobin's Q	$\frac{\text{Piyasa Değeri} + \text{Toplam Borç}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	TQ	Kouki ve Guizani (2009), Ullah, Fida ve Khan (2012)
Özsermaye Karlılığı	Net Kar / Özsermaye	ROE	Shah, Ullah ve Hasnain (2010), Agustin (2014), Huda ve Abdullah (2013), Ehsan, vd. (2013), Mossadak, Fontaine ve Khemakhem (2016)
Borç / Özsermaye Oranı	Toplam Yabancı Kaynak / Özsermaye	BO	Shah, Ullah ve Hasnain (2010), Huda ve Abdullah (2013)

Tablo 3. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

3.2 Yöntem ve Modeller- Bulgular ve Değerlendirilmesi

Araştırmada, sahiplik yapısının sermaye yapısı ve kar payı dağıtım kararlarına olan etkisini belirleyebilmek için panel regresyon analiz yöntemi kullanılmıştır. Panel veri analizi, ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesinde kullanılmakta ve zaman serisi ile yatay kesit verilerini birleştirmektedir.

Panel regresyon analizi kapsamında öncelikle analize dâhil edilen verilerin doğrusal hareket etmesi için veriler, logaritmik forma dönüştürülmüştür. Sonrasında ise değişkenler arasında durağan olmayan zaman serileri, Levin, Lin ve Chu (LLC) (2002) testine tabi tutularak durağan hale getirilmiştir. Ardından panel veri analizi doğrultusunda kullanılan tahmin modelleri, havuzlanmış en küçük kareler (EKK) modeli ve rassal etkiler modeli kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Çalışmada tahmin modellerinin belirlenebilmesi için bu yöntemlerden hangisinin kullanılacağı, literatürde sıklıkla kullanılan F testi, Breusch-Pagan LM testi ve Hausman testi yardımıyla tespit edilmiştir. Son olarak da tahmin edilen modelde otokorelasyon, değişen varyans ve birimler arası bağımlılık sorunlarının varlığına ilişkin temel varsayım testleri gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada, oluşturulan regresyon modelleri kapsamında otokorelasyon ve değişen varyans hipotezlerini test etmek için literatürde sıklıkla kullanılan testler tercih edilmiştir. Bu bağlamda değişen varyans problemi için, Breusch-Pagan / Cook-Weisberg Testi kullanılmıştır. Otokorelasyon için ise Wooldridge otokorelasyon testinden yararlanılmıştır.

Çalışmada, şirketlerin sahiplik yapılarının sermaye yapısı ve kar payı dağıtım kararlarına olan etkisini ortaya çıkarabilmek için iki regresyon modeli oluşturulmuştur. Bu modeller aşağıdaki gibi kurgulanmıştır.

Model 1 (FK)

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 EBO_{it} + \beta_2 EB2O_{it} + \beta_3 EB3O_{it} + \beta_4 HAO_{it} + \beta_5 YO_{it} + \beta_6 KO_{it} + \beta_7 TV_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \epsilon_i$$

Model 2 (KPDO)

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 EBO_{it} + \beta_2 EB2O_{it} + \beta_3 EB3O_{it} + \beta_4 HAO_{it} + \beta_5 YO_{it} + \beta_6 KO_{it} + \beta_7 FK_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 TQ_{it} + \beta_{10} ROE_{it} + \beta_{11} BO_{it} + \epsilon_i$$

Sahiplik yapısının kar payı dağıtım kararlarına ve sermaye yapısı kararlarına olan etkisini ortaya çıkarabilmek için gerçekleştirilen panel veri analiz sonuçları, Tablo 4 ve Tablo 5'te gösterilmektedir.

Model 1 (FK)	Coef. (Katsayı)	Robust Std. Err. (Dayanıklı Standart Hata)	Z İstatistiği	P> z
Değişkenler				
EBO	0.0518	0.2089	0.25	0.804
EB2O	-0.1530	0.2750	-0.56	0.578
EB3O	0.1868	0.2150	0.87	0.385
HAO	-0.1291	0.1288	-1.00	0.316
YO	-0.1359	0.1093	-1.24	0.214
KO	-0.0700	0.1009	-0.69	0.488
TV	0.0802	0.0115	6.93	0.000***
ROA	-0.6048	0.1344	-4.50	0.000***
Constant (Sabit)	-1.1999	0.3532	-3.40	0.001***
				F(17, 100) = 35.62 Prob > F = 0.0000***
				R-squared = 0.7161
<p>Not 1: ***, **, ve * singeleri katsayıların sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.</p> <p>Not 2: Bu tabloda, şirketlerin, sahiplik yapısı, sermaye yapısı kararları ve kar payı dağıtım kararlarını temsil eden değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Tabloda; Finansal Kaldıraç (FK), En Büyük Ortağın Sermaye Payı (EBO), En Büyük İkinci Ortağın Sermaye Payı (EB2O), En Büyük Üçüncü Ortağın Sermaye Payı (EB3O), Halka Açıklık Oranı (HAO), Yabancı Ortağın Sermaye Payı (YO), Kurumsal Ortağın Sermaye Payı (KO), Toplam Varlıklar (TV) ve Aktif Karlılık Oranı (ROA) ile gösterilmektedir.</p>				

Tablo 4. Sahiplik Yapısı İle Sermaye Yapısı Kararları Arasındaki İlişkiye Yönelik Tahmin Sonuçları

Tablo 4'deki analiz sonuçları değerlendirildiğinde, finansal kaldıraç (FK) esas alınarak oluşturulmuş Model 1'e ilişkin panel veri regresyon analiz sonuçlarına göre, modelin %90 güven düzeyinde anlamlı olduğu belirlenmiştir (f değeri = 0.0000***). Bunun yanı sıra modelde yer alan bağımsız değişkenler, FK bağımlı değişkeninin %71.61'ini açıklamaktadır.

Model 1 kapsamında BIST 30 şirketlerinin sahiplik yapılarını ifade eden 6 bağımsız değişken ile FK arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Açıkça ifade etmek gerekirse, sahiplik yapısını ifade eden en büyük ortağın sermaye payı, en büyük 2. ortağın sermaye payı, en büyük 3. ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı ortağın sermaye payı ve kurumsal ortağın sermaye payı ile sermaye yapısını ifade eden finansal kaldıraç arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışmada elde edilen bu bulgu, Kumar (2004), Margaritis ve Psillaki (2010) ve Oruç (2012) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir. Çalışmada bağımsız değişkenlerin yanı sıra bağımlı değişkenleri etkilediği düşünülen kontrol değişkenleri ile finansal kaldıraç arasındaki ilişki incelendiğinde ise toplam varlıklar ile finansal kaldıraç arasında istatistiksel olarak anlamlı (p=0.000***) ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle toplam varlıklarda yaşanan

bir birim artış, finansal kaldıraçta 0.08'lik bir artışa neden olmaktadır. Çalışma sonucunda elde edilen bu bulgu, Brailsford et al (2002), King ve Santor (2008), Sayman (2012) ve Taşkın ve Coşkun (2015) tarafından yapılan çalışmalarda sağlanan bulgular ile paralellik göstermektedir.

Bunun yanı sıra bir diğer kontrol değişkeni olan ROA ile finansal kaldıraç arasında istatistiksel olarak anlamlı ($p=0.000^{***}$) ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle ROA'da yaşanacak bir birim artış, finansal kaldıraçta 0.6048'lik bir düşüşe neden olmaktadır. Çalışmada elde edilen bu bulgu, Sayman (2012) tarafından yapılan çalışmada elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Çalışmada şirketlerin sahiplik yapıları ile sermaye yapısı arasında herhangi bir ilişkinin bulunamaması çeşitli sebeplerden dolayı ortaya çıkmış olabileceği düşünülmektedir. Bu sebepler, işletmelerin sermaye yapıları (yabancı kaynak/toplam varlık) ile ilgili kararları genel olarak hissedarlar tarafından görevlendirilen yönetici vermektedir. Bu doğrultuda işletmelerin sermaye yapılarına etki eden esas faktörün, hissedarlardan oluşan sahiplik yapısından ziyade üst düzey yönetim olduğu söylenebilir. Diğer bir deyişle işletmenin sermaye yapısı kararlarının alınmasından işletme yönetim kurulu ve üst düzey yöneticiler sorumlu olmaktadır. Bu bağlamda şirket hissedarları, şirket üzerindeki sahip oldukları kontrol gücünü yönetim kuruluna devrederek, sahiplik ve kontrol ayırımına gitmektedirler.

Model 2 (KPDO)	Coef.	Robust Std. Err.	T	P> t
Değişkenler	(Katsayı)	(Dayanıklı Standart Hata)	İstatistiği	
EBO	-13.795	16.9473	-0.81	0.427
EB2O	-38.2491	51.7843	-0.74	0.470
EB3O	72.2992	60.8133	1.19	0.251
HAO	-7.4116	8.7919	-0.84	0.411
YO	-36.9204	62.0389	-0.60	0.560
KO	-22.7425	39.6737	-0.57	0.574
TV	6.2559	3.5609	1.76	0.097*
FK	-84.7090	64.0647	-1.32	0.204
ROA	-285.9859	313.645	-0.91	0.375
TQ	-4.3550	4.0896	-1.06	0.302
ROE	62.2560	88.9293	0.70	0.493
BO	-1.0477	3.9699	-0.26	0.795
Constant (Sabit)	-109.8053	55.8609	-1.97	0.066*
F(12, 17) = 2.23				
Prob > F = 0.0640*				
R-squared = 0.0950				
<p>Not 1: ***, **, ve * simgeleri katsayıların sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeylerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.</p> <p>Not 2: Bu tabloda, şirketlerin, sahiplik yapısı, sermaye yapısı kararları ve kar payı dağıtım kararlarını temsil eden değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Tabloda; Finansal Kaldıraç (FK), Kar Payı Dağıtım Oranı (KPDO), En Büyük Ortağın Sermaye Payı (EBO), En Büyük İkinci Ortağın Sermaye Payı (EB2O), En Büyük Üçüncü Ortağın Sermaye Payı (EB3O), Halka Açıklık Oranı (HAO), Yabancı Ortağın Sermaye Payı (YO), Kurumsal Ortağın Sermaye Payı (KO), Toplam Varlıklar (TV), Aktif Karlılık Oranı (ROA), Tobin's Q (TQ), Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Borç / Özsermaye (BO) ile gösterilmektedir.</p>				

Tablo 5. Sahiplik Yapısı İle Kar Payı Dağıtım Oranı Arasındaki İlişkiye Yönelik Tahmin Sonuçları

Tablo 5'deki analiz sonuçları değerlendirildiğinde, kar payı dağıtım oranı (KPDO) esas alınarak oluşturulmuş Model 2'ye ilişkin panel veri regresyon analiz sonuçları incelenecek olursa, modelin %90 güven düzeyinde anlamlı olduğu belirlenmiştir (f değeri = 0.0640*). Bunun yanı sıra modelde yer alan bağımsız değişkenler, KPDO bağımlı değişkeninin yaklaşık %10'unu açıklamaktadır.

Model 2 kapsamında BIST 30 şirketlerinin sahiplik yapılarını ifade eden 6 bağımsız değişken ile KPDO arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Daha açık ifade etmek gerekirse, sahiplik yapısını ifade eden en büyük ortağın sermaye payı, en büyük 2. ortağın sermaye payı, en büyük 3. ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı ortağın sermaye payı ve kurumsal ortağın sermaye payı ile kar payı dağıtım kararlarını ifade eden kar payı dağıtım oranı arasında anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Model 2'de elde edilen bu bulgular, Kumar (2003), Chen, Cheung ve Stouraitis (2005) ve Warrad, vd., (2012) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir.

Çalışmada bağımsız değişkenlerin yanı sıra bağımlı değişkenleri etkilediği düşünülen kontrol değişkenleri (Finansal Kaldıraç (FK), Toplam Varlıklar (TV), Aktif Karlılık Oranı (ROA), Tobin's Q (TQ), Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Borç / Özsermaye (BO)) ile kar payı dağıtım oranı arasındaki ilişki incelendiğinde ise sadece toplam varlıklar ile kar payı dağıtım oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ($p=0.097^*$) ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu bağlamda toplam varlıklardaki bir birim artış, kar payı dağıtım kararlarında yaklaşık %10'luk bir artışa yol açmaktadır. Bu bulgu, Ramli (2010) ve Wei, Zhang ve Xiao (2003) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular ile paralellik göstermektedir. Ancak diğer kontrol değişkenleri ile KPDO arasında istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışmada elde edilen bu bulgular, Shah, Ullah ve Hasnain

(2010), Mehrani, Moradi, Eskandar (2011), Ullah, Fida ve Khan (2012), Bradford, Chen ve Zhu (2013) ve Mossadak, Fontaine ve Khemakhem (2016) tarafından yapılan çalışmalar ile paralel sonuçlar içermektedir.

Çalışmada şirketlerin sahiplik yapıları ile kar payı dağıtım kararları arasında herhangi bir ilişkinin bulunamaması çeşitli sebeplerden dolayı ortaya çıkmış olabileceği düşünülmektedir. Bu sebepler, İşletmelerin sermaye yapısı kararlarında olduğu gibi kar payı dağıtımlarına ilişkin kararları da genel olarak hissedarlar tarafından görevlendirilen yönetim kurulları vermektedir. Bu doğrultuda işletmelerin kar payı dağıtım kararlarına etki eden esas faktörün, hissedarlardan oluşan sahiplik yapısından ziyade üst düzey yönetim olduğu söylenebilir. Diğer bir deyişle, işletmenin sermaye yapısı kararlarının alınmasından işletme yönetim kurulu ve üst düzey yöneticiler sorumlu olmaktadır. Bu bağlamda şirket hissedarları, şirket üzerindeki sahip oldukları kontrol gücünü yönetim kuruluna devrederek, sahiplik ve kontrol ayırımına gitmektedirler. Böylelikle şirketin sahiplik yapısı ile şirket politikalarını belirleyen ve gerçekleştiren yönetim kademesi ayrılmaktadır. Dolayısıyla hissedarlar, şirketin sermaye yapısı ve kar payı dağıtım politikalarının oluşturulmasına etki etmemektedir.

4 Sonuç

Çalışmada Borsa İstanbul 30 endeksinde işlem gören şirketlerin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı ve kar payı dağıtım kararları arasında ilişki olup olmadığı incelenmeye çalışılmıştır. Yapılan analiz sonucunda 2009-2015 yılları arasında şirketlerin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı ve kar payı dağıtım kararlarını arasında ilişki bulunamamıştır.

Konuyla ilgili olarak literatürde yapılan çalışmalar incelenmiş olup değişkenler belirlenerek iki model kurulmuştur. Birinci modelde sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiye bakılmış olup ikinci modelde sahiplik yapısı ile kar payı dağıtım kararları arasındaki ilişki incelenmiştir. Birinci modelde sermaye yapısı kararlarını temsil eden bağımlı değişkenimiz finansal kaldıraç oranı iken ikinci modelde kar payı dağıtım kararlarını temsil eden bağımlı değişkenimiz kar payı dağıtım oranı olarak alınmıştır. Modellerde bağımsız değişken olarak, birinci en büyük ortağın sermaye payı, ikinci en büyük ortağın sermaye payı, üçüncü en büyük ortağın sermaye payı, yabancı ortağın sermaye payı, kurumsal ortağın sermaye payı ve halka açıklık oranı alınmıştır.

Sahiplik yapısı ile sermaye yapısı ve kar payı dağıtım kararları arasında ilişkinin olmaması veya çok düşük düzeyde olması, yapmış olduğumuz analizin imalat sektörüne ek olarak mali sektör ve ulaştırma, haberleşme ve depolama sektörü gibi farklı sektörlerin de analiz kapsamına alınması, değişkenler arasındaki ilişkinin ortaya çıkmasını engelleyen bir faktör olduğu düşünülmektedir. Ayrıca analiz döneminin, küresel mali kriz dönemini kapsamaması ve dolayısıyla şirketlerin sermaye yapısı ve kar payı dağıtım kararlarını etkilemesi de ilişkinin tespit edilememesine etki eden bir diğer faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bunun yanı sıra, analiz kapsamında incelenen BIST 30 endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin büyük ölçekli şirketler olması ve hisse senetlerinin halka açık olan kısmının diğer şirketlere göre daha fazla olması nedeniyle şirket yöneticileri ile hissedarlar arasında oluşabilecek temsil maliyetlerinin en aza indirilebilmesi için hissedarlar sermaye yapısı ve kar payı dağıtım kararlarını üst düzey yöneticilere devretmektedir. Bu durum da şirketin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı ve kar payı dağıtım kararları arasındaki ilişkinin, sermaye yoğunlaşmasına ve sermaye sahipliği türüne bağlı olmadan gerçekleştiğinin göstergesidir.

Kaynakça

- Agrawal ve Nagarajan 1999. "Corporate Capital Structure, Agency Costs and Ownership Control: The Case Of All-Equity Firms". The Journal of Finance, 45(4). p.1325-1335.
- Bathala, Moon ve Ra 1994. "Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective". Financial Management, 23(4).
- Bradford, Chen ve Zhu 2013. "Cash Dividend Policy, Corporate Pyramids and Ownership Structure: Evidence from China", International Review of Economics and Finance, 27, p.445-464.
- Brailsford, Oliver ve Pua, 2002. "On The Relation Between Ownership Structure and Capital Structure" Journal Of Accounting and Finance", 42, p. 1-26.
- Büyükmert 2015. "İşletmelerde Sahiplik Yapısının Kârlılık ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Uygulama", (Yüksek Lisans Tezi). Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.
- Chen, Cheung, Stouraitis, ve Wong, 2005. "Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong". Pacific-Basin Finance Journal, 13.p.431-449.
- Ersoy ve Çetenak 2015. "Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama". Ege Akademik Bakış Dergisi, 15(4).p.509-521.
- Harada, ve Nguyen 2006. Ownership Concentration, Agency Conflicts, And Dividend Policy In Japan. Kaynak: http://pbfea2005.rutgers.edu/2007/papers/055pascal%20nguyen%20harada_nguyen.pdf.

- Kimve Sorenson, 1986. “Evidence on The Impact of The Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy”. *Journal of Financial and Quantitive Analysis*, 21.
- King, ve Santorn 2008. “Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure Of Canadian Firm“ *Journal of Banking and Finance*,32,p.2423-2432
- Kumar, 2003. “Ownership Structure and Dividend Policy in India. Indira Gandhi Institute Of Development Research”,1, p.15-58
- Mossadak, Fontaine, ve Khemakhem 2016. “The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy in an Emerging Market: A Moroccan Study”, *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4(2), p.89-95.
- Ramli, 2010. “Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence From Malaysian Companies“, *International Review of Business Research Papers* 6(1).
- Sayman, 2012. “Sahiplik Yapisinin Firma Performansi Ve Sermaye Yapisi Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama”, (Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Shah, Ullah, ve Hasnain 2011. “Impact of Ownership Structure on Dividend Policy of Firm (Evidence From Pakistan)”. *International Conference on Ebusiness, Management and Economics*
- Stouraitis, ve Wu 2004. “The Impact of Ownership Structure on The Dividend Policy of Japanese Firms With Free Cash Flow Problem” September 16, 2004
http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/d0/CTR_FICHIER_114_1226315600.pdf.
- Taşkın ve Coşkun 2015. “Ortaklik Yapılarının Finansman Kararlari Üzerine Etkisi: Bist Enerji Firmalari İncelemesi”, *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(1), p.105-118.
- Toraman, ve Okuyan 2009. “İşletmelerde Ortaklik Yapısında Yoğunlaşmanın Kaynak Yapisi Üzerindeki Etkisi: Imkb Şirketleri Üzerine Bir Uygulama“. *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*,41, p.72-81
- Ullah, Fida, ve Khan, 2012. “The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan”, *International Journal of Business and Social Science* 3(9).
- Warrad, Abed, Khriasat ve Al-Sheikh 2012. “The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Jordanian Context” *International Journal of Economics and Finance*, 4(2).
- Wei, Weiguo ve Jason 2003. “Dividend Policy and Ownership Structure in China” EFMA 2004 Basel Meetings Paper.