



Doç. Dr. Cengiz Toraman



Arş. Gör. H. Aydın Okuyan

İşletmelerde Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama

Doç. Dr. Cengiz TORAMAN

Balıkesir Üniversitesi, Bandırma, İİBF

Arş. Gör. H. Aydın OKUYAN

Balıkesir Üniversitesi, Bandırma, İİBF

Özet

Literatürde kaynak yapısını etkileyen ekonomik unsurlara yönelik çok sayıda araştırma olmasına rağmen, kaynak yapısını etkileyen ortaklık yapısı değişkenlerine ilişkin araştırmalar oldukça sınırlı kalmıştır. Bu çalışmanın amacı ortaklık yapısında yoğunlaşmanın kaynak yapısı üzerindeki etkisinin ortaya konulmasıdır. Daha açık bir ifade ile işletmenin yoğunluğuna sahip olan ortak sayısının, işletmenin borçlanma davranışının nasıl etkilediğinin ortaya konulmasıdır. Bu amaçla 2005 – 2007 yıllarında İMKB’de işlem gören finansal olmayan 194 işletmenin yatay kesit verileri regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir. Sektörel bazda ve farklı yoğunlaşma ve borçlanma ölçütleri kullanılarak yapılan çalışmada, işletmelerde ortaklık yapısında yoğunlaşma ile kaynak yapısı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Yani işletmede hisse senedi yoğunluğunu elinde tutan ortak sayısı azaldıkça borçlanma oranı artmaktadır.

Anahtar Sözcükler: Kaynak yapisi, ortaklik yapısında yoğunlaşma, İMKB.

Abstract (The Effect Of Ownership Concentration On Capital Structure: Empirical Test On ISE)

Although there are many researches in the literature related to the economic factors which affect the equity structure, the researches related to the partnership structure variables which affect the equity structure have rather remained limited. The aim of this study is to set forth the effect of the concentration in partnership structure on the equity structure. For that purpose, cross-section data of 194 non-financial enterprises which have been dealt in the ISE (The Istanbul Stock Exchange) between the years 2005 and 2007 have been analyzed using regression method. In the study which has been conducted using sectoral-based and different concentration and borrowing criteria, a positive relationship has been determined between the concentration in the partnership structure and the equity structure in the enterprises.

Key Words: Capital structure, ownership concentration, ISE.

1. Giriş

İşletmelerde kaynak yapısının belirleyicileri üzerine çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların büyük çoğunluğu işletmelerde sermaye yapısı üzerinde etkili olan mali tablo kalemlerinin ortaya konulmasına yöneliktir. Ortaklık yapısının sermaye yapısı üzerindeki etkisinin araştıran

çalışmalar oldukça sınırlı sayıdadır. Bu ilişkinin bugüne kadar görece az in-celenmesi ilişkinin önemsiz olduğu anlamına gelmemektedir. Çünkü bir işletmenin çoğunluk payına sahip olan ortakların sayısının sermaye yapısı üzerinde etkili

olup olmadığının bilinmesi işletmelerin kaynak yapılarını açıklamada yardımcı olacaktır. Bu çalışmanın amacı işletmelerde ortaklık yapısındaki yoğunlaşma derecesinin kaynak yapısı üzerinde etkili olup olmadığının ortaya konulmasıdır. Daha açık bir ifade ile işletmenin borçlanma davranışında işletmedeki hakim ortakların payının etkili olup olmadığının belirlenmesidir. Bu amaçla giriş bölümünde konunun teorik temeline değini-lecek, ikinci bölümde konu ile ilgili literatür incelenecektir. Çalışmanın üçüncü ve dördüncü bölümlerinde konu ile ilgili ampirik uygulama açıklandıktan ve bulgular tartışıldıktan sonra çalışma sonuç bölümü ile tamamlanacaktır.

Ortaklık yapısı kavramı Xu ve Wang (1997) tarafından ortaklık yapısında yoğunlaşma (ownership concentration) ve ortaklık karması (ownership mix) kavramları ile açıklanmıştır. Ortaklık yapısında yoğunlaşma kavramı işletmenin pay senetlerinin büyük kısmının tek bir kişi veya kişilerin elinde bulunması olarak tanımlanmıştır. Ortaklık yapısında yoğunlaşmanın ölçütü olarak literatürde farklı kriterler kullanılmıştır. En büyük ortağın sahip olduğu pay senedi oranı, en büyük üç ortağın sahip olduğu pay senedi oranı, en büyük beş ortağın sahip olduğu pay senedi oranının kümülatif toplamı veya Herfindahl endeksi literatürde en sık kullanılan yoğunlaşma ölçütlerindedir. Büyük ortakların pay senedi oranlarını dikkate alan ölçütlere göre, pay senetlerinin çoğunluğunun görece az sayıda kişinin elinde olması yoğunlaşmanın yüksek olduğuna işaret etmektedir. Küçük ortakların paylarının ölçüldüğü yöntemde ise oranın yüksek çıkması yoğunlaşmanın az olduğunun bir göstergesidir.

Bir ortaklığı kontrol etme, kontrol edenlere tanıdığı özel çıkarlar dolayısıyla değerli bir yetkidir. Fama ve Jensen (1983), DeAngelo ve DeAngelo (1985), Demsetz ve Lehn (1985), Stulz (1988) ve Barclay ve Holderness (1989) çalışmalarında işletmenin blok halindeki hisselerine sahip olan yöneticilerin, hisse büyüklüklerine kıyasla abartılı oranda çıkar sağladıklarını öne

sürmektedirler. Bu çıkarlar maddi veya gayri maddi olabilmektedir. Gayri maddi

menfaatler genellikle güç ve prestij olmaktadır. İşletmeyi kontrol eden hissedarlar maddi çıkar elde edebilmek için azınlık hissedarlarda olmayan imkanlara sahip-tirler. Örneğin çok yüksek ücretlerle işletmede istihdam edilebilirler. Ayrıca masraf hesaplarına sahip olma, lüks ofisler, şirket arabaları ve masrafı şirket tarafından karşılanan geziler gibi yarı finansal çıkarlardan da faydalanabilirler. Bütün bunların yanında kâr payı ödemelerini kendi yatırım takvimleri ile uyumlaştırabilirler.

Demsetz ve Lehn (1985) ABD'deki işletmeler üzerine yaptıkları çalışmalarında ortaklık yapısının belirlenmesinde etkili olan dört temel faktör olduğunu ifade etmişlerdir. Bu faktörlerden ilki işletmenin "piyasa değeri"dir (value maximizing size). 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 ortaklık paylarını ancak pay senedi fiyatları ucuzladığı dönemlerde artırmaktadırlar. Sermaye maliyetinin bu şekilde yüksek olması büyük işletme ortaklarının sermaye içindeki paylarını artırmak konusunda küçük işletme sahipleri kadar cesur davranmalarına neden olmaktadır. Bu durumda işletmenin piyasa değerinin ortaklık yapısındaki yoğunlaşma üzerinde negatif yönde bir etkisi olması beklenebilir.

Ortaklık yapısının belirlenmesinde etkili olduğu öne sürülen bir diğer faktör işletmenin "kontrol potansiyeli"dir (control potential). Burada kontrol potansiyelinden kastedilen, işletmenin sahiplerinin, yöneticilerin 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. Hatta bu maliyetler zamanla neredeyse bir "yönetici denetleme vergisi" haline gelmeye başlarlar. Dolayısıyla bu kontrolden elde edilecek

faydanın, kontrolün maliyetini aşmaması gerekmektedir.

Kontrol potansiyelinin işletmenin dahil olduğu sektörün oynaklığı ile ilgili olduğu düşünülebilir. Pay 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: 1159).

Ortaklık yapısının belirlenmesinde etkili olduğu öne sürülen üçüncü faktör düzenleyici mekanizmaların varlığıdır. Düzenleyici mekanizmalar işletme ortaklarının seçeneklerini kısıtlamaktadır. Ayrıca işletmenin denetlenmesini ve yönetimin disipline edilmesini de sağlamaktadır. Bu durum ortakların yöneticileri denetlemelerine duyulan gereksinimi azaltacaktır. Düzenleyici mekanizmaların bu etkisi ortaklık yapısında yoğunlaşmayı azaltıcı bir rol oynayabilir (Demsetz ve Lehn, 1985; 1161).

Demsetz ve Lehn (1985)'e göre ortaklık yapısının belirleyicisi olan son faktör "işletmenin ürettiği malın türü"dür (amenity potential of firms output). Bu kavramı, işletmenin ürettiği malların türüne karar verebilme gücü olarak tanımlamışlardır. Büyük ortağın kendi kişisel tercihlerini ortaya koyabildiği sektörler örnek olarak profesyonel spor kulüplerini ve kitle ile-tişim araçlarını göstermektedirler. Buna göre sektörlerin yapısı itibarıyla sahiplerin kişisel tercihlerini ortaya koyabildikleri işletmelerde, yüksek düzeyde yoğunlaşma vardır. Ancak bu faktörün işletme değeri, kontrol potansiyeli ve düzenleyici mekanizmalar kadar etkili olmadığını ve belirli özel sektörlerde geçerli olduğunu belirtmişlerdir.

İşletmelerde ortaklık yapısı bir açıdan halka açıklık oranı ile de ilişkilidir. Halka

açıklık oranı yüksek olan işletmelerde ortaklık yapısında yoğunlaşma azalacaktır. Ancak işletmeler bazı nedenlerden dolayı halka açılmazlar veya işletmenin küçük bir bölümünü halka açarlar. Ortaklık yapısında

yoğunlaşmayı etkileyen etmenler, işletmelerin halka açılmama nedenleri altında açıklanmaya çalışılmıştır:

- Ortakların Kontrol Haklarının Daraltılması: Halka açık olmayan işletmelerde genellikle aile bireylerinden oluşan ortakların yönetimi söz konusu iken, halka açılma durumunda çok sayıda ortakla ve aile dışından yönetim söz konusu olabilmektedir. Bunun sonucu olarak da işletmenin eski ortakları daha önce alışmadıkları bir yönetim biçimi ile karşılaşabilmektedirler. Halka açılma oranı ne olursa olsun, toplumun dikkati işletme üzerinde toplanmakta ve yönetim de eskisine göre daha dikkatli davranmak zorunluluğunu hissetmektedir. Ayrıca bu durum yöneticileri, kontrol yetkisinin daralacağı düşüncesiyle halka açılmaktan vazgeçire-bilmektedir (Usul, 2000;17).

- Halka Açılmanın Masraflı Olması: Pay senetlerini halka arz etmenin maliyeti oldukça yüksek olup, bu maliyet ihraç edilen pay senedi miktarı ile ters orantılıdır. İhraç edilecek menkul değer miktarı arttıkça, ihraç maliyetleri de düşecektir (Ritter, 1987; 269). Aracı kuruluşun menkul değeri satın alma fiyatı ile menkul değeri halka satış fiyatı arasındaki fark muhasebe, denetim ve basım giderleri yasal komisyonlar, vergiler, harçlar ve satış giderlerine yapılan harcamalar doğrudan maliyetleri oluşturmaktadır (Koç, 1998;10). Bu tür maliyetler halka açılma masrafları içinde sabit gider olarak kabul edildiğinden, az miktarda pay senedini halka açacak olan küçük işletmeler için birim maliyetler önemli miktarlara ulaşabilmekte ve halka açılmayı engelleyici olabilmektedir (Ayaz, 2006;10).

- Ortaklara Kâr Payı Ödenmesi Gerekliği: Yatırımcı ve azınlık ortaklar ile yönetim arasında en çok tartışmaya neden olan konulardan biri kâr payı politikasıdır. Ortaklar genelde cömert bir kâr payı dağıtım politikası talep etmektedirler. Ancak yönetim, şirketin gücünü artırmak

- için kazançları işletmede tutmaya öncelik vermektedir (Graham, 1999, 243). İşletmelerin halka açılması halinde bir kâr payı politikası saptanması gerekecek ve işletme kendini sürekli olarak baskı altında hisse-decektir. Üstelik kâr paylarının ödenme

zorunluluğu işletmeyi finansman güçlük-leri içine sokabilir (Usul, 2000; 17).

- Kamuyu Aydınlatma Zorunluluğu: Şirketler halka açıldıktan sonra şirketi ve yatırımcılarını ilgilendiren tüm bilgiler kamuyu aydınlatma ilkesiyle her an incelemeye tabidirler. Bundan dolayı, şirketin sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler, duran varlıkların alım satımı ve kiralanmasına ilişkin bilgiler, şirket faaliyetlerine, yatırımlarına, mali yapısına, iştiraklerine ve iş ortaklarına, idari konulara ve buna benzer diğer konulara ilişkin değişiklikler kamuya bildirilmek zorundadır (SPK, VIII; Md.3). Kamu-yu aydınlatma zorunluluğu nedeniyle, bazı şirketlerin saklamaya çalıştıkları bilgiler açıklanmaktadır. Bu durumda belirli bilgilerini gizleme ihtiyacı hisseden şirketler halka açılma konusunda çekimser davranmaktadırlar.

- İşletmenin Esnekliğini Kaybetmesi: Halka açık işletmeler halka karşı sorumluluklar yüklendiğinden, işletme sahipleri yönetimde bazı esneklikleri kaybetmektedirler. Halka açılmadan önce işletme sahipleri bir takım iş ve yatırım fırsatları için çok çabuk karar alabilirken, halka açılma sonucunda bu tip fırsatlarda karar almak görece uzun bir süre gerektirebilir. Bu durumda bu tip fırsatların kaçması söz konusu olabilmektedir (Usul, 2000; 18).

2. Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın İşletme Açısından Sonuçları ve Kaynak Yapısına Etkilerini İnceleyen Çalışmalar

Literatürde sermaye yapısına ilişkin çok sayıda çalışma olsa da, bu çalışmaların genellikle sermaye yapısının belirleyicileri üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Ortaklık yapısının sermaye yapısı üzerindeki etkisini ortaya koymaya çalışan nispeten az sayıda çalışma bulunmaktadır. Yapılan az sayıda çalışmada sermaye sahipliği ile

sermaye yapısı arasındaki ilişkiye dair farklı sonuçlara ulaşılmıştır.

Ortaklık yapısına ilişkin ve bu bölümde özetlenecek olan çalışmalarda belirli varsayımlardan yola çıkılmıştır. Bu varsayımlardan bazıları aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır:

- Yöneticiler tarafından sahip olunan sermaye payı oranı, ortakların servetini en çoklama amacından sapmalara yol açabilir. Bu oranın yüksekliği, yöneticilerin kendi amaçlarını tatmin etme güdüsünü ön plana çıkartarak, işletmenin değerini etkileyebilir (Jensen ve Meckling, 1976; 308).

- Sermaye payları görece büyük olan ortaklar yönetimi kontrol etmek isteyebilir (Shleifer ve Vishny, 1986; 463).

- Ortakların nitelikleri işletmenin amacını etkileyebilir. Örneğin devletin sahip olduğu bir işletmede, işletmenin amaçlarından çok politik amaçlar ön plana çıkabilir (Shepherd, 1986; 29).

- Çeşitlenmiş bir portföye sahip olan ortaklar işletme riskinden etkilenmeyeceklerdir. Ancak servetlerinin çoğunluğunu tek bir işletmeye bağlamış olanlar, işletmeyi düşük riskli faaliyetlere zorlamak isteyeceklerdir (Brealey ve Myers, 1995; 217).

- Şirketin pay senetlerinin likiditesi, işletmenin yatırımlarındaki zaman tercihlerini etkileyebilir (Zeckhauser ve Pound, 1990; 165).

- Borçlanmanın riskli olmasından ötürü, işletme yöneticilerinin düşük ortaklık paylarına sahip olmaları durumunda yüksek oranlarda borçlanma gerçekleştiren, yöneticilerin ortaklık paylarının arttığı durumlarda borçlanma oranları düşmektedir (Brailsford, Oliver ve Pua, 1999; 8).

Bu varsayımlara göre işletmelerin ortaklık yapısında yoğunlaşma ve/veya ortaklık karmaşı, işletmelerin gerek performansları gerekse kaldıraçları üzerinde etkilidir. Bu çalışma çerçevesinde ise ortaklık yapısı ile kaldıraç arasındaki ilişkilerin incelenmesine ağırlık verilmiştir.

Ortaklık yapısında yoğunlaşma ile kaldıraç arasındaki ilişkinin gerek pozitif gerekse negatif olduğu görüşü bazı

çalışmalar tarafından desteklenmektedir. Bu ilişkinin pozitif olduğu görüşünün çıkış noktası işletmelerin kontrolü sorunudur. Yöneticiler için işletmenin kontrolünün ellerinde olması, kontrol sonucu sağlayabilecekleri pek çok çıkarı (prestij, ek kazanç ve

tazminatlar ve primler, vs) elde edebilmek açısından önemlidir. Bu koşullar altında borçlanma mekanizması, yöneticiler ve ortaklar açısından ortaklığın sulandırılmasının önlenmesi yönünden önemlidir. Burada sulandırmadan kasıt yeni hisse senedi çıkarılması sonucu ortakların pay oranlarındaki azalmadır. Ayrıca borçlanma, kontrolü ele geçirmek için rekabet edilen bir ortamda bir savunma mekanizması olarak da görev yapar. Borçlanma yoluyla işletmenin kaynaklarını oluşturan borç özsermaye dengesi değiştirilebilir ve ortakların işletme üzerindeki etkileri azaltılabilir. Gerek Stulz (1988) gerekse Harris ve Raviv (1988) çalışmalarında, borçun yöneticiler için bir savunma mekanizması olduğu görüşünü desteklemişlerdir.

Zhang (1998) ise ortaklık yapısında yoğunlaşma ile kaldıraç arasındaki ilişkinin pozitif olmasının altında yatan nedenin ortakların riskten kaçınması olduğunu ifade etmiştir. Ortaklık yapısında yoğunlaşma, ortakların doğurduğu riski artırmakta ve bu riskin azaltılmaya çalışılması yatırımların verimsiz olmasına neden olmaktadır. Böylece borcun rolü, işletme üzerinde hakim olan ve çeşitlendirilmemiş bir portföye sahip olan ortakların maruz kaldıkları riski azaltmaktadır. Dolayısıyla borç, yatırımların etkinliğinin sağlanmasında rol oynayacak bir araç olacaktır.

Kim ve Sorenson (1986) ABD'deki büyük endüstri işletmelerini kapsayan çalışmalarında, işletme ortaklarının aynı zamanda yönetici olmaları durumunun çok görüldüğü işletmelerin diğerlerine oranla daha yüksek borçlanma oranlarına sahip olduğunu söylemişlerdir. Bu durumu temelinde iki nedene bağlamışlar ve ilk olarak işletmenin kontrol edilmesini göstermişlerdir. Ortakların yönetici olduğu durumlarda ortaklık yapısının sulandırılmasının önüne geçebilmek amacıyla, yeni ortak

edinilmesinde çekingen davranılacağı, bunun da borçla finansmanı artıracığını öne sürmüşlerdir. İkinci olarak ise ortakların aynı zamanda yönetici oldukları durumlarda, yöneticilerin işletmenin yaptığı sözleşmelere tam olarak uyacağı, aksi takdirde bundan en çok yine kendilerinin işletme ortağı sıfatıyla

zarar göreceği öne sürülmüştür. Bu durumdaki işletmelerin daha kolay borçlanma imkanına sahip oldukları söylenmiştir.

Marchica (2005) çalışmasında İngiltere'de 1991 – 2001 döneminde 700 finansal olmayan işletmede borçlanma ve ortaklık yapısı ilişkilerini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, 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 bir ilişki tespit etmiştir. 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 oynadığı söylenmiştir.

Mehran (1992) ABD'deki işletmeleri incelediği çalışmasında, kaldıraç ile işletme ortaklarının yönetici olması arasında pozitif bir ilişkiye işaret etmiştir. Buna göre borçlanma temsilcilik maliyetlerini düşürmekte ve işletmenin değerini artırmaktadır. Bundan dolayı yöneticilerin serveti de artmaktadır. Berger, Ofek ve Yermack (1997) ABD işletmelerinde yaptıkları çalışmalarında, Stulz (1988)'ü destekler şekilde, kaldıraç ile yöneticilerin oy güçleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne sürmüşlerdir. Ayrıca bu çalışmanın sonuçlarına bakarak, işletmelerde icra kurulu başkanlarının (CEO – Chief Executive Officer) uzun süre yerlerini korumalarının kaldıraç oranını düşürdüğünü de söylemişlerdir.

Wiwattanakantang (1999) Tayland'daki işletmelerin sermaye yapılarının belirleyicilerini araştırdığı çalışmasında, tek bir aile tarafından yönetilen işletmelerin yüksek oranda borç kullandıklarını öne sürmüştür. Bu tür işletmelerdeki borç oranlarının yüksek olması ortakların işletme üze

rindeki kontrolü devam ettirme isteklerine bağlanabilir. Bir gruba ait veya büyük ortağı devlet veya yabancı yatırımcı olan işletmelerde benzer sonuçlar elde edilememiştir. Ortakların yönetici olduğu durumda yüksek oranda borçlanılması ancak işletmenin sahibi tek bir aile ise geçerli olmaktadır.

Short, Keasey ve Duxbury (2002) İngiltere'deki işletmeleri kapsayan araştır-

malarında işletme ortaklarının yönetici olmalarının borçlanma oranını artırdığını öne sürmüşlerdir. Buna ek olarak işletme yönetici olmayan bir büyük ortağın bulunmasının ise borçlanma oranını düşüreceği sonucuna varmışlardır.

Friend ve Lang (1988) New York Borsasındaki 984 işletmeyi inceledikleri çalışmalarından, şu ana kadar özetlenen çalışmalara tam zıt sonuçlara ulaşarak, kaldıraç ile yöneticilerin işletme içindeki payları arasında negatif bir ilişkiye rastlamışlardır. Bu ilişkinin sebebi olarak borçlanmanın yarattığı riskin, pay senedi sahiplerinden çok yönetim üzerine etkili olmasını göstermişlerdir. Jensen, Solberg ve Zorn (1992) da çalışmalarında aynı sonuca ulaşarak, Friend ve Lang (1988)'in bulgularını desteklemişlerdir. İşletme üzerinde daha büyük çıkara sahip olan grupların, riske karşı daha duyarlı olduğunu, bu durumda işletmede riskin azaltılmasına yönelik faaliyetleri ön plana çıkarmışlardır. Riskin azaltılması odaklı bir yönetimin, işletmeyi daha az borçlanmaya yönlendireceğine işaret etmişlerdir.

Nielsen (2006) ABD şirketleri üzerine yaptığı çalışmada, şirketlerde kurumsal yönetim, kaldıraç ve kâr payı politikaları arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışmıştır. Bunun sonucunda, nispeten düşük yoğunlaşmanın yaşandığı işletmelerin daha az borçlandığı sonucuna ulaşmıştır.

Kumar (2004), Hindistan'daki halka açık şirketlerde 1994 – 2000 yıllarını kapsayan çalışmada ortaklık yapısı ile borçlanma arasındaki ilişkileri incelenmiştir. Sonuçta yoğunlaşmanın düşük olduğu işletmelerde yüksek oranda borç kullanıldığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca yabancı sermayenin yüksek olduğu işletmelerde borç

oranlarının düşük olduğu öne sürülmüştür. İşletme ortaklarının aynı zamanda yönetici olmaları ile borçlanma derecesi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

Brailsford, Oliver ve Pua (1999) Avustralya'da 1989 – 1995 yıllarını kapsayan ve 97 işletmeyi baz aldıkları çalışmalarında ortaklık yapısı ile borçlanma arasındaki ilişkileri incelemişlerdir. Sonuçta işletmelerde yönetime girmeyen büyük ortağın varlığının borçlanma derecesini artırıcı bir rol oynadığını söylemişlerdir.

Sermaye yapısında yoğunlaşma ile ortaklık yapısı arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmalarda, bazı çalışmaların değişkenler arasında pozitif, bazı çalışmaların ise değişkenler arasında negatif bir ilişki olduğunu öne sürmüşlerdir. Değişkenler arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne süren çalışmaların dayandığı temel varsayım bölümün başında açıklanan işletmenin kontrolü sorunudur. Sermaye yapısında yoğunlaşma ile kaldıraç derecesi arasında negatif bir ilişki olduğunu öne süren görüşe göre ise yoğunlaşmanın yüksek olduğu işletmelerde, riskin azaltılması çabaları ön plana çıkmaktadır. Bu çerçevede, yoğunlaşma ne kadar fazlaysa, işletmenin hakim ortağı yönetime fazla risk almaması yönünde o oranda baskı yapacaktır. Bu durumda yöneticiler, borçlanmayı azaltmaya çalışacaklardır.

3. Veri Seti, Değişkenler ve Model

Çalışmanın veri setini 2005 – 2007 yılları arasında İMKB Ulusal Pazar'da işlem gören ve verilerine sağlıklı bir şekilde ulaşılabilen 194 adet finansal olmayan şirket oluşturmaktadır. Çalışmada kullanılan ortaklık yapısı verileri İMKB şirketleri yıllıklarından, sermaye yapısı verileri ise 12 aylık bilançolardan elde edilmiştir. Bu veriler bir araya getirilerek 194 şirkete ait 3 dönemlik bir yatay kesit oluşturulmuştur. Yani çalışmada kullanılan gözlem sayısı 582'dir.

Çalışmada verileri kullanılan 194 şirketin 152'si snai, 31'i hizmet, 9'u ise teknoloji sektöründe iş görmektedir. Şirketlerin ait oldukları sektörlerin detaylı dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Şirketlerin Sektörlere Göre Dağılımı

Sınai Sektörü	154
Gıda	22
Kağıt	27

Kimya	23
Metal Ana	14
Metal Eşya	22
Taş ve Toprağa Dayalı	25
Tekstil	27
Alt Sektörlere Dahil Olmayan	4
Hizmetler	31
Elektrik	4
İletişim	1
Spor	3
Ticaret	10
Ulaştırma	4
Turizm	6
Alt Sektörlere Dahil Olmayan	3
Teknoloji	9

Çalışmada kullanılan değişkenlerin tanımını ve daha önce hangi çalışmalarda kullanıldıkları Tablo 2’de gösterilmiştir. Çalışmada bağımlı değişken borçlanma derecesidir. Borçlanma derecesinin kısa vadeli, uzun vadeli ve toplam olmak üzere 3 farklı göstergesi bulunmaktadır.

Çalışmada DV işletmenin varlık yapısını, Ln AK işletmenin büyüklüğünü, FKS işletmenin karlılığını, FV yatırıma yönlendirebileceği varlık oranını, NCS net çalışma sermayesi kullanımını göstermektedir. Yoğunlaşma ölçütü olarak en büyük (Y1), en büyük 3 (Y3) ve en büyük 5 (Y5)

ortağın ortaklık payları toplanmıştır. Bu paylar, ne kadar büyükse şirketin o derece yoğun bir ortaklık yapısına sahip olduğu söylenebilir.

Analizde kısa vadeli, uzun vadeli ve toplam borç oranlarının her biri için ayrı ayrı modeller oluşturulmuştur. Ayrıca modeller sektörel bazda ele alınmıştır. Hangi yoğunlaşma ölçütünün daha geçerli bir gösterge olabileceğine karar verilemediğinde, oluşturulan her bir modelde Y1, Y3 ve Y5 değişkenleri için ayrı ayrı tekrarlanmıştır.

Tablo 2. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Kontrol Değişkenleri	DV	Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı	Jensen ve Meckling 1976, Myers 1977
	Ln AK	Aktif Büyüklüğü	Gupta 1969, Titman ve Wessels 1988, Homaifar 1994
	FKS	FVOK / Toplam Varlıklar	Toy 1974, Martin ve Scott 1974
	FV	Faiz ve Vergi Öncesi Kar + Amortisman / Toplam Varlıklar	
	NCS	Net Çalışma Sermayesi / Dönen Varlıklar	Prowse 1990, Özkan 2001
Bağımsız Değişkenler	Y1	En büyük ortağın sahiplik oranı	Devereux ve Schiantarelli,1990, Schaller 1993, Zhang 1998,
	Y3	En büyük 3 ortağın sahiplik oranı	
	Y5	En büyük 5 ortağın sahiplik oranı	
Bağımlı Değişkenler	TK	Toplam Borçlar / Pasif Toplamı	
	UK	Uzun Vadeli Borçlar / Pasif Toplamı	
	KK	Kısa Vadeli Borçlar / Pasif Toplamı	

Çalışmada kullanılan model aşağıda verilmiştir.

$$K = \alpha + \beta Y + \varepsilon$$

(1)

Formülde K kısa vadeli, uzun vadeli ve toplam borçlanma oranını göstermekte, Y ise en büyük ortağın (Y1), en büyük 3 ortağın (Y3) ve en büyük 5 ortağın (Y5) şirketteki sahiplik payını göstermektedir. Modelde ayrıca kontrol değişkenlerine de yer verilmiştir. Kontrol değişkenlerinin seçiminde modelin açıklama gücünü en yüksek düzeye çıkararak değişkenlerin modele dahil edilmesine dikkat edilmiştir.

4. Bulgular

Yapılan regresyon analizi sonucunda elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 3. Değişkenlere İlişkin Regresyon Sonuçları

		Y1	Y3	Y5	Duran Varlık Oranı Y1 ≅ Y3 ≅ Y5	Karlılık Y1 ≅ Y3 ≅ Y5	Net Çalışma Sermayesi Kullanımı Y1 ≅ Y3 ≅ Y5
TOPLAM BORÇ							
Sınai	$R^2 = 68,2$	0,17**	-0,02	-0,01	-0,89*	-0,34*	-1,17*
Hizmetler	$R^2 = 63,4$	0,12**	-0,01	0,25**	-0,61*	-0,25	-0,79*
Teknoloji	$R^2 = 70,2$	0,05*	0,08*	0,08*	-0,87*	-0,11	-1,02*
KISA VADELİ BORÇ							
Sınai	$R^2 = 64,4$	-0,08	-0,11	0,00	-0,93*	-0,08*	
Hizmetler	$R^2 = 61,5$	0,12	0,02	0,01	-0,62*	-1,18**	
Teknoloji	$R^2 = 68,3$	0,00	-0,01	-0,05	-1,71*	-3,26	
UZUN VADELİ BORÇ							
Sınai	$R^2 = 71,3$	0,12*	0,01	0,01	0,04	-0,26*	-0,27*
Hizmetler	$R^2 = 67,4$	0,02**	0,05	0,02**	0,37*	-0,23	0,21**
Teknoloji	$R^2 = 68,5$	0,05*	0,08*	0,05*	-0,09	-0,13	-0,07

* %1, ** %5 anlamlı

Tablo 2'deki sonuçlara göre yoğunlaşma ile kaynak yapısı arasındaki ilişkide gerek sektörel açıdan gerekse borçların vadeli açısından farklılıklar bulunmaktadır. Ortaklık yapısında yoğunlaşma, toplam ve uzun vadeli borçlanma oranının açıklayıcısı olabilirken, kısa vadeli borç ile aralarında bir ilişkiye rastlanmamıştır. Bunun nedeni olarak kısa vadeli borçlanma kararlarının ağırlıklı olarak yöneticiler tarafından alınması gösterilebilir. Uzun vadeli borçlar muhtemelen bir büyük yatırım projesinin finansmanı gibi stratejik kararların finansmanında kullanılacağından ortakların görüşü, bilgisi hatta yönlendirmesi dahi

linde alınmayabilir. Buna karşın kısa vadeli borçlanma kararları uzun vadeli borçlanmalar gibi stratejik değil daha çok taktiksel kararlardır. Bu nedenle işletme sahiplerinin bu kararlardaki etkisi uzun vadeli borçlara oranla çok daha az olacaktır.

Yukarıda açıklanan bulgulara ek olarak ortaklık yapısında yoğunlaşma ile kaynak bileşimi arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığından da söz edilebilir. İşletmede hakim ortağın sayısı azaldıkça yani yoğunlaşma arttıkça borçlanma derecesinde de bir artış meydana gelmektedir. Bunun nedeni az sayıda ortağa sahip işletmelerin

daha kolay risk alabiliyor olması şeklinde açıklanabilir. Çok sayıda ortağa sahip olan işletmelerde yöneticiler riskten kaçınmak amacıyla borçlanma düzeyini düşük tutmak isteyebilirler. Halbuki az sayıda hakim ortağın bulunduğu işletmelerde yönetim şirket sahiplerinin müdahalelerine daha açık durumdadır.

5. Sonuç

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 ortak yapısında yoğunlaşmanın kaynak yapısının belirleyicilerinden biri olduğu ortaya konulmuştur. Ortaklık 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. Ancak ortaklık yapısında yoğunlaşma ile borçlanma derecesi arasında bir ilişki tespit edilmesine rağmen, ilişkinin katsayısının düşük olması nedeniyle yoğunlaşma faktörünün borçlanma üzerinde ağırlıklı olarak etkili olduğu söylenemez. Buna rağmen borçlanma derecesinin belirleyicileri ortaya konulurken ortaklık yapısından yoğunlaşma faktörünün de göz önünde bulun-durulması, borçlanmanın belirleyicilerinin daha doğru bir şekilde belirlenmesine yardımcı olacaktır.

Kaynakça

- NIELSEN Anders E.B., "Corporate Governance, Leverage and Dividend Policy", **European Finance Association**, EFA 2006 Zurich Meeting, 23 – 26 August 2006
- SHLEIFER, Andrei ve VISHNY, Robert (1986). "Large Shareholders and Corporate Control", **Journal of Political Economy**, 94, ss. 461 – 488
- GRAHAM, Benjamin (1999). **Akıllı Yatırımcı**, İstanbul: Scala, (Çev: Ali Perşembe), s. 243

FAMA, Eugene F. ve JENSEN, Michael C. (1983). "Separation of Ownership and Control", **Journal of Law & Economics**, University of Chicago Press, vol. 26 (2), ss. 301 – 325

JENSEN, Gerald R., SOLBERG, Donald P. ve Thomas S. ZORN (1992). "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 27 (2), , ss. 247 – 263

JARRELL, Gregg A. ve BRADLEY, Michael (1980). "The Economic Effects of Federal and State Regulation of Cash Tender Offers", **Journal of Law and Economics**, 23, ss. 371 – 407

ZHANG, Guochang (1998). "Ownership Concentration, Risk Aversion and Effect of Financial Structure on Investment Decisions", **European Economic Review**, 42, ss. 1751 – 1778

MEHRAN, Hamid (1992). "Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 27, ss. 539 – 560

DeANGELO, Harry ve DeANGELO, Linda (1985), "Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of public Corporations with dual Clases of Common Stock" **Journal of Financial Economics**, 14, ss.33-69.

USUL, Hayrettin (2000). İşletmelerin Halka Açılma Sürecinde Dış Denetimin Yatırımcı Kararına Etkileri, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü)

SHORT, Helen, KEASEY, Kevin ve Darren DUXBURY (2002). "Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: A UK Analysis", **International Journal of the Economics and Business**, 9 (3), ss. 375 – 399

FRIEND, Irwin ve LANG, Larry H.P. (1988). "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self Interest On Corporate Capital Structure", **Journal of Finance**, 43 (2), ss. 271 – 281

RITTER, Jay (1987). "The Cost of Going Public", **Journal of Financial Economics**, 24, pp. 343 - 362

KUMAR, Jayesh (2004). "Debt vs. Equity: Role of Corporate Governance", Indian Institute of Capital Markets, **8th Capital Markets Conference**, Mumbai, India, 18 – 19 December

KOÇ, Özlem (1998). **Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama**, SPK Yayın No:118,

CHUNG, Kee H. ve KIM, Jeong – Kuk (1999). "Corporate Ownership and the Value of

a Vote in an Emerging Market” **Journal of Corporate Finance**, 5 (1), ss. 35 – 36

MARCHICA, Maria – Teresa (2005). “Debt Maturity and the Characteristics of Ownership Structure: An Empirical Investigation of UK Firms”, **University of York, Discussion Paper in Economics**, No: 2005/29

BARCLAY, Michael ve HOLDERNESS, Clifford (1989). “Private Benefits of Control of Public Corporations”, **Journal of Financial Economics**, 25, ss. 371 – 395

JENSEN, Michael ve MECKLING, William (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, 3, ss. 305 – 360

HARRIS, Milton ve RAVIV, Artur (1988). “Corporate Control Contests and Capital Structure”, **Journal of Financial Economics**, 20, 55 – 86

STULZ, Rene M. (1988). “Managerial Control of Voting Rights. Financing Policies and the Market for Corporate Control”, **Journal of Financial Economics**, 20, ss. 25 – 54

BREALEY, Richard ve MYERS, Stewart (1995). **Principles of Corporate Finance**, New York: Mc Graw Hill

ZECKHAUSER, Richard ve POUND, John (1990). “Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance”, (ed. G. Hubbard, “**Assymmetric Information, Corporate Finance and Investment**”, Chicago: University of Chicago Press)

AYAZ, Serkan (2006). Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları ve İMKB’de 1990 – 2004 Dönemine İlişkin Ampirik bir Çalışma, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniv. Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü)

SPK, Seri:VIII, No:20, “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” 20.07.2003 tarihli ve 25174 sayılı Resmi Gazete, md. 3

BRAILS福德, Timothy J., OLIVER Barry R. ve Sandra L.H. PUA (1999). “Theory and Evidence On the Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure”, **Journal of Accounting and Finance**, 42, ss. 1 – 26

KIM, Wi Saeng ve SORENSON, Eric H. (1986). “Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 21, ss. 131 – 144

SHEPHERD, William (1989). “Public Enterprise: Criteria and Cases” (ed. H. W. De Yong), **The Structure of European Industry**

XU, Xiaonian ve WANG, Yan (1997). “Ownership Structure, Corporate Governance and Performance”, **World Bank Policy Research Working Paper**, No: 1794

WIWATTANAKANTANG, Yupana (1999). “An Empirical Study on the Determinants of Capital Structure of Thai Firms”, **Pacific – Basin Finance Journal**, 7, ss. 371 – 403

Mevlânâ Celâleddin Rumi (1207 – 1273) – Konya – XIII. Yüzyıl Selçuklular Dönemi, Moğolların güç kullanarak Selçukluları kontrol ettiği dönem. Karşı konulursa zarar görüleceği için halkı tasavvufa yönlendiriyor. “*Sabredelim, bu da geçer*” diyor. Bugünkü Konya’nın geleneğini oluşturuyor...

Dr. O. Güvemli

Gel, gel, ne olursan ol, gel!

Yüz kere tövbeni bozmuş olsan da yine gel!

Mevlânâ Celâleddin Rumi