

SAHİPLİK YAPISININ SERMAYE YAPISINA ETKİLERİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR ARAŞTIRMA*

Dr. Sevda ATEŞOĞLU COŞKUN^a
Dr. Öğr. Üyesi Hakan ARACI^b

Ampirik Araştırma
(Empirical Research)

*Muhasebe ve Vergi
Uygulamaları Dergisi*
Temmuz 2022; 15 (2): 281-319

ÖZ

Bu çalışmada, sahiplik yapısının sermaye yapısına etkileri incelenmektedir. Araştırmanın sonuçları, sermaye yapısı ve sahiplik yapısı kararlarını uyumlu hale getirebilmek için yöneticilere faydalı bilgiler sunmaktadır. Analizler, Borsa İstanbul sanayi sektöründe yüksek firma sayısına sahip üç alt sektörden yirmişer firmanın 2012-2017 dönemini kapsamaktadır. (1) Metal eşya, gereç ve makine yapımı; (2) Kimya, petrol, plastik ve kauçuk ürünleri; (3) Taş ve toprağa dayalı imalat sanayii sektörleri örnekleme dahil edilmiştir.

Panel veri analizi sonuçlarına göre yabancı sahiplik finansal kaldıraç azaltmaktadır. Yüksek kurumsal sahiplik payı veya yüksek halka açıklık oranı olan firmalar daha fazla kaldıraç kullanmaktadır. İkinci ve üçüncü ortakların sermaye payları; en büyük ortağın sermaye payına yaklaştığında, borç kullanımını artmaktadır. Ancak, hakim hissedar payının sermaye yapısına istatistiki bir etkisi olduğuna yönelik kanıt elde edilememiştir. Çalışmada elde edilen bulgular sahiplik yapısının dolaylı veya direkt olarak, sermaye yapısına bazı etkileri olduğunu desteklemektedir.

Anahtar Sözcükler: Sahiplik Yapısı, Sermaye Yapısı, Finansal Kaldıraç, Borç.

JEL Kodları: G32, G40, D22, D24.

APA Stili Kaynak Gösterimi:

Coşkun, S., Aracı, H. (2022). Sahiplik yapısının sermaye yapısına etkileri: Borsa İstanbul'da bir araştırma. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*. 15 (2), 281-319.

* Makalenin gönderim tarihi: 03.12.2021; Kabul tarihi: 07.03.2022, iThenticate benzerlik oranı %9

^a Manisa Celal Bayar Üniversitesi, sevda.cos@gmail.com, ORCID: [0000-0002-3537-8279](https://orcid.org/0000-0002-3537-8279).

^b Manisa Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi, aracihakan@hotmail.com ORCID: [0000-0002-0689-7360](https://orcid.org/0000-0002-0689-7360).

THE EFFECTS OF OWNERSHIP STRUCTURE ON CAPITAL STRUCTURE: A STUDY ON BORSA İSTANBUL

ABSTRACT

The study examines the effects of ownership structure on capital structure. Results of this research provide useful information for managers to align their capital structure and ownership structure decisions. The research covered the period of 2012-2017 for twenty companies selected from three sub-sectors with the largest numbers of companies in Borsa İstanbul Manufacturing Industry. (1) Metal products, equipment and machinery; (2) Chemical, rubber, petroleum and plastic products; (3) Non-metallic mineral products sectors are included in the sample.

According to the results of the panel data analysis, foreign ownership reduces financial leverage. Firms with high corporate ownership or high free-float rate use have higher leverage. When the stakes of the second and third largest shareholders get closer to the largest shareholder's level, the debt ratio decreases. However, there is no evidence about a significant effect of the largest shareholder's stake on capital structure. The findings obtained in the study support that the ownership structure has some influence on the capital structure either directly or indirectly.

Keywords: Ownership Structure, Capital Structure, Financial Leverage, Debt.

JEL Codes: G32, G40, D22, D24.

EXTENDED SUMMARY

Introduction

This study investigates the effects of ownership structure on capital structure. This empirical study provides useful information especially for decision-makers to align their ownership structure and capital structure decisions. Our study covers the period of 2012-2017 for twenty companies (total sixty companies) selected from three sub-sectors of the BIST manufacturing industry. The same number of companies was selected from each sector by filtering out those with the highest and lowest ranks based on their asset size in an iterative manner. This way, a more sector-representative sample was formed for each sector, and it was possible to eliminate the effects of the representation rates of the examined sectors. The three sub-sectors of the manufacturing industry in the sample were as follows: (1) Metal products, equipment and machinery (2) Chemical, petroleum plastic and rubber products (3) Non-metallic mineral products. Only firms with complete data for the 2012-2017 period and without negative equity were included in the sample. The dataset was obtained from the Finnet database and the Central Registry Agency (MKK).

Literature on The Research

The effects of ownership structure on capital structure have 2 components as the identity of the owners and the shares of the owners. From the perspective of ownership density, according to agency theory, firms with a

high ownership concentration are expected to prefer debt financing to not lose control of the firm. Nevertheless, the results of studies in the literature are complex. There are some studies that have found positive relationships between ownership concentration and leverage (Zhang, 1998; Toraman and Okuyan, 2009; Margaritis and Psillaki, 2010; Pindado and Torre, 2011; Oruc, 2012), as well as those that have reported negative relationships (Du and Dai, 2005; Sayılğan and Sayman, 2012; Ganguli, 2013).

From the perspective of ownership identity, in line with the active monitoring hypothesis, commercial owners such as major shareholders are expected to influence the manager's capital structure decisions through their monitoring and control effects. Myers (1977, p. 148) argued that managers can avoid using high levels of debt to protect their own jobs and interests. If the firm goes bankrupt or loses power, they may lose their jobs or earnings. In this case, commercial owners, such as major shareholders, can be expected to increase debt usage. Still, the results of previous studies are mixed. In addition to studies that have revealed evidence of negative effects of commercial ownership on capital structure (Chaganti and Damanpour, 1991; Bathala et al., 1994; Pushner, 1995; Chung and Wang, 2014), there are also studies that have shown positive effects (Sun et al., 2016; Akgul & Sigali, 2018), and even those which reported no significant relationships (King and Santor, 2008; Al-Fayoumi and Abuzayed, 2009; Ege and Topaloglu, 2017; Anh and Phuong, 2018).

Moreover, the results of previous studies examining the effects of foreign ownership on capital structure are contradictory. Negative relationships (Fatemi, 1988; Li et al., 2006; Ezeoha and Okafor, 2010; Gurunlu and Gursoy, 2010; Aggarwal and Kyaw, 2010; Chen et al., 2014), positive relationships (Oruc, 2012; Phung & Le, 2013) and the lack of a significant relationship (Akhtar, 2005; Zou and Xiao, 2006; Anh and Phuong, 2018) have been reported in previous studies. Positive relationships were associated with the willingness of foreigners to take advantage of debt control, while negative relationships were explained by the ability of foreigners to invest in profitable companies and raise funds via international channels.

Previous studies on the effects of public ownership on capital structure have mostly found a positive relationship between public ownership and the leverage ratio (Dewenter and Malatesta, 2001; Li et al., 2006; Liu et al., 2011; Zhang, 2013). The source of this situation is generally explained as the fact that equity funding in public companies is subject to the permission of politicians and legal procedures, and it is easy to borrow from the market. On the other hand, some studies have reported no significant relationships (Huang and Song, 2006; Zou and Xiao, 2006; Anh and Phuong, 2018), and they explained this with having no tax advantage and avoiding debt control instead.

Method of The Research

In order to examine the effects of ownership structure on capital structure, 3 panel data models were created. The dependent variables were “long term liabilities/total assets” (UVYKTV), “short term liabilities/total assets” (KVYKTV) and “total liabilities/total assets” (BORCAKT). The independent variables were “the share of foreign ownership” (YABANCI), “the share of corporate ownership” (KURUM), “the share of the largest owner” (BIR), “the total share of the second and third largest owners divided by the share of the largest owner” (IKUCBBIR), “free-float rate” (FSP), “return on assets” (AKO) and “tangible assets/total assets” (MDVTV). To obtain robust results, the Driscoll-Kraay estimator was used.

Findings of The Research

In the study, no statistically significant relationship was found between the share of the largest shareholder and the capital structure indicators. This result was similar to the result reported by Ege and Topaloglu (2017). On the other hand, an increase in the total shares of the second and third largest owners led to increased total leverage and short-term leverage. Nonetheless, a statistically significant effect of the aforementioned variable on long-term leverage could not be determined. In line with the active monitoring hypothesis, it was argued that active large shareholders will prevent the manager from making capital structure decisions in the interests of the manager (Shleifer and Vishny, 1986). According to Friend and Lang (1988), because of the undiversified risk of managing owners, these owners are more exposed to risk compared to other investors. So they would not prefer debt financing. Along the same lines, Brailsford et al. (2002) stated that the manager's preservation of debt on a substandard level due to the risk of losing their own undiversified job, as well as managerial opportunism, may be hindered by large external shareholders. Assuming that debt financing could increase firm monitoring by lenders, large external shareholders would be expected to support the use of debt. The existence of significant large owners with a close level of shares to the controlling owners' share may encourage the dominant shareholder to use debt rather than equity to not lose control. Brailsford et al. (2002) and Santos et al. (2014) reported similar evidence.

In this study, it was found that corporate investors invested on a larger scale than individual investors. Corporate investors, like block shareholders, increased the total leverage and the long-term leverage ratios. Moreover, no statistically significant relationship was found between the shares of corporate investors and the short-term leverage ratio. These results of the present study were in agreement with those presented by Sun et al. (2016) and Akgul and Sigali (2018).

When the shares of foreign owners increased, the ratio of the total leverage and the short-term leverage decreased. However, no statistically significant effect of the shares of foreign partners on the long-term leverage ratio was determined. This result may be associated with the contribution of the foreign partner. Foreign owners from developed countries have easy and advantageous access with different fund channels. Li et al. (2009) and Chen et al. (2014) obtained similar evidence.

An increase in the free-float ratio resulted in an increase in the long-term, short-term and total financial leverage ratios. Free-float shares, which includes the shares of owners holding less than 5%, may be considered as an indicator of minority shareholders. It is possible that the controlling shareholder will be risk-prone in this situation, because they will be able to allot the risk to minority shareholders. Likewise, controlling shareholders with a low share in firms with a high free-float ratio would not want to lose control by equity financing. In parallel with our study, Oruc (2012) found a positive relationship between the free-float ratio and capital structure indicators.

Negative relationships were found in this study between the return on assets ratio and capital structure indicators. It was observed that profitable firms used less leverage. In line with the pecking order theory, one may argue that firms primarily prefer internal financing. The theory is that to avoid being excluded by external resources, firms will prefer internal resources and retained profits, and they will adjust their profit distribution targets based on investment opportunities. Information asymmetry and costs of financial distress are shown as the reasons for the preference of this hierarchy by companies (see Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984). In high-inflation countries where debt financing imposes a higher interest rate obligation, using some of the undistributed dividends as a resource can be an advantage. Sayilgan et al. (2006), King and Santor (2008), Gurunlu and Gursoy (2010), Ganguli (2013) and Ege and Topaloglu (2017) reported similar empirical results.

There was also a statistically significant positive relationship between the ratio of the tangible fixed assets to the total assets and long-term financial leverage. This result showed that tangible assets were among the factors explaining long-term liabilities. Our results were in parallel with the study by Akgul and Sigali (2018).

Conclusion

The globalization of capital and the breathtaking development of technology have almost turned the capital markets into branches of a single structure. This development also affects company ownership structures and capital structures. Although there are some studies in the literature about the effects of ownership structure on capital structure, such studies are limited

especially in developing countries. The main purpose of our study was to examine the interaction between ownership structure and capital structure, which we think will enrich our perspective on the internal functioning of companies. In line with the hypothesis, some conclusions were drawn, revealing that ownership structure has statistically significant effects on capital structure. A comprehensive piece of research about the existence of “close monitoring in ownership” (as a new term), namely the existence of the shares of large owners that are on a close level to those of controlling owners, may contribute to the literature.

1. GİRİŞ¹

Sermaye piyasalarının gelişimi ve küreselleşmesi ile firma sahiplik yapılarında farklılıklar meydana gelmiştir. Modern dünyada, artan kurum dışı ortaklıklarla oluşturulan sahiplik yapılarının firmalara etkilerinin incelenmesi bir gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır.

Finansal açıdan bakıldığında; sahiplik yapısının temelinde sermaye sahipliği olduğu göze çarpmaktadır. Sermaye sahipliğinin başlıca iki unsuru bulunmaktadır; bunlar sahipliğin yoğunluğu ve türüdür. Firma ortakları firma kararlarında hak sahibidirler. Sahip-yönetici durumunda direkt olarak, dışarıdan yönetici durumunda ise yönetim kurulu veya hisse satışı yoluyla baskı oluşturarak dolaylı yolla ortakların firmada etkileri olacaktır.

Ortakların sahip olduğu hisse paylarının büyüklüğünün ve ortakların kimliklerinin; ortakların kararlarında belirleyici olabileceği literatürde bazı teori ve hipotezlerce öne sürülmektedir. Örneğin vekalet teorisi; firmayı kontrol eden, yönetimde olan ortak/ortakların firmayı kendi kaygıları hatta çıkarları doğrultusunda yönlendirme imkanları olduğunu ileri sürmektedir. Jensen ve Meckling (1976, pp. 312-339)'e göre yöneticinin %100'den az paya sahip olması durumunda arta kalan haklar üzerinde yönetici ile hissedarlar arasında çıkar çatışması ortaya çıkabilir. Söz konusu durumda yöneticiler firma kaynaklarını kendi çıkarları doğrultusunda kullanabilir veya firma kaynaklarının yönetimine daha az çaba harcayabilir. Jensen ve Meckling (1976, pp. 344-349) yöneticilerin sermaye yapısı uygulamalarının da firmada değer arttırıcı borç düzeyi ile her zaman ilişkili olmayabileceği görüşünü ileri sürmüşlerdir. Çünkü bazı yöneticiler; içsel ve dışsal kurumsal yönetim mekanizmalarının baskılarından kurtulmak amacıyla kendilerini firmada güçlendirecek faaliyetlere yönelebilecektir. Hisse ihracı, hissedarların gözetilmesine ilişkin maliyetleri, yöneticinin firmaya bağlanması için yapılması gereken giderleri, yönetici ve ortakların farklı çıkarları olması nedeni ile oluşabilecek diğer artık giderleri içermektedir. Vekalet teorisi bakış açısıyla; vekalet maliyetleri dışarıdan gelen hissedarlarla artıyorsa, borç kullanmak bu maliyetlerden kaçınan sahip-yöneticiye yardımcı olacaktır.

Aktif izleme hipotezine göre büyük hissedarlar, izleme ve kontrol işlevleri ile yatırım yaptıkları firmaların kararlarında etkili olacaklardır. Demsetz (1983), Shleifer ve Vishny (1986) aktif büyük hissedarların yönetimi kontrol ederek, yönetimin kendi çıkarları doğrultusundaki hareketlerini sınırlandırarak yönetici ve hissedarlar arasındaki vekalet maliyetlerini azaltacağını ve firma piyasa değerini arttırabileceklerini ileri sürmüşlerdir. Diğer taraftan Shleifer ve Vishny (1986) aktif izleme yapan büyük

¹ Bu makale birinci yazarın "Sahiplik Yapısı, Sermaye Yapısı ve Finansal Performans Arasındaki İlişkilerin İncelenmesi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma" başlıklı 2021 yılı doktora tezinin üçüncü bölümünden türetilmiştir.

hissedarlar ile pasif izleme yapanların etkilerinin farklı olduğuna ve büyük ortakların etkisinin yasal yapının yatırımcı oylarını ne derecede koruduğuna göre farklılık göstereceğine dikkat çekmektedirler. Aktif izleme hipotezine göre aktif büyük hissedarların varlığı; yöneticilerin sermaye yapısı kararlarında, yönetici çıkarları doğrultusunda kararlar almasına engel olacaktır. Kurumsal borcun içsel bir kontrol mekanizması olarak rol oynayacağı düşünülürse, dışsal büyük hissedarların varlığı ve onların firmayı yönlendirmesiyle borç kullanımının artması beklenecektir. Aynı doğrultuda Friend ve Lang (1988) yönetici olmayan büyük hissedarların sermaye payı ile borç düzeyi arasında pozitif yönlü ilişki tespit etmişlerdir. Brailsford vd. (2002)'nin sahiplik yoğunluğu ve finansal kaldıraç arasında pozitif yönlü ilişki tespit ettikleri çalışmalarının sonuçlarını aktif izleme hipotezi ile açıklamışlardır. Yöneticinin çeşitlendirilmemiş işini kaybetme riski nedeniyle borcu standart altında bir seviyede tutmasını; dışsal büyük hissedarların engel olacağı ve yönetici fırsatçılığının engelleyeceğini ileri sürmüşlerdir.

Diğer taraftan Pound (1988)'a göre büyük hissedarların, diğer dağınık hissedarların çıkarlarına karşı, içerideki ortaklarla iş birliği yapan pasif oy kullanıcılar olmaları muhtemeldir. Büyük hissedarlar oylamada çoğunlukla yönetici ile bir oy kullanırlar, çekimsiz kalırlar veya oylarını satarlar. Agrawal ve Mandelker (1990) bu savı pasif oylama hipotezi olarak adlandırmıştır.

Yerini sağlamlaştırma (entrenchment) hipotezi doğrultusunda; yöneticilerin küçük ortaklar karşısında daha güçlü olduğu, büyük ortakları olan firmalarda yönetici çatışmalarının arttığı ileri sürülmektedir. Yöneticilerin sermaye paylarının yüksek olması durumunda, yöneticilerin azınlık hissedarların çıkarlarına karşı avantajlar sağlaması olasıdır. Yöneticinin borcun disipline etme etkisi ve riskten kaçınmak isteğiyle sahiplik düzeyini arttırması ve daha küçük bir borç oranı kullanması öngörülmektedir (Anh ve Phuong, 2018; Pindado ve Torre, 2011).

Öte yandan Harris ve Raviv (1988) ve Stulz (1988) borcun yöneticiler tarafından savunma mekanizması olarak kullanılacağı görüşünü savunmaktadır. Firmayı satın almalara karşı korumak ve oylama gücünü kaybetmemek amacıyla yöneticilerin borcu optimal bir seviyeye kadar arttıracaklarını öne sürmüşlerdir. Harris ve Raviv (1988, p. 58) borçlanma yoluyla yerleşik ortağın oylamada dışlanmasına engel olunacağını ve kontrolde fayda sağlayacağını belirtmişlerdir. Ancak borcun iflas riskini arttırarak, yöneticinin yeteneğini sınırlayarak ve kısıtlayıcı bir ortam oluşturarak; borçtan beklenen faydayı azaltabileceğini vurgulamışlardır.

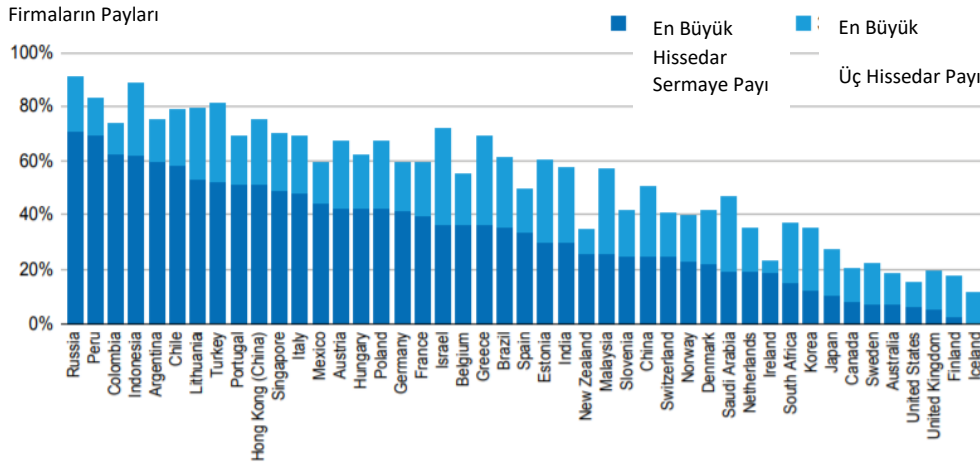
Bu çalışmada sahiplik yapısının ve türünün; sermaye yapısına etkilerine odaklanılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde sahiplik yapısının sermaye yapısına etkilerine ilişkin çalışmalar sınırlıdır. Söz konusu etkiye ilişkin

bulgular, özellikle yöneticiler için firma sahiplik yapılarını sermaye yapılarına uyumlu hale getirmelerine yönelik faydalı bilgiler sunmaktadır.

2. TÜRKİYE'DE VE DÜNYA'DA SAHİPLİK YAPISI

Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D.), Birleşik Krallık (B.K.), Avustralya ve Kanada gibi piyasalar; daha dağınık mülkiyetin yaygın olduğu piyasalar olarak kategorize edilirken, bazı bölgelerde mülkiyet yapısı daha karmaşık özelliklere sahiptir. Ancak piyasaların büyük çoğunluğunda; şirketleri kontrol eden hissedarların varlığı hakim karakteristik özellik olarak karşımıza çıkmaktadır (OECD, 2019, p. 17). OECD araştırmalarına göre yoğunlaştırılmış mülkiyetin baskın olduğu gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yükselişi, dünyada konsantre olan mülkiyet yapılarının artışına yönelik bir eğilim oluşturmaktadır (OECD, 2018, p. 36; OECD, 2019, p. 17).

OECD (2021a) tarafından yayımlanan "COVID-19 Krizi Sonrası Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetimin Geleceği" raporuna göre, piyasalar bazında en büyük hissedar ve en büyük üç hissedar paylarının 2020 yıl sonu ülke bazında dağılımları Grafik 1'de sunulmuştur.



Grafik 1: Piyasalarda Sahiplik Yapısı Yoğunluğu, 2020 Yıl Sonu

Kaynak: OECD, (2021a), pp. 25.

Grafikte, Türkiye'de faaliyet gösteren firmalarda en büyük ortak payının ortalamasının %50 ve üç büyük ortak paylarının ortalamasının %80 civarında olduğu görülmektedir. Sahiplik yoğunluğu bakımında sekizinci sırada yer alan Türkiye, örneklem yoğunluğuna kıyasla yüksek bir sahiplik yoğunluğuna sahiptir. Grafikte gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren firmalarda genellikle düşük sahiplik yoğunluğu olduğu görülmektedir.

OECD (2021a) tarafından yayımlanan “COVID-19 Krizi Sonrası Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetimin Geleceği” raporuna göre yatırımcılar bazında sahiplik yapıları Tablo 1’de sunulmuştur. Tabloda gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcıların yüksek payı olduğu görülmektedir. Türkiye’de ise tüzel kişilerin paylarının diğer yatırımcılara kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir.

Tablo 1: Ülkelere Göre Yerli/Yabancı Sahiplik Ortalaması, 2020 Yılı Sonu

| Ülkeler | Yatırımcılara Göre Sahiplik Dağılımı % | | | | |
|----------------|--|-------------|--------------------|---------------|---------------|
| | Kurumsal Yatırımcılar | Kamu Sektör | Stratejik Bireysel | Tüzel Kişiler | Fiili Dolaşım |
| Polonya | 35 | 14 | 14 | 17 | 20 |
| Portekiz | 22 | 13 | 10 | 37 | 19 |
| Rusya | 11 | 31 | 17 | 18 | 23 |
| Sudi Arabistan | 1 | 87 | 2 | 2 | 9 |
| Singapur | 12 | 11 | 11 | 30 | 36 |
| Slovakya | 0 | - | 4 | 85 | 11 |
| Slovenya | 8 | 34 | 0 | 14 | 44 |
| Güney Amerika | 31 | 15 | 3 | 20 | 31 |
| İspanya | 25 | 7 | 16 | 13 | 39 |
| İsveç | 38 | 6 | 12 | 12 | 32 |
| İsviçre | 33 | 6 | 6 | 6 | 49 |
| Türkiye | 9 | 25 | 9 | 38 | 19 |
| U.K. | 60 | 6 | 4 | 6 | 25 |
| A.B.D. | 68 | 3 | 6 | 3 | 20 |

Not: Borsada ana bölümlerinde listelenen finansal olmayan firmalar tabloya dahil edilmiştir.

Kaynak: OECD, 2021a, pp. 29; De La Cruz, 2019, 12.

Türkiye’de faaliyet gösteren firmalar incelendiğinde, firmaların genellikle bir hissedar veya bir guruba ait olduğu görülmektedir. Çoğunlukla aile şirketleri tarafından oluşturulan Türk sanayi firmalarının; halka açılırken yönetim ve kontrolü ellerinde tutmak istemeleri, Türkiye sermaye piyasalarında halka arzın sınırlı olmasına, sahiplik yoğunluğunun yüksek olmasına katkıda bulunmaktadır. Bununla birlikte yasal yapının azınlık sahipleri koruyacak güçte olmaması, finansal piyasaların fazla gelişmemiş olması; Türk firmalarının sahiplik yapılarını etkileyen diğer önemli unsurlar arasında yer almaktadır.

3. LİTERATÜR

Sahiplik yapısının sermaye yapısına etkilerine ilişkin literatürde çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bu araştırmalar özellikle gelişmiş ülkelerde yoğunlaşmaktadır. Önceki çalışmalar, sahipliğin bileşenlerine göre alt başlıklar altında gruplanarak kronolojik sıralama ile aşağıda özetlenmiştir. Literatür özetleri ardından; araştırmaların içeriklerini, yöntemlerini ve sonuçlarını kapsayan liste Tablo 2’de sunulmuştur.

3.1. Hakim Ortağın Sermaye Yapısına Etkileri

Literatürde hakim ortağın sermaye yapısına etkilerine ilişkin önceki çalışmaların sonuçları çelişkilidir. Bazı çalışmalarda sahiplik yoğunluğu ve finansal kaldıraç arasında pozitif yönlü ilişkiler saptanırken, bu durum çoğunlukla hakim ortağın kontrolü kaybetmeme isteği ile ilişkilendirilmiştir (Toraman ve Okuyan, 2009; Margaritis ve Psillaki, 2010; Pindado ve Torre, 2011; Oruç, 2012). Bununla birlikte bazı çalışmalarda U şeklinde eğrisel ilişki saptanmıştır ve sonuçlar düşük sahiplik düzeyinde kontrolü kaybetme endişesinin daha az olmasına dayandırılmıştır (Cespedes vd., 2010; Zhang, 2013). Çalışmalar arasında sahiplik yoğunluğu ile sermaye yapısı arasında negatif yönlü ilişki tespit eden çalışmalar da bulunmaktadır (Du ve Dai, 2005; Sayılğan ve Sayman, 2012; Ganguli, 2013). Negatif ilişki tespit edilen çalışmalarda; bilgi asimetrisi nedeniyle borç bulunamaması veya firmaların içsel fonlamayı dışsal fonlamaya tercih etmeleri gerekçe olarak gösterilmiştir.

Hakim ortağın sermaye payı arttığında, hakimiyeti kaybetmemek amacıyla özkaynak kullanımını borç kullanımına tercih edileceği vekalet teorisyenlerince kabul gören bir görüştür. Ancak bu durum hakim ortağın var olan sermaye payının büyüklüğüne ve büyük ortakların sermaye paylarının hakim ortak payına yakınlık düzeyine göre değişebilecektir. Örneğin hakim ortak firmada yüksek bir paya sahip olduğunda, özkaynak finansmanıyla firmadaki hakimiyetini kaybetmeyecektir. Hakim ortağın sermaye payına yakın büyük hissedarların var olması durumunda ise hakim ortak hakimiyeti kaybetmemek için borç kullanımına yönelebilir. Dışsal büyük ortaklar kontrol avantajı nedeniyle borç kullanımını destekleyebilir. Hakim ortağın sermaye payının çok az olması durumunda ise hakim ortağın firmada hakimiyetini sürdürmeye yeterli teşviki olmayabilir. Diğer taraftan borç kullanımının vekalet maliyetleri, finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri gibi olası dezavantajları da vardır. Aşırı borç kullanımı, iflas riskini arttırabilir. Hakim hissedarın çeşitlendirilmemiş riskinin yüksek olması, borca karşı temkinli yaklaşmasına neden olabilir, borç yerine içsel kaynakları tercih edebilir.

3.2. Büyük Ortakların Sermaye Yapısına Etkileri

Literatürde; hakim ortak dışındaki yüksek sermaye payına sahip ortaklar; büyük ortaklar olarak tanımlanmaktadır. Yüzde beş (Mehran, 1995; Hoang vd., 2017) veya yüzde on (Khan ve Nouman, 2017) düzeyi üzerinde sermaye sahipliği olan hissedarlar büyük ortaklar olarak literatürde kabul görmektedir.

Demsetz (1983), Shleifer ve Vishny (1986) aktif izleme hipotezi çerçevesinde aktif büyük hissedarların yönetimin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmelerini sınırlayarak, yönetici ve ortaklar arası vekalet maliyetlerini azaltacaklarını ileri sürmüşlerdir. Shleifer ve Vishny

(1986) ise büyük ortakların etkisinin yasal yapıya, oylarının korunma düzeyine göre değişkenlik göstereceğini belirtmişlerdir. Diğer taraftan Pound (1988)'un pasif oylama hipotezine göre; büyük ortakların, diğer azınlık hissedarların çıkarlarına tezat, içerideki ortaklarla iş birliği yapmaları muhtemeldir.

Önceki çalışmaların bazılarında büyük ortakların borç düzeyini arttırdığına ilişkin kanıtlar elde edilmiştir. Söz konusu çalışmaların sonuçları çoğunlukla aktif izleme hipoteziyle ilişkilendirilmiştir (Friend ve Lang, 1988; Brailsford vd., 2002; Ellul, 2008; Santos vd., 2014). Büyük ortakların sermaye payı ve borç seviyesi arasında ilişki tespit edemeyen bazı çalışmalar da literatürde yer almaktadır (Al-Fayoumi ve Abuzayed, 2009; Ege ve Topaloğlu, 2017).

Hakim hissedarın çeşitlendirilmemiş riski ve borcun kontrol gücü nedeniyle hakim hissedarlar borç finansmanından kaçınabilir ve içsel kaynaklara yönelebilir. Diğer taraftan dağıtılmamış kar yerine borç finansmanı yapılması; borcun kontrol gücünden faydalanmak isteyen dışarıdan büyük hissedarların çıkarlarıyla örtüşmektedir. Ancak dışarıdan büyük hissedarların etkileri; oy haklarına, iş ilişkilerine, yasal çevreye ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeylerine göre farklılık göstereceği aşikardır.

3.3. Halka Açıklık Oranının Sermaye Yapısına Etkileri

Halka açıklık oranının fazla olması sahiplik yoğunluğu azalması, sahiplik yapısının yaygınlaşması olarak kabul edilirse; vekalet teorisi kapsamında sahiplik yoğunluğu yüksek firmalarda; kontrolü kaybetmek istemeyen yöneticilerin borç düzeyini arttırması beklenecektir (Margaritis ve Psillaki, 2010; Pindado ve Torre, 2011; Oruç, 2012). Bu varsayım doğrultusunda; sahiplik yapısında yaygınlaşma, borç kullanımının azalmasıyla sonuçlanacaktır. Düşük bir sermaye payıyla hakim ortaklık elde edilen halka açıklık oranları yüksek olan firmalarda, hakim ortaklar kontrolü kaybetmemek için özkaynak finansmanı yerine borç finansmanını tercih edilebilir. Diğer taraftan yöneticinin dışarıdan olduğu halka açık firmalarda yönetici; firmayı düşmanca satın almalara karşı korumak ve borcun izlenme etkisinden kaçınmak arasında optimal bir sermaye yapısı oluşturmayı hedefleyecektir. Halka açıklık oranının sermaye yapısına etkisi, dışsal ekonomik olaylara göre değişkenlik gösterdiği gibi firmanın içsel yapısına göre de değişkenlik gösterebilecektir.

3.4. Yönetici Sahipliğinin Sermaye Yapısına Etkileri

Jensen ve Meckling (1976, pp. 344-349) vekalet teorisi çerçevesinde; yöneticilerin kararlarının, firma değerini arttırıcı sermaye yapısı bileşenleri yönünde olmayabileceğini ileri sürmüşlerdir. Aynı doğrultuda Myers (1977, p. 148) yöneticilerin kendi işlerini ve çıkarlarını korumak amacıyla yüksek seviye borç kullanımından kaçınabileceklerini ileri sürmüştür. Firmanın iflas etmesi veya güç kaybetmesi durumunda, yöneticilerin işlerini

kaybedebileceklerini veya kazançlarının azalabileceğini düşünerek, yöneticilerin riskli yatırımlardan kaçınması muhtemeldir. Bu durum literatürde varlık ikame etkisi olarak adlandırılmaktadır. Sahip ve yönetici çıkarlarının yakınsamasını sağlayan yönetici sahipliği bu durumu engelleyici bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunun yansısı, yönetici sahiplik payının yüksek olması halinde, yöneticilerin (özellikle büyük hissedar olan yöneticilerin) küçük hissedarların çıkarlarını karşı avantaj sağlama çabası belirginleşmektedir. Borcun disipline etme etkisinden ve riskten kaçınmak isteyen yöneticilerin sahiplik paylarının artması, daha düşük borç oranıyla ilişkilendirilmektedir (Anh ve Phuong, 2018; Pindado ve Torre, 2011).

Jensen ve Meckling (1976, pp. 323-346) yöneticilerin, yatırımcıların güvenini kazanmak amacıyla finansal kaldıraç kullanabileceğini öne sürmüşlerdir. Jensen (1986, p. 324) borcun firmanın serbest nakit akışları üzerinde yönetici takdir yetkisini kısıtlayarak vekalet maliyetini azaltacağını savunmuştur. Diğer taraftan serbest nakit akışları yüksek firmalardaki yöneticiler; düşük getirili yatırımlar yerine stokları geri almaya veya temettü ödemeye yönelebilir. Temettü ödemesi, gelecekte temettü taahhüt etmek anlamına gelebilir ve temettü ödemelerinde oluşabilecek kesintileri piyasalar cezalandırabilir. Borç yaratma işlemi; firmanın gelecekteki nakit akışlarıyla yapılacak ödeme taahhütlerini şekillendirmesine yardımcı olacaktır.

Harris ve Raviv (1988) ve Stulz (1988) yöneticilerin savunma mekanizması olarak borcu kullanabileceği, oylama gücünü kaybetmemek ve firmayı satın almalara karşı korumak amacıyla borcu optimal bir seviyeye dek arttırabileceklerini ileri sürmüşlerdir. Harris ve Raviv (1988, p. 58) borcu getirdiği kontrole sağlayabileceği faydanın yanı sıra iflas riskini arttırabileceğine, yöneticinin yeteneğini sınırlayacağına ve kısıtlayıcı bir ortam oluşturabileceğine de dikkat çekmişlerdir.

Yönetici sahipliğinin sermaye yapısına etkilerine ilişkin çalışmaların sonuçları karmaşıktır. Yönetici sahipliğinin borç kullanımına negatif yönlü etkisini tespit eden çalışmalar; yöneticinin çeşitlendirilmemiş riskinin diğer yatırımcılara kıyasla fazla olması, borcun getireceği kontrolden kaçınma çabaları ile yorumlanmaya çalışılmıştır (Friend ve Lang, 1988; Berger vd., 1997; Al-Fayoumi ve Abuzayed, 2009; Pindado ve Torre, 2011). Çalışmaların bazılarında ise pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir (Stulz, 1988; Harris ve Raviv, 1991; Pushner, 1995; Oruç, 2012). Sonuçlar yöneticinin firma kontrolünü kaybetmeme çabası veya firmayı düşmanca satın almalara karşı koruma isteği ile açıklanmaya çalışılmıştır.

Vekalet teorisi ışığında, firmanın güç kaybetmesi veya iflası durumunda, yöneticilerin işini kaybetme riski nedeniyle, borç kullanmaya temkinli davranacakları öngörülebilir. Yeterli iç kaynak oluşturulamaması

durumunda özkaynak fonlamasına yönelinmesi, düşmanca satın almalara firmayı açık hale getirebilir. Böyle bir durumda da yönetici işini kaybetme riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Yöneticinin, borç ve özkaynak fonlamasını çıkarları doğrultusunda optimal seviyede tutması muhtemeldir.

3.5. Yabancı Sahipliğinin Sermaye Yapısına Etkileri

Yabancı sahipliğin sermaye yapısına etkilerini inceleyen önceki çalışmaların sonuçları çelişkilidir. Bazı çalışmalar yabancı sahiplik ve finansal kaldıraç arasında negatif yönlü (Li vd., 2006, Ezeoha ve Okafor, 2010; Gürünlü ve Gürsoy, 2010, Aggarwal ve Kyaw, 2010; Chen vd., 2014), bazı çalışmalar ise pozitif yönlü ilişki tespit etmişlerdir (Oruç, 2012; Phung ve Le, 2013). Yabancı sahiplik ile kaldıraç arasında ilişki tespit edemeyen çalışmalar da bulunmaktadır (Akhtar, 2005; Zou ve Xiao, 2006; Anh ve Phuong, 2018). Pozitif ilişki çoğunlukla, yabancı ortakların asimetrik bilgiye maruz kalma potansiyellerinin yüksek olması nedeniyle borcu kontrol mekanizması olarak kullanma istekleriyle açıklanmıştır. Ancak yabancı ortakları olan firmaların genelde karlı firmalar olması ve yabancı hissedarların diğer fon kaynaklarına ulaşımının daha kolay olmasının; borca ihtiyacı azaltacağı literatürde yer alan savlar arasındadır.

Gelişmiş ülkelerden gelen yabancı yatırımcıların, daha uygun koşullarda uluslararası fonlara erişimi mümkündür. Bu durumda özkaynakla finansman avantajlı görülebilir. Ancak borcun izleme ve kontrol gücü, yabancı ortakları yatırım yaptıkları firmada borç kullanımını desteklemeye yönlendirebilir.

3.6. Kamusal Sahipliğin Sermaye Yapısına Etkileri

Literatürde kamusal sahiplik ve finansal kaldıraç arasında çoğunlukla pozitif yönlü ilişki tespit edilirken (Dewenter ve Malatesta, 2001; Li vd., 2006; Liu vd., 2011; Zhang, 2013), ilişki tespit edilemeyen çalışmalar da bulunmaktadır (Zou ve Xiao, 2006; Huang ve Song, 2006; Anh ve Phuong, 2018). Pozitif yönlü ilişki; kamusal firmalarda özkaynak fonlamasının siyasi iznine ve yasal prosedürlere tabii olmasına ve borca ulaşmalarının özel firmalara göre daha kolay olmasına dayandırılmıştır. Diğer taraftan kamu firmalarının borcun vergi avantajını kullanamaması ve bu firmalarda yöneticilerin borcun kontrol gücünden kaçınmaları nedeniyle kamu firmalarının borç kullanımına meyilli olmayacaklarını öne süren çalışmalar da mevcuttur (Zou ve Xiao, 2006).

Kamu firmalarının özkaynakla finansmanının özelleştirme gibi bürokratik prosedürlere tabii olması, borca kolay ulaşma imkanları; borç kullanımını arttırıcı bir etki oluşturabilir. Ancak incelenen firmaların kamu sahiplik düzeylerinin örneklem geneli düşük olması; kamu sahipliğinin sermaye yapısına etkisini sınırlayabilmektedir.

3.7. Kurumsal Sahipliğin Sermaye Yapısına Etkileri

Aktif izleme hipotezi doğrultusunda kurumsal sahiplik; izleme ve kontrol etkisi ile ahlaki riziko probleminin azalmasına katkıda bulunmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1986; Jensen 1986). Bireysel yatırımcılara oranla daha yüksek yatırımlar yapan kurumsal yatırımcıların, yatırım yaptıkları firmaları izlemeye, kontrol etmeye ve yönlendirmeye daha çok teşviki ve yetkisi vardır. Piyasadaki kurumsal holdinglerin güçlenmesiyle kurumsal yatırımcıların izleme ve kontrol etkinliklerindeki artış, kurumsal yatırımcılar aktivizmi olarak literatürde yerini almıştır (Smith, 1996, pp. 227-228). Aktif izleme hipoteziyle çelişen Pound (1988)'un pasif oyuncu hipotezi; karşıt bir görüş sergilemektedir. Pasif oyuncu hipotezine göre azınlık ortaklara karşı içerdeki ortaklarla anlaşılan büyük kurumsal ortakların, yatırım yaptıkları firma yönetim kararlarında etkili olamadıkları ileri sürülmektedir.

Kurumsal yatırımcıların sermaye yapısına etkilerine ilişkin önceki çalışmaların sonuçları çelişkilidir. Negatif etkileri olduğuna yönelik kanıtlar elde eden çalışmaların (Chaganti ve Damanpour, 1991; Bathala vd., 1994; Pushner, 1995; Oruç, 2012; Chung ve Wang, 2014) yanı sıra pozitif etki tespit eden (Sun vd., 2016; Akgül ve Sigalı, 2018) hatta değişkenler arası ilişki olmadığını tespit eden çalışmalar da literatürde yer almaktadır (King ve Santor; 2008; Al-Fayoumi ve Abuzayed, 2009; Ege ve Topaloğlu, 2017; Anh ve Phuong, 2018). Değişkenler arasında ilişki tespiti; aktif izleme hipotezine dayandırılırken, ilişki tespit edilemeyen araştırmalar kurumsal ortakların pasif izleme yapması ve etkilerinin olmaması şeklinde yorumlanmıştır.

Vekalet teorisi ve aktif izleme hipotezi çerçevesinde kurumsal ortakların büyük ortaklar gibi; borç kullanımını arttırabileceği kabul görmektedir. Yatırım yaptıkları firmalarda borcun kontrol gücünden faydalanmak isteyen ve kar dağıtımını beklentisi olan kurumsal hissedarlar, borç kullanımını destekleyebilir. Ancak, kurumsal ortakların etkileri; yatırım yaptıkları firmadaki oy haklarına, yatırımcılara yönelik yasal korumaya ve firmayla iş ilişkileri seviyesine göre farklılık gösterecektir.

3.8. Aileden Ortakların Sermaye Yapısına Etkileri

Türkiye'de faaliyet gösteren aile firmaları genellikle yaygın olmayan sahiplik yapısı sergilemektedir, yönetici ile sahipler çoğunlukla aynı kişilerdir. Shleifer ve Vishny (1986) yaygın olmayan sahiplik yapısında sahiplerin aşırı riskten kaçınması nedeniyle potansiyel bir maliyet oluşturabileceğini belirtmektedirler. Çeşitlendirilmemiş riskleri fazla olan aileden ortakların iflas riski nedeniyle borç finansmanından kaçınması beklenebilir. Diğer taraftan, aileden ortakların şirkete özgü insan sermayesine yatırım yapmaları; kontrolü bırakmalarını zorlaştırmaktadır. Aileden ortakların firmadaki sahiplik payları genellikle yüksek seyretmektedir ve kontrol güçlerini hisse senedi piyasalarından özsermaye

artışı ile riske atmaya istekli değillerdir (Thomsen ve Pedersen, 2000, p. 693).

Konuya ilişkin önceki çalışmaların sonuçları çelişkilidir. Bazı çalışmalarda aile firmalarının daha az borç kullandıkları saptanmıştır (Mishra ve McConaughy, 1999; Santos vd., 2014). Bu çalışmaların sonuçları, yüksek borcun getirdiği iflas riski nedeni ile aile firmalarının borcu tercih etmedikleri şeklinde yorumlanmıştır. Bununla birlikte aile firmalarında borç kullanım düzeylerinin arttığını tespit eden çalışmalar da bulunmaktadır. Söz konusu çalışmalarda, aile firmalarında özkaynak fonlama imkanının sınırlı olması ile sonuçlar açıklanmıştır (Chaganti ve Damanpour, 1991; King ve Santor, 2008; Ellul, 2008; Oruç, 2012; Büyükmert, 2015).

Diğer taraftan, sermaye yapısının geçmişten gelen olaylarla oluşan bölgesel/ülkesel sahiplik yapısı doğasına, yasal yapıya ve finansal piyasaların gelişmişlik düzeylerine göre değişkenlik gösterebileceği göz ardı edilemez. Yatırımcı koruyuculuğunun az olduğu, sermaye piyasaları az gelişmiş ülkelerde kısa vadeli borç kullanımının yaygın olduğu literatürde kabul gören bir görüştür. Aşağıda Tablo 2’de sahiplik yapısının sermaye yapısına ilişkin önceki çalışmalar özetlenerek sunulmuştur.

Tablo 2: Literatür Özeti

| Çalışma | Örneklem | Analiz Yöntemi | Sermaye Yapısıyla İlgili Değişkenler | Diğer Değişkenler | Sahiplik Yapısı-Sermaye Yapısı İlişkisi Sonuçları |
|-----------------------|---|--|---|--|---|
| Brailsford vd. (2002) | Avusturyalıya 216 Firma 1989-1995 | Sıradan En Küçük Kareler Metodu | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar | En Büyük 5 Hissedar Hisse Payı Yöneticilerin Hisse Payı ve Karesi Aktif Log, Aktif Büyüme Özsermaye PD, FAVÖK Standart Sapması Vergi Öncesi Operasyonel Kar+Amortisman+ Ödenen Vergi-Temettü-Vergi, Amortisman, Temettü Ödemesi Ağırlıklı Ortalaması, En Büyük 5 Hissedar Payının %20 den Fazla Olması | En büyük 5 hissedar payı ile kaldıraç arasında yönetici sahiplik düzeyine göre farklılık gösteren (+) yönlü ilişki saptanmıştır. Yönetici sahipliği ile borç seviyesi arasında ters U şeklinde bir ilişki saptanmıştır. |
| Akhtar (2005) | Avusturyalıya 4.287 Firma 1992-2001 | Tobit Regresyon Model | Uzun Vadeli Borç/(Uzun Vadeli Borç+Özsermaye PD) | FVÖK, Amortisman Giderleri, Ödenen Vergi Toplam Dağıtılan Kar Payı, Net Faiz Giderleri, Aktif Log, Borç Dışı Vergi Kalkanı, Yurtdışı Satışlar/Toplam Satışlar Çeşitlendirme: Toplam Yan Kuruluş Sayısı | Çok uluslu ve yerli firmaların kaldıraç oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark saptanamamıştır. Her iki tür firma yapısı için büyüme, karlılığın borç düzeyini belirleyici olduğu tespit edilmiştir. |
| Zou ve Xiao (2006) | Çin 1997-2000 | | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar Toplam Borçlar/Firma PD Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar DD Uzun Vadeli Borçlar/Firma PD | Varlıkların Log., Piyasa/DD, Operasyonel Kar/Toplam Varlıkların DD, Kazanç Oynaklığı, Borç Dışı Vergi Kalkanı, Marjinal Vergi Oranı, Yabancı Sahiplik Payı, Kamu Sahiplik Payı, Kamu Tüzel Kişilik Payı | Kamusal ve yabancı sahipliğin; sermaye yapısı seçimine etkisi olduğuna yönelik kanıt elde edilememiştir. Karlılık ve kaldıraç arasında negatif yönlü ilişki tespit etmişlerdir. |
| Huang ve Song (2006) | Çin 1.086 Firma 1994-2003 | Sıradan En Küçük Kareler Metodu | Uzun Vadeli Borçlar/(Özsermaye DD+Uzun Vadeli Borçlar) Toplam Borçlar/(Toplam Borçlar/ Özsermaye DD) Uzun Vadeli Borçlar/(Özsermaye PD+Uzun Vadeli Borçlar+) Toplam Borçlar/(Toplam Borçlar/ Özsermaye PD) | FVÖK/Toplam Varlıklar Satış Log, Sabit Varlıklar/Toplam Varlıklar Efektif Vergi oranı Amortisman/Toplam Varlıklar Tobin Q, FVÖK Standart Sapması Yönetici Sahipliği, Kurumsal Sahiplik | Kurumsal ve kamusal sahipliğin kaldıraç oranı üzerinde etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Çin firmalarının vergi etkisini uzun dönemli borçlanmada dikkate aldıkları tespit edilmiştir. Firmanın büyüklüğü, sabit varlıklarda artış ile kaldıraç arasında (+) yönlü, ancak karlılık, vergi dışı kalkan, büyüme imkanları, yönetici sahipliği ile kaldıraç arasında (-) yönlü ilişkiler olduğu saptanmıştır. |
| Driffield, vd. (2007) | Malezya, Tayland, Endonezya ve Kore 1994-1998 | Panel Veri Analizi 3 Aşamalı Sıradan En Küçük Kareler | Toplam Borç/Toplam Aktifler | Sahiplik Yoğunluğu, Aktif Log, Kar Marjı, Tobin Q, Firma Yaşı, Aile Sahiplik Payı, En Büyük 5 Hissedar Payı Kontrol Hakkının Nakit Akış Haklarından Fazlalığı, En Büyük Ortak Nakit Akış Hakkı | Sahiplik yoğunluğu artan ve nakit akış ve ile kontrol haklarının ayrıldığı firmalarda daha fazla yabancı kaynak kullanıldığını tespit edilmiştir. |

| | | | | | |
|-------------------------------|--|--------------------------|---|--|---|
| King ve Santor (2008) | Kanada 613 Firma 1998-2005 | Panel Veri Analizi | Toplam Borç/Toplam Aktifler | Aktif Karlılık, Satışlarda Büyüme Aktif Log, Firma Yaş Log, Yatırım Tutarı/Satışlar, CEO İkiligi Kukla Değişkeni Aile Sahipliği/Kurumsal Sahiplik /Finansal Sahiplik Kukla Değişkenleri Piramit Kukla Değişkeni, Aile CEO İkiligi Aile Tek/Çift SınıfHisse Kukla Değişkeni | Kurumsal sahiplik ile finansal kaldıraç arasında istatistiksel bir ilişki tespit edilememiştir. Tek sınıf hisseleri olan aile firmaları yaygın sahiplik yapısı olan firmalarla kıyasla daha yüksek borç/aktifler oranı olduğu, çift sınıf hisseleri olan aile firmalarının yaygın sahiplik yapısı olan firmalara göre finansal kaldıraçlarının farklılık göstermediği saptanmıştır. |
| Ellul (2008) | 38 Farklı Ülke 5.975 Firma 1992-2006 | Panel Veri Analizi | (Kısa Vadeli Yükümlülükler İçindeki Borçlar+ Uzun Vadeli Borçlar)/Toplam Varlıklar (Kısa Vadeli Yükümlülükler İçindeki Borçlar Uzun Vadeli Borçlar)/ ((Kısa Vadeli Yükümlülükler İçindeki Borçlar +Uzun Vadeli Borçlar)+Özsermaye PD) | Satış Log, Satışlarda Artış, Firma Yaşı Hisse Getirisi, Kurumsal Vergi Oranı PD/DD, Aktif Karlılık, PD/GSYİH Hisse Getirisi, Blok Hissedar Varlığı, Ailenin Yönetimdeki Varlığı, Blok Hissedarların Nakit Akış Hakları ve Oy Hakları Arasında Fark, Hissedar veya Kredi Veren Hakları, 5 Yılda Az Süre İle %10'dan Fazla Nakit Akış Hakkı Olan Aileden Olmayan Ortak Payı, Yatırımcı /Borç Veren Hakları Endeksi | Kurumsal blok hissedarların sermaye yapısı üzerine belirgin bir etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Aile firmalarında aile sahipliği olmayan firmalara kıyasla; Tobin Q değerinin yüksek ancak kaldıraçının daha az olduğunu tespit etmişlerdir. Düşük sahiplik hakları olan ülkelerdeki aile firmalarının daha yüksek kaldıraç kullandıkları tespit edilmiştir. |
| Al-Fayoumi ve Abuzayed (2009) | Ürdün 2001-2005 | Panel Veri Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar Toplam Borçlar/Toplam Borçların DD+Toplam Varlıkların PD) | İçsel, Kurumsal, Bireysel Blok Sahip Payı Olağan Kar/Toplam Varlıklar, Duran Varlıklar /Toplam Varlıklar, Aktif Log, Satışlarda Büyüme, Amortisman/Toplam Varlıklar, operasyonel Net Gelir Standart Sapması/Toplam Varlıklar | Kurumsal ve bireysel büyük hissedarlar ile borç oranı arasında bir ilişki tespit edilememiştir. Yönetici sahipliği ile firmanın borç oranı arasında (-) yönlü bir ilişki saptanmıştır. |
| Li, Yue ve Zhao (2009) | Çin Net Satışlar 5milyon Yuan'dan Fazla Firmalar 2000-2004 | Panel Veri Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar | Kamu Sermaye Payı, Yabancı Sermaye Payı Sektör Yoğunlaşması, Firma Büyüklüğü Vergi Öncesi Kar/Toplam Varlıklar Özkaynak Karlılığı Varlıkların Vadesi Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar Herfindahl Endeksi (Firma Satışları Baz Alınarak) | Yabancı sahipliği sermaye yapısı göstergeleri ile (-) yönlü, kamusal sahipliğin kaldıraçla (+) yönlü ilişkili olduğu saptanmıştır. Aktif büyüklük ve sermaye yapısı göstergeleri arasında (+) yönlü bir ilişki saptanmıştır. Karlılık ve maddi duran varlıkların payı ile sermaye yapısı göstergeleri arasında (-) yönlü ilişki saptanmıştır. Kaldıraçta belirgin sektör etkisi olduğu tespit edilmiştir. |
| Brav (2009) | Birleşik Krallık 1997-2003 | Sıradan En Küçük Kareler | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar Kısa Vadeli Borçlar/(Kısa Vadeli (Borçlar+Uzun Vadeli Borçlar) Toplam Borçlar-Nakit)/Toplam Varlıklar | Aktif Karlılık, Satışlarda Artış, Aktif Log Yatırım Harcamaları/Toplam Varlıklar Temettü/FVÖK, Nakit/Toplam Varlıklar (Duran Varlıklar+Yatırımlar)/Toplam Varlıklar, Firma Yaş Log | Özel firmaların halka açık firmalardan daha fazla borç kullandıkları tespit edilmiştir. Özel firmaların kaldıraçlarının firma performansına göre daha fazla değişim gösterdiği tespit edilmiştir. |

| | | | | | |
|-------------------------------|---|---|---|---|--|
| Toraman ve Okuyan (2009) | Türkiye 194 Firma 2005-2007 | Regresyon Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Pasifler Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler, Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler | En Büyük 1/3/5 Ortağın Sahiplik Oranı Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar Aktif Log, FVÖK/Toplam Varlıklar FAVÖK/Toplam Varlıklar | Sahiplik yapısında yoğunlaşma ile borçlanma arasında (+) yönlü düşük katsayılı bir ilişki tespit edilmiştir. |
| Cespedes vd. (2010) | Latin Amerika 806 Firma 1996-2005 | Panel Veri Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar (Finansal Borç+Tartışılabilir Yük.)/(Finansal Borç+Tartışılabilir Yük.+Özsermaye DD) (Finansal Borç+Tartışılabilir Yük.)/(Finansal Borç+Tartışılabilir Yük.+Özsermaye PD) | Herfindahl Endeks (Bireysel Hissedarların Payı Baz Alınarak) Satış Log Etketif Vergi Oranı Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar FVÖK/Toplam Varlıklar PD/DD Yatırım Harcamaları/Duran Varlıklar | Sahiplik yoğunluğu ile kaldıraç arasında (+) yönlü ilişki saptamışlardır. Satışlarda artış ile kaldıraç arasında (+) yönlü ilişki tespit etmiştir. Daha büyük firmaların daha fazla maddi duran varlıkları olduğu ve daha fazla (+) kaldıraç kullandıkları ancak daha az (-) karlı oldukları tespit edilmiştir. |
| Ezeoha ve Okafor (2010) | Nijerya 71 Firma 1990-2006 | Panel Veri Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar | Yabancı Sahiplik Kukla Değişkeni Yoğunlaşmış Sahiplik Kukla Değişkeni Satış Log, Firma Yaş Log FVÖK/Toplam Varlıklar | Yerel firmaların yabancı firmalara kıyasla daha fazla (+) borç kullandıklarını tespit etmişlerdir. Yabancı veya yaygın sahiplik yapısı olan firmaların genellikle büyük firmalar olduğu, daha karlı oldukları ve uzun vadeli borca dayandıkları tespit edilmiştir. |
| Gürünlü ve Gürsoy (2010) | Türkiye 143 Firma 2007-2008 | Aşamalı Regresyon Analizi | Uzun Vadeli Borçların DD/(Uzun Vadeli Borçların DD+Özsermaye PD) Uzun Vadeli Borçların DD/(Uzun Vadeli Borç DD+Özsermaye DD) | Yabancı Hissedar Payı Net Satış Log, Aktif Karlılık, FVÖK/Satışlarda Değişim, Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar Yatırım Harcamaları/Toplam Varlıklar | Yabancı sahipliğin uzun vadeli kaldıraç ile (-) yönlü ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Yabancı sahiplik ile yatırım harcamaları/toplam varlıklar ve duran varlıklar/toplam varlıklar arasında (+) yönlü ilişki tespit edilmiştir. Daha büyük firmaların küçük firmalara kıyasla biraz daha fazla kaldıraç (+) kullandıkları tespit edilmiştir. |
| Aggarwal ve Kyaw (2010) | S&P 1996-2005 | Sıradan En Küçük Kareler 2 Aşamalı, 3 Aşamalı En Küçük Kareler | Uzun Vadeli Borçlar/(Uzun Vadeli Borçlar+Özsermayenin PD) | Çok Uluslu Firma Proxy, Yerel Firma Proxy Piyasa Beta Değeri, Operasyonel Kaldıraç Satışlarda Büyüme, Aktif Karlılık, PD/DD Serbest Nakit Akışları/Toplam Satışlar, Kar Dağıtım Oranı, Vergi Dışı Kalkan, Toplam Satışlar Log., FVÖK/Satışlar Yıllık Değişim | Çok uluslu şirketlerin daha düşük (-) borç oranları kullandıkları, daha fazla (+) kar payı dağıttıkları tespit edilmiştir. |
| Margaritis ve Psillaki (2010) | Fransa 3 Sanayi Sektörü 2002-2005 | Veri Zarflama Analizi, Kantil Regresyon | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar ve karesi | Aile Firmaları Proxy, Finansal Ortaklar Proxy, 2 yıl Ortalama Kar/Toplam Varlıklar Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı Maddi Olmayan Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar, %25 Altında/%25-%50 arasında/ %50'den Fazla Arasında Sahiplik Yoğunluğu Kukla Değişkeni | Yoğunlaştırılmış sahiplik yapısının genellikle daha fazla (+) borçla ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Ancak sahiplik kimliğinin kaldıraç seçimine etkisine ilişkin kanıt elde edilememiştir. |

| | | | | | |
|-----------------------------------|-------------------------------------|--|---|---|--|
| Pindado ve Torre (2011) | İspanya 135 Firma 1990-1999 | Panel Veri Analizi (GMM) | Uzun Vadeli Borçun PD/(Özsermaye PD/Uzun Vadeli Borçlar PD) | Yönetici Sahipliği %35'den Aşağı ve %70'den Yukarı Olma Kukla Değişkeni, Karlılık Finansal Stres Olasılığı, Aktiflerin Log Borçsuz Vergi Kalkanları, Yönetici Sahipliği %87'den Fazla Sahiplik Kukla Değişkeni | Sahiplik yoğunluğunun borç kullanımını arttıracacağı (+) yönünde kanıtlar elde etmişlerdir. Yönetici sahiplik payı arttığında (yönetici güçlendiği durumda) borç oranının azaldığına (-) ilişkin bulgular elde etmişlerdir. |
| Oruç (2012) | Türkiye 162 Firma 2002-2010 | Panel Veri Analizi | Toplam Borç/Toplam Varlıklar Kısa Vadeli Borç/Toplam Varlık Oranı Uzun Vadeli Borç/Toplam Varlık Oranı | En Büyük Ortak Payı, Büyük Diğer Ortağın Payı, Dağılmış Hisselerin Payı Yönetimde Görevli Ortakların Payı Kamu, Yabancı, Holding, Kurum, Vakıf Sermaye Payı, Aynı Soyada Sahip En Az İki Ortağın Olması Kukla Değişkeni, Kar Payı Ödemeleri, Temettü Verimi Oranı Nakit Kar Payı/ Piyasa Kapitalizasyonu Maddi Duran Varlıklar/Satışlar, Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlık/Aktifler | Dağınmı sahiplik ile kısa, uzun ve toplam kaldıraç arasında (+) yönlü ilişki tespit edilmiştir. En büyük hissedarın payı, yönetici payı, holding payı ile uzun vadeli ve toplam kaldıraç arasında (+) yönlü ilişki saptanmıştır. Yabancı sahiplik payı ile kısa vadeli ve toplam kaldıraç arasında (+), kurumsal sahiplik payı ile toplam ve kısa vadeli kaldıraç arasında (-), aile sahiplik payı ile uzun, kısa ve toplam kaldıraç arasında (+) yönlü ilişki saptanmıştır. |
| De La Bruslerie ve Latrous (2012) | Fransa 112 Firma 1998-2009 | Panel Veri Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar Özsermaye PD/Özsermaye DD Finansal Borçlar/Kullanılan Sermaye DD | Kontrol Eden Ortağın Nakit Akış Hakları Amortisman/Toplam Varlıklar, Aktif Log. FAVÖK/Toplam Aktifler, Borç Dışı Vergi Kalkanı, PD/DD, En Büyük Hisseedarın %10'dan, %40'tan Fazla Hisseye Sahip Olması, Nakit Akış Hakları/Oy Hakkı, Aile, Kamu, Finansal Kurum, Kurumsal Sermaye Payları, Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar | Kontrol eden hissedar payı ile kaldıraç arasında ters U şeklinde bir ilişki tespit edilmiştir. Aile firmalarının kurumsal firmalara kıyasla daha az borç (-) kullandıkları tespit edilmiştir. |
| Sayılgan ve Salman (2012) | Türkiye 179 Firma 1998-2009 | Panel Veri Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar | Halka Açıklık Payı En Büyük Hisseedar Payı Toplam Varlıkların Log | En büyük ortağın payı veya halka açıklık payı ile finansal kaldıraç arasında (-) yönlü ilişkiler tespit etmişlerdir. Aktif büyüklüğün artışı finansal kaldıraç azaltmaktadır (-). |
| Ganguli (2013) | Hindistan 100 firma 2005-2009 | Panel Veri Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar | FVÖK/Toplam Varlıklar 2005-2009 dönemi FVÖK Varyansı Maddi Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar Satışlarda Büyüme, Aktif Log Kontrol Eden Hisseedarların Sermaye Payı | Yaygın sahiplik yapısı ile kaldıraç arasında (-) yönlü ilişki tespit etmiştir. Aktif karlılık, maddi duran varlıklar/toplam varlıklar ile finansal kaldıraç arasında (-) yönlü ilişki tespit edilmiştir. |
| Zhang (2013) | Çin 2007-2012 | Havuzlanmış Sıradan En Küçük Kareler Regresyon Analizi | Uzun Vadeli Borçlar+Cari Yük. İçindeki Borçlar/(Uzun Vadeli Borçlar+Cari Yük. İçindeki Borçlar+Mevcut Yük. PD) | En Büyük Hisseedarın Oy Hakkı Firma Yaşı Yönetici, Kamu, Kamu Tüzel Kişiliği Sahipliği Firma Büyüklüğü (Duran Varlıkların Log) Somutluk (Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar), Borç Dışı Vergi Kalkanı, Vergi Oranı, PD/DD | Sahiplik yoğunluğu ile sermaye yapısı arasında ters U şeklinde, kamu sahipliği ve sermaye yapısı arasında (+) yönlü ilişki saptanmıştır. Yönetici sahipliğinin sermaye yapısına istatistiksel etkisi tespit edilememiştir. |

| | | | | | |
|----------------------|---|---|--|---|---|
| Gonzalez vd. (2013) | Kolombiya 523 Firma 1996-2006 | Panel Veri Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar Sektörel düzenlenmiş Kaldıraç Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar | Aileden CEO, Kurucu CEO, Mirasçı CEO, Aile Sahipliği, Direkt/Dolaylı Aile Sahipliği Aileden Yönetici Sahipliği, Toplam Aktiflerin Log., Oy Kullanma Hakkı, Aileden Yönetici Oranı, Dışarıdan Yönetici Oranı, Bayan Yönetici Oranı, Yönetim Kurulu Hisse Payı, Aktif Karlılık, Firma Yaşı, Kurumsal Yönetim Özel/Halka Açık Kukla Değişkeni | Genç firma kurucusu veya firma kurucusu mirasçısı yöneticilerin daha az (-) borç kullandıkları tespit edilmiştir. Firma aile ilişkisinin direktten dolaylıya geçtiğinde borç düzeyinin arttığı (+) saptanmıştır. Aile bireylerinin Yönetim Kurulunda olması ama yönetici olmaması durumunda borç kullanımının azaldığı (-) tespit edilmiştir. |
| Chen vd. (2014) | Çin 1.481 Firma 2011 Yılı | Sıradan En Küçük Kareler Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Varlıkların DD Toplam Borçlar/Toplam Varlıkların PD Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Borçların PD Borçlar/Toplam Borçların DD | Yerel/Yabancı Ortak Sermaye Payı Kamu Sermaye Payı Net Satış Log, Aktif Karlılık Operasyonel Gelir Büyüme Oranı Maddi Olmayan Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar, Vergi (Kurumsal Vergi/Operasyonel Kar), Risk(Aktif Karlılık Standart Sapması) | Yabancı sahipliği ile kaldıraç arasında (-); kamu sahipliği ile uzun vadeli kaldıraç arasında (+) yönlü ilişki tespit edilmiştir. Yerel özel firmaları daha fazla özsermaye, büyük firmaların daha fazla borç kullandıkları ancak daha az karlı oldukları tespit edilmiştir. Karlı firmaların içsel sermayeye yönelindikleri saptanmıştır. |
| Chung ve Wang (2014) | A.B.D. 40.963 örneklem 1985-2008 | Sıradan Üç Aşamaları En Küçük Kareler Analizi | Yıllık Kaldıraç Değişimi Toplam Borçlar/(Toplam Borçlar+Özsermaye) | Yıllık Kurumsal Sahiplik Değişimi Kurumsal Sahiplik Payı, Satış, Firma Yaşı, Giderleri/Satışlar, Sigorta Şirketleri, Yatırım Ortaklıkları, FAVÖK/Toplam Varlıklar, PD/DD, Bağımsız Yatırım Danışmanları Payı, Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar Ar-ge Giderleri/Toplam Satışlar | Kurumsal sahiplik artarken kaldıraç oranının azaldığına (-) ilişkin kanıtlar elde etmişlerdir. Bir firmanın yetersiz olan firma kaldıraç arttığında kurumsal sahipliğin azaldığını (-) saptanmıştır. |
| Santos vd. (2014) | 12 Batı Avrupa Ülkesi 694 Firma 2002-2006 | Panel Veri Analizi | Uzun Vadeli Borçlar+Cari Yükümlülükler İçindeki Borçlar/ (Uzun Vadeli Borçlar + Cari Yükümlülükler İçindeki Borçlar + Mevcut Yükümlülükleri PD) | Birinci/İkinci/Üçüncü En Büyük Ortakların Payları, %10-%25 Hakim Ortak Sahipliği, %25-%50 Hakim Ortak Sahipliği, %50 Üstü Hakim Ortak Sahipliği, Aile Sermaye Sahipliği, FAVÖK/Aktifler, Firma Yaşı, Vergi, Amortisman, Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar | İkinci veya üçüncü büyük hissedar olması kaldıraç oranı üzerinde belirgin bir (+) yönlü etki, en büyük hissedarın elindeki sahiplik payı ile kaldıraç arasında (-) yönlü bir ilişki saptanmıştır. Aile firmalarının piyasa kaldıraç üzerinde (-) yönlü etkisi olduğu ve etkinin yasal kurumsal çevreye göre değiştiği tespit edilmiştir. |
| Pirzada vd. (2015) | Malezya 30 firma 2001-2005 | MANOVA | Uzun Vadeli Borçlar/Özsermaye | Aktif Karlılık, Özsermaye Karlılığı, Hisse Baş Kar, Fiyat/Kazanç, Kurumsal Sahiplik | Kurumsal sahipliğin sermaye yapısına istatistiki bir etkisi tespit edilememiştir. |
| Büyükmert (2015) | Türkiye BİST 133 firma 2010-2013 | Çoklu Regresyon Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar Uzun Vadeli Borç Oranı Özkaynaklar/Toplam Varlıklar Kısa Vadeli Borç Oranı | En Büyük 1. Hissedar Payı En Büyük 3 Hissedarın Payı Yabancı Ortakların Payları Aktif Karlılık Satışları Karlılığı Duran Varlıklar Oranı | En büyük ortak payı ile kaldıraç oranı arasında (-) yönlü bir ilişki tespit etmiştir. Aile firmalarının daha fazla (+) toplam kaldıraç ve kısa vadeli kaldıraç kullandığı tespit edilirken, yabancı sahipliğin sermaye yapısı göstergelerine etkisi tespit edilememiştir. Karlılığın artmasıyla borç kullanımı arttığı saptanmıştır. |

| | | | | | |
|---|---|--|---|---|--|
| Önem ve Demir (2015) | Türkiye BİST 135 firma 2009-2012 | Panel Veri Analizi | Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar | Halka Açıklık Oranı, Net Kar/Özsermaye En Büyük Ortak/İkinci Ortak Sermaye Payı Tobin Q, Net Kar/Satışlar, Net Satışlar /Toplam Aktifler, PD/DD, Net Satışlar/Özsermaye, Net Kar/Toplam Aktifler, | En büyük birinci ve ikinci ortak paylarının, halka açıklık oranının finansal kaldıraçta istatistiksel olarak anlamlı bir etkisini tespit edememişlerdir. |
| Sun vd. (2016) | B.K. 383 Firma 1998-2012 | Sıradan EKK İki Aşamalı EKK Lojistik Regresyon | Toplam Borçlar/Toplam Varlıkların DD Toplam Borçlar DD/(Toplam Borçlar DD+Özsermaye PD) | Kurumsal Ortak Sermaye Payı, PD/DD, Satışlarda Artış, Kriz Kukla Değişkeni Maddi Duran Varlıklar/Duran Varlıklar FAVÖK/Toplam Varlıklar, Temettü Oranı, Özsermaye Değişimi, Karın Standart Sapması, Borç Dışı Vergi Kalkanı, PD Log, Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar | Kurumsal sahipliğin firma kaldıraç ile (+) yönlü ilişkili olduğu, yoğunlaşmış yönetici sahipliğinin kaldıraç ile (-) yönlü ilişkili olduğu tespit edilmiştir. |
| Ege ve Topaloğlu (2017) | Türkiye BIST 30 Endeksi 2009-2015 | Panel Veri Analiz | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar | En Büyük Birinci/İkinci/Üçüncü Ortağın Payı Yabancı/Kurumsal Ortakların Payları Aktif Karlılık Oranı, Halka Açıklık Oranı Toplam Varlıkların Log Aktif Karlılık | En büyük birinci, ikinci, üçüncü ortakların, halka açıklık oranının yabancı ve kurumsal ortakların; sermaye yapısı üzerine istatistiksel etkisi tespit edilememiştir. Aktif karlılığın, aktif büyüklüğün toplam kaldıraç oranına (-) yönlü istatistiksel etkisi saptanmıştır. |
| Huang vd. (2018) | Çin Shanghai Shenzhen Borsası 2007-2012 | Havuzlanmış Sıradan En Küçük Kareler Metodu | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar | En Büyük Ortak Sermaye Payı, Kamusal Sahiplik Payı, Toplam Varlıkların Log, Cari Varlıklar Oranı, FVÖK/Toplam Varlıklar, Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar, Büyüme Olasılıkları((Özkaynak PD+Borçlar DD))/Toplam Varlıklar DD) | Kamunun en büyük hissedar olmaması durumunda firma kaldıraçının (+) yönlü etkilendiğini tespit etmişlerdir. En büyük hisseye sahip olan ana firmanın kamu firması olması halinde, kamusal sahiplik daha düşük (-) kaldıraç ile ilişkilendirilmektedir. |
| Anh ve Phuong (2018) | Vietnam 642 Firma 2009-2015 | Panel Veri Analizi | Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar, Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar Banka Kredileri/Toplam Varlıklar | Yabancı, Kurumsal, Kamusal, Yönetici, En Büyük Hissedarın Sermaye Payı Herfindahl Endeksi (Büyük Hissedarlar İçin) Firma Yaşı, PD/DD | Yönetici sahipliği ile borç oranları arasında ters U şeklinde; banka borçları arasında N şeklinde ilişki tespit edilmiştir. Yabancı, kurumsal veya kamusal sahipliğinin sermaye yapısı üzerinde istatistiksel bir etkisi tespit edilememiştir. |
| Akgül ve Sigalı (2018) | Türkiye 11 Ulaştırma Firması 2002-2013 | Panel Veri Analizi | Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler Toplam Borçlar/Toplam Aktifler | En Büyük Ortak Payı, Yönetim Kurulu Sahipliği, CEO İkililiği, CEO Sahipliği, İçsel Sahiplik, Kurumsal Sahiplik Yönetim Kurulu Bağımsızlığı Aktif Kar, Özkaynak Karlılığı Vergi Dışı Vergi Kalkanı, Aktif Log Büyüme, Oynaklık (Aktif Karlılığın Varyansı), Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar | Kurumsal sahiplik ile kaldıraç arasında istatistiksel ilişki tespit edilemezken, uzun vadeli finansal kaldıraç ile (+) yönlü istatistiksel bir ilişki saptanmıştır. İçsel sahiplik ile toplam kaldıraç arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Duran varlıkların toplam varlıklara oranı ile toplam kaldıraç arasında (+), aktif karlılık ve uzun vadeli kaldıraç arasında (-) yönlü ilişki tespit edilmiştir. |
| Açıklama: Piyasa Değer (PD), Defter Değeri (DD); Logaritma (Log), Pozitif (+), Negatif (-), En Küçük Kareler (EKK), Yükümlülükler (Yük.), FVÖK (Faiz Vergi Öncesi Kar) | | | | | |

4. ARAŞTIRMA

Firma kararlarında söz sahibi olan ortakların firmayla ilişkilerini yansıtan sahiplik yapısı bileşenlerindeki değişimin firmaya etkilerinin ve dolayısı ile sermaye yapısına etkilerinin olması muhtemeldir. Ancak bu etkinin ne yönde olduğu ülkedeki yasal yapıya, vergi uygulamalarına, sermaye piyasalarındaki gelişmişlik düzeyine ve yaygın alışkanlıklara göre farklılık gösterebileceği de aşikardır. Gelişmiş ülkelerde konuya ilişkin çeşitli araştırmalar yapılmış olmasına karşın, gelişmekte olan ülkelere yapılan araştırmaların sayıları sınırlıdır.

4.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmada gelişmekte olan bir ülke Türkiye örneğinde sahiplik yapısının sermaye yapısına etkilerini inceleyerek; paydaşlara yatırımları hakkında aydınlatıcı bilgiler sağlamayı ve düzenleyicilere düzeltici, önleyici, iyileştirici faaliyetlerde kullanılacakları bilgiler sunmayı amaçlamaktadır.

4.2. Araştırmanın Kapsamı

Bu çalışmada BIST imalat sanayinin üç alt sektöründen yirmişer firmanın 2012-2017 dönemini kapsamaktadır. Örneklemin kapsadığı imalat sanayinin üç alt sektörü; (1) Metal eşya, gereç ve makine yapım; (2) Kimya, petrol plastik ve kauçuk ürünleri; (3) Taş ve toprağa dayalı imalat sanayii sektörleridir. Verileri eksiksiz olan ve özsermayesi negatif olmayan firmalar örnekleme dahil edilmiştir. Her sektör grubundan eşit sayıda firma, veri setine dahil edilerek sektörün olası etkilerinin azaltılması amaçlanmıştır. Sektörlerde firma sayılarının az olması nedeniyle sektörleri tek tek analiz etmek, yeterli örneklem olmaması açısından yanıltıcı bilgiler sunabilir. Diğer taraftan sektörler göre finansal oranlar farklılık göstermektedir. Üç farklı sektörden eşit sayıda firma seçiminin bu etkileri azaltabileceği öngörülmüştür. Firmaların seçiminde; firma büyüklüğü göstergesi olarak toplam aktifler değerleri esas alınmıştır. Bu şekilde sektörde aşırı büyük veya küçük olan gözlemler örneklem dışı bırakılması amaçlanmıştır. Verileri tam olan ve özsermayesi negatif olmayan; metal eşya, gereç ve makine yapım sanayisinde faaliyet gösteren 26 firma; taş ve toprağa dayalı imalat sanayisinde faaliyet gösteren 25 firma ve kimya, petrol plastik ve kauçuk ürünleri sanayisinde faaliyet gösteren 22 firma tespit edilmiştir. Sektörler içinde aktif büyüklüğü en yüksek ve en az olan firmalar sırayla çıkarılarak, üç sektörden yirmişer firma kalacak şekilde örneklem düzenlenmiştir. Çalışma 6 yıllık zaman periyodunu (T) ve 60 yatay kesit birimi (N) kapsamaktadır. Veri seti Finnet veri tabanından ve Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) sağlanmıştır. Çalışmaya dahil edilen hisseler EK 1'de sunulmuştur.

4.3. Araştırmanın Yöntemi

Araştırma tasarımı, iki hipotezin test edilmesinden oluşmaktadır. İlgili hipotezler: “H0= Sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasında bir ilişki yoktur, H1= Sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasında bir ilişki vardır.” şeklindedir.

Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren firmaların nicel verileriyle söz konusu hipotezler test edilmiştir. BIST imalat sanayinin üç alt sektöründen yirmişer firmanın 2012-2017 dönemini kapsayan çalışmanın verileri, kesitsel zaman serisi özelliği göstermektedir. Bu nedenle uzamsal ve zamansal boyutta regresyon analizine olanak sunan panel veri analizi (Hsiao, 2007, p. 1) tercih edilmiştir ve Stata 12 programında uygulanmıştır.

Araştırmanın incelendiği dönemin küçük olduğu, özellikle sabit T (zaman), büyük N (birim) asimptotikleri olduğu durumlarda dinamik davranışın kısıtlanmasına ihtiyaç olmaması nedeniyle çalışmada birim kök testlerine yer verilmemiştir (Wooldridge, 2010, p. 175)². Literatür doğrultusunda seçilen serilerle oluşturulan modellerde, bağımsız değişkenler arası çoklu doğrusal bağlantı sorununun varlığı Varyans Artış Faktörü (VIF) testiyle kontrol edilmiştir. Modeller çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmayacak şekilde düzenlenmiştir. Analizde kullanılan değişken ve modeller; aşağıda Tablo 3 ve Tablo 4’te yer almaktadır.

Uygun panel veri analizi seçimi yapmak amacıyla klasik model tercihini sınamak için F testi, rassal etkiler-sabit etkiler modeli tercihi yapmak için Hausman testi uygulanmıştır. Ardından panel veri modeline uygun ek testler ile otokorelasyon, heteroskedasite ve birimler arası korelasyon sorunları test edilmiştir. Söz konusu sorunların varlığı halinde, hata terimi varyansı birim matrise eşit değildir, dolayısıyla modellerin etkinliği ve tutarlılığı etkilenmektedir. Tespit edilen sorunların modellerden arındırılması için dirençli standart hatalar tahmincisi, Driscoll-Kraay tahmincisi uygulanmıştır.

4.4. Değişkenler ve Modeller

Finansal açıdan sahiplik yapısına bakıldığında, sahiplik yapısı temelini sermaye sahipliğinden almaktadır. Sermaye sahipliğinde iki unsur öne çıkmaktadır; sahipliğin türü ve yoğunluğu. Sahiplik yoğunluğunu ölçmek amacıyla literatürde sıklıkla hakim hissedarın payı, büyük hissedarların payları, halka açıklık oranı, kararı etkileme gücüne sahip hissedar sayısı göstergeleri kullanılmıştır. Diğer taraftan; yerli/yabancı, aileden, kurumsal

² Professor Jeffrey M. Wooldridge savını destekler şekilde, literatürde kısa dönemli panel veri analizi uygulanan, özellikle N>T olduğu durumları içeren bir çok araştırma; birim kök testi içermemektedir. Bu çalışmalardan bazıları şu şekildedir: Ganguli, 2013; Khan ve Nouman, 2017; King ve Eric, 2008; Pindado ve Torre, 2011.

hissedarların payları, halka açıklık oranı, kamu/özel hisse payları; sahiplik kimliği göstergeleri olarak literatürde yerini almıştır.

Firmalar fon ihtiyaçlarını karşılarken sermaye ve borç olmak üzere başlıca iki kaynaktan faydalanırlar. Borç firma dışı kaynak bulma yöntemi olup, özsermaye firma içinden veya dışından da sağlanabilmektedir. Özkaynağın firma içinden sağlanmasına dağıtılmamış karların, yedek akçelerin kullanımı; firma dışından özkaynak sağlanmasına sermaye arttırma, katılma intifa senedi satma ve yeni ortak alma yöntemleri örnek verilebilir. Sermaye yapısı; firmanın fon ihtiyaçlarını karşıladığı kaynak bileşimini ifade etmektedir.

Önceki çalışmalarda ağırlıklı olarak toplam borç/toplam aktifler oranı göstergesi kullanıldığı görülmektedir. Finansal kaldıraç oranı olarak adlandırılan bu göstergeye ek olarak; kısa vadeli borçlar/toplam aktifler, uzun vadeli borçlar/toplam aktifler göstergelerinin bazı araştırmalarda yer aldığı tespit edilmiştir. Analiz kapsamındaki değişkenlerin açıklamaları ve değişkenlerin dahil edildiği önceki çalışmalar Tablo 3'te sunulmuştur.

Tablo 3: Analiz Değişkenleri

| Sembol | Değişkenler ve Açıklamaları | Literatür |
|---|--|--|
| I-Sermaye Yapısı Göstergeleri | | |
| BORCAKT | Finansal Kaldıraç Oranı (Toplam Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar) | Brailsford vd. (2002), King ve Santor (2008), Al-Fayoumi ve Abuzayed (2009), Toraman ve Okuyan (2009), Li vd. (2009), Oruç (2012), Gonzalez vd. (2013); Ege ve Topaloğlu (2017), Sun vd. (2016). |
| KVYKTV | Kısa Vadeli Finansal Kaldıraç Oranı (Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar) | Toraman ve Okuyan (2009), Oruç (2012). |
| UVYKTV | Uzun Vadeli Finansal Kaldıraç Oranı (Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar) | Toraman ve Okuyan (2009), Oruç (2012). |
| II-Sahiplik Yoğunluğu Göstergeleri | | |
| BIR | En Büyük Ortağın Sermaye Payı/Toplam Sermaye | Brailsford vd. (2002), Margaritis ve Psillaki (2010), Oruç (2012), Ege ve Topaloğlu (2017). |
| IKUCBBIR | (En Büyük İkinci Ortağın ve En Büyük Üçüncü Ortağın Sermaye Payları)/En Büyük Birinci Ortağın Sermaye Payı | Literatürde rastlanılmamakla birlikte büyük ortakların yakın takibinin etkisini tespit etmek için eklenmiştir. |
| FSP | Firmanın Fiili Dolaşımdaki Sermaye Payı/Toplam Sermaye | Oruç (2012), Ege ve Topaloğlu (2017). |
| III-Sahiplik Kimliği Göstergeleri | | |
| KURUM | Kurumsal Ortakların Sermaye Payları/Toplam Sermaye | King ve Santor (2008), Al-Fayoumi ve Abuzayed (2009), Oruç (2012), Sun vd. (2016), Ege ve Topaloğlu (2017). |
| YABANCI | Yabancı Ortakların Sermaye Payları/Toplam Sermaye | Li vd. (2009), Gürnlü ve Gürsoy (2010), Oruç (2012), Chen vd. (2014), Ege ve Topaloğlu (2017). |
| IV-Diğer Değişkenler | | |
| MDVTV | Maddi Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar | Li vd. (2009). |
| AKO | Aktif Karlılık (Net Kar/Toplam Aktifler) | Li vd. (2009), Aggarwal ve Kyaw (2010), Gonzalez vd. (2013), Ege ve Topaloğlu (2017). |

İlk aşamada literatür doğrultusunda seçilen değişkenler varyans artış faktörü (VIF) testine tabi tutulmuştur; VIF değeri 10'un altında olan değişkenler ile bu kısımda uygulanacak modeller oluşturulmuştur. VIF test sonuçları EK 2'de, analiz modelleri ise aşağıda Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4: Analiz Modelleri

| Model No | Model |
|---|---|
| Model 1 | $BORCAK_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 BIR_{it} + \beta_2 IKUCBBIR_{it} + \beta_3 KURUM_{it} + \beta_4 YABANCI_{it} + \beta_5 FSP_{it} + \beta_6 AKO_{it} + \epsilon_{it}$ |
| Model 2 | $UVYKTV_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 BIR_{it} + \beta_2 IKUCBBIR_{it} + \beta_4 YABANCI_{it} + \beta_3 KURUM_{it} + \beta_5 FSP_{it} + \beta_6 MDVTV_{it} + \beta_7 AKO_{it} + \epsilon_{it}$ |
| Model 3 | $KVYKTV_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 BIR_{it} + \beta_2 IKUCBBIR_{it} + \beta_3 KURUM_{it} + \beta_4 YABANCI_{it} + \beta_5 FSP_{it} + \beta_6 AKO_{it} + \epsilon_{it}$ |
| N=360, T=6, N gözlem sayısı, T yıl bazında zaman periyotunu göstermektedir. | |

5. ANALİZ ve BULGULAR

Üç alt imalat sanayi sektöründen seçilen yirmişer firmanın 2012-2017 dönemi verileri ile gerçekleştirilen panel veri analizi bulguları bu başlık altında toplanmıştır. Analizde kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler aşağıda Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5: Tanımlayıcı İstatistikler

| Değişkenler | Ortalama | Ortanca | Maksimum | Minimum | Standart Sapma |
|--|-----------|----------|----------|----------|----------------|
| BIR | 0,5200281 | 0,497115 | 0,978032 | 0,044500 | 0,2238158 |
| IKUCBBIR | 0,4242952 | 0,290314 | 1,856223 | 0,001423 | 0,3985086 |
| KURUM | 0,6025186 | 0,703130 | 0,990553 | 0,000000 | 0,3293809 |
| YABANCI | 0,1946640 | 0,042093 | 0,982038 | 0,000000 | 0,2891796 |
| FSP | 0,2949008 | 0,252500 | 0,932900 | 0,015400 | 0,1922724 |
| BORCAKT | 0,4509617 | 0,436198 | 0,972079 | 0,111710 | 0,1998584 |
| UVYKTV | 0,1307758 | 0,092408 | 0,602238 | 0,008725 | 0,1166079 |
| KVYKTV | 0,3201859 | 0,300697 | 0,806786 | 0,046897 | 0,1555207 |
| MDVTV | 0,3340953 | 0,337689 | 0,876889 | 0,008412 | 0,1592630 |
| AKTIF | 9,47E+08 | 4,08E+08 | 1,20E+10 | 1,28E+07 | 1,42E+09 |
| AKO | 0,0675653 | 0,068840 | 0,435626 | -0,30606 | 0,0841389 |
| N=360, T=6, N gözlem sayısı, T yıl bazlı zaman periyotunu (2012-2017 dönemi-6 yıl) göstermektedir. | | | | | |

Örnekleme firmalarda en büyük ortakların sermaye paylarının ortalaması yaklaşık olarak %52; ikinci ve üçüncü ortakların sermaye paylarının birinci ortak sermaye payına oranının yaklaşık ortalamasının %42 olduğu görülmektedir. Sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu söylenebilir. Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de sermaye piyasalarının az gelişmiş olması bu durumun belirleyicileri arasındadır.

Sahiplik kimliği göstergelerinde; kurumsal hissedarların paylarının yaklaşık ortalaması %60, yabancı hissedarların payları %20, fiili dolaşımdaki

sermaye payı %30 şeklindedir. Ancak fiili dolaşımdaki sermaye payında da yabancı, kurumsal hissedarların payları olabileceği gözardı edilmemelidir.

Sermaye yapısı göstergelerinin ortalama değerleri ise; toplam borçların aktiflere oranı yaklaşık ortalaması %45, kısa vadeli yabancı kaynakların aktiflere oranı %32, uzun vadeli yabancı kaynakların aktiflere oranı %13, maddi duran varlıkların aktiflere oranı %33 şeklindedir. Ortalamada borçlar aktiflerin yaklaşık %45'ine eşdeğerdir ve kısa vadeli borç kullanımı uzun vadeli borç kullanımının iki katından fazla bir değerdedir. Gelişmekte olan ülkelerde fon bulma sıkıntıları nedeni ile kısa vadeli borç kullanımı yaygındır. Aktif karlılık oranı yaklaşık ortalaması ise %7'dir.

Çalışmada; klasik modelin uygunluğunu sınamak amacıyla F testi, ardından rassal etkiler-sabit etkiler modelleri arasında tercih yapmak amacıyla Hausman testi çalıştırılmıştır (bkz. EK 3). Üç modelde F testi sonuçları olasılık (prob.) değerleri 0,05 altındadır, “birim ve/veya zaman etkileri yoktur” hipotezi reddedilmektedir, klasik modelin uygun olmadığı kabul edilmektedir. Hausman testi sonuçları olasılık değerleri ise (bkz. EK 3), 0,05 kritik değer altındadır, “parametreler arasındaki fark sistematik değildir” hipotezi reddedilmektedir. Alternatif hipotez parametreler arasındaki farkın sistematik olduğu, sabit etkiler modelinin geçerli olduğu kabul edilmiştir.

Panel veri modelleri hata terimlerinin birimlere göre ve birimler içerisinde varyanslı (homokedastik) ve hata terimlerinin birimsel, dönemsel ve uzamsal olarak korelasyonsuz (otokorelasyonsuz) olduğu varsayımı (Yerdelen Tatoğlu, 2016, s. 209) nedeniyle sözkonusu sorunların varlığı test edilmesi gerekmektedir. Sabit etkiler modelinde Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson ve Baltagi-Wu LBI yerel en iyi değişmez testleriyle otokorelasyon sorunu, Değiştirilmiş Wald testiyle heteroskedasite sorunu, Pesaran'ın testi ile birimler arası korelasyon sorunu incelenmiştir. Wald testi H_0 hipotezi “varyanslar birimlere göre varyanslıdır, homokedastiktir”, Pesaran'ın birimler arası korelasyon testi H_0 hipotezi “birimler arası korelasyon yoktur” şeklindedir. Testlerde olasılık değerlerinin 0,05 altında çıkmasıyla H_0 hipotezleri reddedilmektedir. Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson ve Baltagi-Wu LBI'nın yerel en iyi değişmez testlerinde; 2'nin altında olan Durbin Watson, Baltagi-Wu LBI değerleri, modellerde ciddi boyutta otokorelasyon sorunu olduğu şeklinde yorumlanmaktadır.

EK 4'de sonuçları yer alan testler sonucunda, sabit etkiler modellerinde otokorelasyon, birimler arası korelasyon ve heteroskedasite sorunları varlığı tespit edilmiştir. Söz konusu standart hataları modellerden arındırmak için sabit etkiler modeline uyarlanan Driscoll ve Kray (1998)'in tahmincisi kullanılabilir.

Aşağıda yer alan Tablo 6, iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm her üç model için sabit etkiler modeli sonuçlarını, ikinci bölüm ise her üç modelin standart hatalardan arındırılmış Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar tahmin sonuçlarını içermektedir. Panel veri modelleri hata terimlerinin birimlere göre ve birimler içerisinde varyanslı olduğu ve hata terimlerinin dönemsel uzamsal ve birimsel olarak korelasyonsuz olduğu varsayımı doğrultusunda Tablo 6'da yer alan sadece dirençli tahminci sonuçları yorumlanacaktır.

Tablo 6: Analiz Sonuçları

| SABİT ETKİLER MODELİ TAHMİN SONUÇLARI | | | |
|--|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| Bağımsız Değişkenler | Model / Bağımlı Değişkenler | | |
| | Model 1 BORCAKT | Model 2 UVYKTV | Model 3 KVYKTV |
| BİR | 0,1342556 (0,452) | 0,0741399 (0,589) | -0,0114157 (0,941) |
| İKUCBBİR | 0,1525529 (0,007)* | 0,0292142 (0,489) | 0,1277814 (0,009)* |
| KURUM | 0,3013725 (0,020)** | 0,3719965 (0,000)* | -0,0702908 (0,527) |
| YABANCI | -0,2053905 (0,080)*** | -0,0980372 (0,209) | -0,0901772 (0,371) |
| FSP | 0,5025508 (0,000)* | 0,1991403 (0,0027)* | 0,2836298 (0,005)* |
| AKO | -0,4463853 (0,000)* | -0,1327072 (0,062)*** | -0,2619102 (0,001)* |
| MDVTV | - | 0,1731961 (0,001)* | - |
| Const | 0,0567747 (0,673) | -0,2328492 (0,024)** | 0,2658645 (0,022)** |
| R2 overall | 0,0822 | 0,0194 | 0,0226 |
| Prob > F | (0,000)* | (0,000)* | (0,000)* |
| DİRENÇLİ TAHMİNCİ SONUÇLARI | | | |
| Bağımsız Değişkenler | Model / Bağımlı Değişkenler | | |
| | Model 1 BORCAKT | Model 2 UVYKTV | Model 3 KVYKTV |
| BİR | 0,1342556 (0,573) | 0,0741399 (0,584) | -0,0114157 (0,927) |
| İKUCBBİR | 0,1525529 (0,082)*** | 0,0292142 (0,550) | 0,1277814 (0,016)** |
| KURUM | 0,3013725 (0,035)** | 0,3719965 (0,001)* | -0,0702908 (0,356) |
| YABANCI | -0,2053905 (0,021)** | -0,0980372 (0,209) | -0,0901772 (0,075)*** |
| FSP | 0,5025508 (0,012)** | 0,1991403 (0,004)* | 0,2836298 (0,026)** |
| AKO | -0,4463853 (0,028)** | -0,1327072 (0,090)*** | -0,2619102 (0,028)** |
| MDVTV | - | 0,1731961 (0,004)* | - |
| Const | 0,0567747 (0,741) | -0,2328492 (0,071)** | 0,2658645 (0,012)** |
| R2 overall | 0,1555 | 0,1132 | 0,1258 |
| Prob > F | (0,001)* | (0,006)* | (0,000)* |
| Panel Veri Modelleri | Driscoll-Kraay Tahmincisi | Driscoll-Kraay Tahmincisi | Driscoll-Kraay Tahmincisi |
| Yatay Kesit Sayısı: 60 | | Gözlem Sayısı:360 | Yıllar: 2012-2017 |
| Açıklama: Parantez içindekiler olasılık (prob.) değerlerini göstermektedir. *,**,*** sırasıyla %1(p<0,01), %5 (p<0,05) ve %10 (p<0,10) düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduklarını belirtmektedir. | | | |
| Değişkenlerin Açıklaması: Toplam Borçlar/Toplam Aktifler (BORCAKT), Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Toplam/Toplam Varlıklar (KVYKTV), Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar (UVYKTV), En Büyük Ortak Payı (BİR), En Büyük İkinci ve Üçüncü Ortak Payları Toplamı/En Büyük Birinci Ortak Payı (İKUCBBİR), Yabancı Hissedarların Sermaye Payı (YABANCI), Kurumsal Hissedarların Sermaye Payı (KURUM), Fıili Dolayındaki Sermaye Payı (FSP), Maddi Maddi Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar (MDVTV), Aktif Karlılık (AKO). | | | |

Driscoll ve Kray (1998) standart hata tahminçileri sonuçlarına göre, modellerin F istatistiği olasılık değerleri %1 düzeyindedir, modeller istatistiksel olarak anlamlıdır. Modellerde R2 değerleri sırayla, model 1'de (0,1555), model 3'te (0,1258) ve model 2'de (0,1132) şeklindedir ve bu değerler bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama düzeylerini göstermektedir.

Çalışmada en büyük hissedarın payı ve sermaye yapısı göstergeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Üç modelde ulaşılan bulgular, Ege ve Topaloğlu (2017)'nin çalışmalarıyla paralellik göstermektedir. İkinci ve üçüncü en büyük ortakların toplam sermaye paylarının en büyük ortak payına oranı model 1 ve 3'te bağımlı değişkenlerle istatistiksel olarak anlamlı, model 2'de istatistiksel olarak anlamsızdır (prob.=0,550). Örneklem genelinde, en büyük ikinci ve üçüncü ortakların toplam sermaye paylarının en büyük ortağın payına kıyasla artışı; toplam kaldıraç ve kısa vadeli kaldıraç arttırmaktadır. Ancak söz konusu değişkenin uzun vadeli kaldıraç istatistiksel etkisi tespit edilememiştir. Aktif izleme hipotezi doğrultusunda; yöneticinin çıkarları yönünde sermaye yapısı kararlarını belirlemesine aktif büyük hissedarların engel olacağı ileri sürülmektedir (Shleifer ve Vishny, 1986). Friend ve Lang (1988) diğer yatırımcılara kıyasla daha fazla riske maruz kalan yönetici sahiplerin çeşitlendirilmemiş riski nedeniyle; borcu tercih etmeyeceklerini öne sürmüşlerdir. Büyük hissedarların; yönetimin borç oranını kendi çıkarları doğrultusunda düzenlemesine engel olacaklarını belirtmişlerdir. Kurumsal borç kullanımının borç verenlerce aktif izleme getirmesiyle firmanın izlenmesinin ve kontrol edilmesinin artabileceği varsayıldığında, dışsal büyük hissedarların borç kullanımına destek vermesi beklenecektir. Diğer taraftan hakim ortak payına yakın belirgin büyük hissedarların varlığı, kontrolü kaybetmek istemeyen hakim ortağın özkaynak fonlamasından ziyade borç kullanması hususunda firmayı yönlendiriyor olması da mümkündür. Brailsford vd. (2002) ve Santos vd. (2014) çalışmalarında dışsal büyük hissedarların sermaye payları ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü ilişki saptamışlardır.

Kurumsal hissedarların sermaye payı ve sermaye yapısı değişkenleri arasında model 1 ve 2'de istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönlü ilişki tespit edilirken model 3'teki ilişki istatistiksel olarak anlamsızdır. Kurumsal yatırımcılar; toplam kaldıraç ve uzun vadeli kaldıraç oranını arttırmaktadır. Diğer taraftan kurumsal yatırımcıların sermaye payı ile kısa vadeli kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki tespit edilememiştir. Kurumsal yatırımcılar bireysel olanlara kıyasla daha büyük ölçekte yatırım yapmaktadırlar ve firmalarda daha büyük sermaye paylarına sahiplerdir. Kurumsal ortakların sermaye payı yüksekliğinin büyük ortakların varlığını işaret ettiğini düşünecek olursak, büyük hissedarlarda olduğu gibi aktif izleme rolüyle çalışmanın sonuçları ilişkilendirilebilir. Yöneticinin

çeşitlendirilmemiş riski sebebiyle borç kullanmaktan kaçışını, büyük kurumsal hissedarların engellediği ileri sürülebilir. Diğer taraftan, kurumsal hissedarlar borcun kontrol gücünden faydalanmak da istiyor olabilirler. Alternatif bir görüş olarak; büyük kurumsal yatırımcıların varlığında, kontrolü kaybetmek istemeyen hakim ortağın, borç kullanımını lehinde firmayı yönlendirmesinin mümkün olduğu da ileri sürülebilir. Çalışmaya paralel Sun vd. (2016) ve Akgül ve Sigalı (2018) kurumsal sahiplik ve finansal kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Yabancı hissedarların sermaye payları ve sermaye yapısı değişkenleri arasında model 1 ve 3'te negatif yönlü istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Yabancı ortakların payları arttığında; toplam borçların toplam aktiflere oranı ve kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı azalmaktadır. Ancak yabancı ortakların paylarının, uzun vadeli kaldıraç oranına istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir. Yabancı ortaklardan sağlanan fonların yatırım yaptıkları firmaların fon açığına katkı sağlaması ile sonuçlar ilişkilendirilebilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere gelen yabancı ortakların farklı fon kanallarına erişimlerinin daha kolay ve avantajlı olması söz konusu etkinin kaynakları arasında olabilir. Çalışmaya paralel, Li vd. (2009) ve Chen vd. (2014) yabancı firmaların finansal kaldıraçlarının daha düşük olduğuna ilişkin kanıtlar elde etmişlerdir.

Üç modelde fiili dolaşımdaki sermaye payı ve sermaye yapısı değişkenleri arasında pozitif yönlü istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Fiili dolaşımdaki sermaye payının artması; uzun vadeli, kısa vadeli ve toplam finansal kaldıraç oranının arttırmaktadır. Yüzde 5'ten az hisse payına sahip hissedarların paylarını içeren fiili dolaşımdaki sermaye payı; azınlık hissedarların göstergesi olarak kabul edilebilir. Azınlık hissedarların payının artmasıyla tabana yayılacak riske, hakim ortağın açık olması muhtemeldir. Riskin azınlık hissedarlar arasında bölüşülecek olması, hakim ortağın risk iştahını arttırabilir. Alternatif bir görüş ise, halka açıklık oranı yüksek olan firmalarda düşük payla hakim ortak olunması durumunda, kontrolü kaybetmek istemeyen hakim ortak özkaynak fonlaması yerine borç fonlamasına doğru firmayı yönlendirebilir. Çalışmaya paralel, Oruç (2012) halka açıklık payı ile sermaye yapısı göstergeleri (toplam, uzun, kısa vadeli kaldıraç) arasında pozitif yönlü ilişkiler olduğunu tespit etmiştir.

Çalışmaya dahil edilen aktif karlılık oranı ve sermaye yapısı göstergeleri arasında negatif yönlü ilişkiler tespit edilmiştir. Karlı firmaların borç kullanımlarının azaldığı görülmektedir. Finansman hiyerarşisi teorisi doğrultusunda firmaların öncelikle içsel finansmanı tercih ettikleri ileri sürülebilir. Teori, firmaların dış kaynaklarla dışlanmamak için; öncelikle içsel kaynakları-dağıtılmamış karları tercih edeceğini ve kar dağıtım hedeflerini yatırım fırsatlarına göre düzenleyeceklerini ileri sürmektedir. Firmaların bu hiyerarşiyi tercih etme nedenleri olarak; bilgi asimetrisi ve

finansal sıkıntı maliyetleri gösterilmektedir (bkz. Myers, 1984; Myers ve Majluf, 1984). Borçla finansmanın yüksek faiz yükümlülüğü getirdiği enflasyonist ülkelerde, dağıtılmamış kar paylarının bir kısmının firmada fon kaynağı olarak değerlendirilmesi avantajlı görülebilir. Bu doğrultuda sınırlandırılan kar payı dağıtımı, gelecekte yüksek kar payı beklentisini de azaltacaktır. Çalışmaya paralel Sayılğan vd. (2006), King ve Santor (2008), Toraman ve Okuyan (2009), Gürnlü ve Gürsoy (2010), Ganguli (2013), Ege ve Topaloğlu (2017) aktif karlılık ve finansal kaldıraç arasında negatif yönlü ilişkiler tespit etmişlerdir.

Model 2'de maddi duran varlıkların toplam aktiflere oranı ile uzun vadeli finansal kaldıraç arasında pozitif yönlü istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Söz konusu ilişki uzun vadeli yabancı kaynak değişkenini açıklayan unsurlar arasında maddi duran varlıkların olduğu göstermektedir. Akgül ve Sigalı (2018) çalışmalarında da maddi duran varlıkların toplam aktiflere oranı ile uzun vadeli finansal kaldıraç arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

6. SONUÇ

Hızla gelişen teknolojinin katkılarıyla, fiziki yolculuğa bağımlılığını azaltan küresel sermaye; yüzünü sanal yolculuklara dönmüştür. Söz konusu gelişim firma sahiplik yapılarını ve sermaye yapılarını da etkilemektedir. Zaman içinde farklılaşan ve daha karmaşık hale gelen sahiplik yapılarının etkileri araştırmacıların dikkatini çeken bir konu haline gelmiştir.

Firma kararlarında söz sahibi olan ortakların kimliği ve sermaye payları düzeyinden oluşan firmaların sahiplik yapılarının, sermaye yapısına etkileri literatürde bazı çalışmalarda yer almakla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde konuya ilişkin araştırmaların sayısı sınırlıdır. Firmaların içsel işleyişlerine bakış açımızı zenginleştireceğini düşündüğümüz sahiplik yapısı ve sermaye yapısı arasındaki etkileşimleri incelemek bu çalışmanın başlıca amacıdır.

Analizler, Borsa İstanbul imalat sanayinde yüksek firma sayısına sahip üç alt sanayi sektöründen seçilen, özkaynağı negatif olmayan ve eksik bilgileri bulunmayan toplam 60 firmanın verilerini içermektedir. Örneklemde zaman dönemi 2012-2017 dönemi (6 yıl) olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonuçları özetlenecek olursa; en büyük hissedarın sermaye payı ile sermaye yapısı göstergeleri arasında istatistiki bir ilişki tespit edilememesine karşın; ikinci ve üçüncü büyük ortakların sermaye paylarının en büyük ortağın payına kıyasla artışı, kısa vadeli ve toplam finansal kaldıraç arttırmaktadır; kurumsal ortakların paylarının artışı toplam ve uzun vadeli finansal kaldıraç arttırmaktadır. Fiili dolaşımdaki sermaye payının artışı uzun vadeli, kısa vadeli ve toplam finansal kaldıraç arttırmaktadır. Diğer taraftan yabancı ortakların payında artış toplam ve kısa vadeli finansal kaldıraçın azalması

ile sonuçlanmıştır. Sonuçlar; yabancı hissedarların daha ileri teknoloji, yönetim şekilleri ve alternatif fon kaynakları getirmeleri nedeni ile fon ihtiyacının azalttıklarını, büyük ortakların borç kullanımının izleme rolünden faydalanma savlarını desteklemektedir. İkinci ve üçüncü büyük hissedarların paylarının büyük ortağın payına yaklaşması durumunda; hakim ortağın kontrolü kaybetmemek amacıyla özkaynak fonlamasından daha çok borç kullanımına yöneldiği ileri sürülebilir. Fiili dolaşımdaki sermaye payı atışı küçük hissedarların varlığını desteklediği durumda da aynı ilişki söz konusu olabilir. Küçük bir payla hakim ortak olan en büyük hissedar; kontrolü kaybetmemek için özkaynak fonlamasından ziyade borç kullanımını destekliyor olabilir.

Çalışmada kurulan hipotezler doğrultusunda; sahiplik yapısının (sahiplik kimliği ve yoğunluğu) sermaye yapısına istatistiki etkileri olduğuna yönelik bazı kanıtlar elde edilmiştir. Makalede incelenen ilişkiler; daha farklı örneklemlerde, daha geniş bir zaman periyotunda, farklı değişkenler eklenerek geliştirilmeye açıktır. Yeni bir tabir olarak “sahiplikte yakın takip”in, diğer bir deyişle hakim hissedar payına yakın hisseye sahip büyük hissedarların varlığının; firmaya etkilerinin kapsamlı şekilde araştırılması literatüre katkı sağlayabilir. Bu çalışma ile sahiplik yapısının sermaye yapısına etkilerine yönelik paydaşlara fikir sunmayı; firma kararlarında yöneticilere ve düzenleyicilere bilgi sağlamayı temenni ediyoruz.

KAYNAKÇA

Aggarwal, R., & Kyaw, N. A. (2010). Capital Structure, Dividend Policy, and Multinationality: Theory Versus Empirical Evidence. *International Review of Financial Analysis*, 19(2), 140-150.

Agrawal, A., & Mandelker, G. N. (1990). Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 143-161.

Akgül, E. F., & Sigalı, S. (2018). Determinants of Capital Structure: An Application on BIST Transportation Index. *Journal of Accounting & Finance*, (77).

Akhtar, S. (2005). The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations. *Australian Journal of Management*, 30(2), 321-341.

Al-Fayoumi, N. A., & Abuzayed, B. M. (2009). Ownership Structure and Corporate Financing. *Applied Financial Economics*, 19(24), 1975-1986.

Anh, T. T. X., & Phuong, B. N. (2018). Impact of Ownership Structure on Capital Structure-Empirical Evidence from Listed Firms in Vietnam. *DLSU Business & Economics Review*, 28(1).

- aBathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 38-50.
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R. & Pua, S. L. H., (2002). On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure, *Journal of Accounting and Finance*, Vol: 42, pp.1-26.
- Brav, O. (2009). Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm. *The Journal of Finance*, 64(1), 263-308. 183.
- Büyükmert, N. (2015). İşletmelerde Sahiplik Yapısının Karlılık ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Uygulama (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Balıkesir Üniv. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Cespedes, J., Gonzalez, M., & Molina, C. A. (2010). Ownership and Capital Structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63(3), 248-254.
- Chaganti, R., & Damanpour, F. (1991). Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 12(7), 479-491.
- Chen, J., Jiang, C., & Lin, Y. (2014). What Determine Firms' Capital Structure in China?. *Managerial Finance*.
- Chung, C. Y., & Wang, K. (2014). Do Institutional Investors Monitor Management? Evidence from the Relationship between Institutional Ownership and Capital Structure. *The North American Journal of Economics and Finance*, 30, 203-233.
- De La Bruslerie, H., & Latrous, I. (2012). Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test of A Trade-Off Hypothesis on French Firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 22(4), 111-130.
- De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019). Ownership of Listed Companies Around the World. OECD Capital Market Series, Paris. Çevrimiçi www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.pdf
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Dewenter, K. L., & Malatesta, P. H. (2001). State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity. *American Economic Review*, 91(1), 320-334.

- Driffield, N., Mahambare, V., & Pal, S. (2007). How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia 1. *Economics of Transition*, 15(3), 535-573.
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560. 187.
- Du, J., & Dai, Y. (2005). Ultimate Corporate Ownership Structures and Capital Structures: Evidence from East Asian Economies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(1), 60-71.
- Ege, İ., & Topaloğlu, T. N. (2017). Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5, 2.
- Ellul, A. (2008). Control Motivations and Capital Structure Decision. Available at SSRN 1094997.
- Ezeoha, A. E., & Okafor, F. O. (2010). Local Corporate Ownership and Capital Structure Decisions in Nigeria: A Developing Country Perspective. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Fatemi, A. M. (1988). The Effect of International Diversification on Corporate Financing Policy. *Journal of Business Research*, 16(1), 17-30.
- Finnet Veri Tabanı. (2019). Çevrimiçi <https://www.finnet2000plus.com>
- Friend, I., & Lang, L. H. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *the Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Ganguli, S. K. (2013). Capital Structure–Does Ownership Structure Matter? Theory and Indian Evidence. *Studies in Economics and Finance*.
- Gonzalez, M., Guzman, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2013). Family Firms and Debt: Risk Aversion Versus Risk of Losing Control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308-2320.
- Gürünlü, M., & Gürsoy, G. (2010). The Influence of Foreign Ownership on Capital Structure of Non-Financial Firms: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *IUP Journal of Corporate Governance*, 9(4).
- Harris, M., & Raviv, A. (1988). Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 20, 55-86.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Hoang, L. T., Nguyen, C. C., & Hu, B. (2017). Ownership Structure and Firm Performance Improvement: Does it Matter in the Vietnamese Stock

- Market?. *Economic Papers: A Journal of Applied Economics and Policy*, 36(4), 416-428.
- Hsiao, C. (2007). Panel Data Analysis-Advantages and Challenges. *Test*, 16(1), 1-22.
- Huang, G., & Song, F. M. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14–36. 192.
- Huang, X., Kabir, R., & Zhang, L. (2018). Government Ownership and the Capital Structure of Firms: Analysis of An Institutional Context from China. *China Journal of Accounting Research*, 11(3), 171-185.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Khan, F., & Nouman, M. (2017). Does Ownership Structure Affect Firm's Performance? Empirical Evidence from Pakistan. *Empirical Evidence from Pakistan. Pakistan Business Review*, 19(1).
- Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 131-144.
- King, M. R., & Santor, E. (2008). Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423-2432.
- Li, K., Yue, H., & Zhao, L. (2006). Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from Chinese Firms. *China* (November 2007).
- Li, K., Yue, H., & Zhao, L. (2009). Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 471-490.
- Liu, Q., Tian, G., & Wang, X. (2011). The Effect of Ownership Structure on Leverage Decision: New Evidence from Chinese Listed Firms. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 16(2), 254-276.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632.
- Mehran, H. (1995). Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.
- Merkezi Kayıt Kuruluşu. (2019). E-Veri: Sermaye Piyasaları Veri Bankası. Çevrimiçi <http://www.mkk.com.tr/tr/content/Yatirimci-Hizmetleri/e-VERI>

- Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 53-64.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have (No. w1396). National Bureau of Economic Research.
- OECD (2018). Equity Market Review of Asia 2018. Çevrimiçi www.oecd.org/corporate/OECD-Asia-Equity-Market-Review-2018.pdf.
- OECD (2019). Corporate Governance Factbook 2019. Çevrimiçi www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf.
- OECD (2021a). Corporate Governance Factbook 2021. Çevrimiçi <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Corporate-Governance-Factbook.pdf>.
- OECD (2021b). Capital Market Series Dataset.
- Oruç, E. (2012). Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Finansal Kararları Üzerine Etkisi: İMKB Uygulaması.
- Önem, H. B., & Demir, Y. (2015). Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: BIST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 6(13), 31-43. 198.
- Phung, D. N., & Le, T. P. V. (2013). Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms. *IUP Journal of Corporate Governance*, 12(2).
- Pindado, J., & De La Torre, C. (2011). Capital Structure: New Evidence from the Ownership Structure. *International Review of Finance*, 11(2), 213-226.
- Pirzada, B. M., Mir, N. A., Qutub, N., Mehraj, O., Sabir, S., & Muneer, M. (2015). Synthesis, Characterization and Optimization of Photocatalytic Activity of TiO₂/ZrO₂ Nanocomposite Heterostructures. *Materials Science and Engineering: B*, 193, 137-145.
- Pound, J. (1988). Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Pushner, G. M. (1995). Equity Ownership Structure, Leverage, and Productivity: Empirical Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 3(2-3), 241-255.

- Santos, M. S., Moreira, A. C., & Vieira, E. S. (2014). Ownership Concentration, Contestability, Family Firms, and Capital Structure. *Journal of Management & Governance*, 18(4), 1063-1107. 200.
- Sayilgan, G., & Sayman, Y. (2012). The Impact Of Ownership Structure On Capital Structure Of Manufacturing Firms: Evidence From The Ise (1998–2009). *Quarterly Economics and Finance Review*, 12(48), 1.
- Sayilgan, G., Karabacak, H., & Kucukkocaoglu, G. (2006). The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data. *Investment Management and Financial Innovations*, (3, Iss. 3), 125-139.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Smith, M. P. (1996). Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from Calpers. *The Journal of Finance*, 51(1), 227-252.
- Stulz, R. (1988). Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2016). Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48(4), 448-463.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Toraman, C., & Okuyan, H. A. (2009). İşletmelerde Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (41), 72-81.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT Press.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2016). *Panel Veri Ekonometrisi*. Beta Yayınları. 3. Baskı. İstanbul.
- Zhang, G. (1998). Ownership Concentration, Risk Aversion and the Effect of Financial Structure on Investment Decisions. *European Economic Review*, 42(9), 1751-1778.
- Zhang, L. (2013). *The Impact of Ownership Structure on Capital Structure Evidence from Listed Firms in China (Unpublished PHD Thesis)*. University of Twente. China. Çevrimiçi https://essay.utwente.nl/63773/1/Master_Thesis_Lingling_Zhang_%28s1176625%29.pdf

Zou, H., & Xiao, J. Z. (2006). The Financing Behaviour of Listed Chinese Firms. The British Accounting Review, 38(3), 239-258.

EKLER

EK 1: Analizlere Dahil Edilen Firmaların Hisse Kodları

| Kimya, Petrol, Plastik ve Kauçuk Ürünleri | Taş ve Toprağa Dayalı İmalat Sanayii | Metal Eşya, Gereç ve Makine Yapım Sektörü |
|---|--------------------------------------|---|
| AKSA | AFYON | ALCAR |
| ALKIM | AKCNS | ASUZU |
| ATPET | ASLAN | BFREN |
| AYGAZ | BOLUC | EGEEN |
| BAGFS | BSOKE | EMKEL |
| BRISA | BTCIM | EMNIS |
| BRKSN | BUCIM | FROTO |
| DEVA | CIMSA | GEREL |
| EGGUB | CMBTN | IHEVA |
| EGPRO | CMEN | JANTS |
| GOODY | DENCM | KARSN |
| GUBRF | EGSER | KATMR |
| HEKTS | GOLTS | KLMSN |
| MEGAP | IZOCM | OTKAR |
| MRSHL | KONYA | PARSN |
| PETKM | KUTPO | PRKAB |
| SANFM | MRDIN | SILVR |
| SASA | NUHCM | TMSN |
| SODA | UNYEC | TTRAK |
| SODSN | USAK | VESBE |

EK 2: Varyans Artış Faktörü (VIF) Testi Sonuçları

| Değişken | VIF | 1/VIF | Değişken | VIF | 1/VIF |
|-------------------------|------|----------|---|------|----------|
| Model 1. BORCAKT | | | Model 2. UYKTV | | |
| BIR | 8,66 | 0,115411 | BIR | 8,68 | 0,115266 |
| İKUCBBIR | 4,98 | 0,200816 | İKUCBBIR | 4,99 | 0,200267 |
| FSP | 3,10 | 0,322297 | FSP | 3,12 | 0,320457 |
| KURUM | 2,16 | 0,463324 | KURUM | 2,16 | 0,462700 |
| YABANCI | 1,45 | 0,688042 | YABANCI | 1,49 | 0,669752 |
| AKO | 1,13 | 0,886928 | AKO | 1,16 | 0,860995 |
| Mean VIF | 3,58 | | MDVTV | 1,07 | 0,936434 |
| | | | Mean VIF | 3,24 | |
| Model 3. KVYKTV | | | <p>Açıklama: Varyans Artış Faktörü "VIF" (Variance Inflation Factor) olarak gösterilmektedir. VIF Değer < 10,00 şartı aranmaktadır.</p> | | |
| BIR | 8,66 | 0,115411 | | | |
| İKUCBBIR | 4,98 | 0,200816 | | | |
| FSP | 3,10 | 0,322297 | | | |
| KURUM | 2,16 | 0,463324 | | | |
| YABANCI | 1,45 | 0,688042 | | | |
| AKO | 1,13 | 0,886928 | | | |
| Mean VIF | 3,58 | | | | |

EK 3: F Testi ve Hausman Testi Sonuçları

| Uygulanan Testler | Model ve Bağımlı Değişken | | |
|--|---------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | Model 1 BORCAKT | Model 2 UVYKTV | Model 3 KVYKTV |
| F Testi Sabit Etkiler Regresyonu R2 (overall) | 0,0822 | 0,0194 | 0,0226 |
| F Testi Sabit Etkiler Regresyonu F değeri ve Prob. Değeri | 23,50 (0,0000)* | 14,62 (0,0000)* | 19,90 (0,0000)* |
| Rassal Etkiler Regresyonu R2 (overall) | 0,1842 | 0,0846 | 0,1479 |
| Rassal Etkiler Regresyonu Wald Chi2 Değeri ve Prob. > Chi2 Değeri | 63,09 (0,0000)* | 32,20 (0,0000)* | 43,68 (0,0000)* |
| Hausman Testi Chi2 ve Prob. > Chi2 Değeri | 27,69 (0,0001)* | 21,55 (0,0030)* | 22,06 (0,0012)* |
| Model Tercih | Sabit Etkiler Modeli | Sabit Etkiler Modeli | Sabit Etkiler Modeli |
| Açıklama: Parantez içindekiler olasılık (prob.) değerlerini göstermektedir. * p<0,05 F testi Prob. > 0,05 ise klasik model geçerlidir, değilse sabit etkiler veya rassal etkiler modeli geçerlidir. Hausman Testi Prob. < 0,05 ise sabit etkiler modeli, Prob. > 0,05 ise rassal etkiler modeli geçerlidir. | | | |

EK 4: Heteroskedasite, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testleri Sonuçları

| Uygulanan Testler | Modeller ve Bağımlı Değişkenler | | |
|---|---------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| | Model 1 BORCAKT | Model 2 UVYKTV | Model 3 KVYKAKT |
| Heteroskedasite-Değiştirilmiş Varyans Testi (Wald Testi) Chi2 ve Prob. Değeri | 6160,33 (0,0000)* | 2,4e+05 (0,0000)* | 9887,02 (0,0000)* |
| Birimler Arası Korelasyon-Pesaran Testi | 13,841 (0,0000)* | 3,968 (0,0001)* | 6,870 (0,0000)* |
| Otokorelasyon- Bhargava, Franzini ve Narendranathan Testi F ve Prob. Değeri | 13,18 (0,0000)* | 8,58 (0,0002)* | 3,76 (0,0013)* |
| Durbin Watson Otokorelasyon Testi | 0,75918606 | 1,2367404 | 1,1477678 |
| Baltagi-Wu LBI Otokorelasyon Testi | 1,3306612 | 1,7212417 | 1,6925101 |
| Dirençli Tahminci Tercih | Driscoll-Kray Sabit Etkiler | Driscoll-Kray Sabit Etkiler | Driscoll-Kray Sabit Etkiler |
| Açıklama: Parantez içindekiler olasılık (prob.) değerlerini göstermektedir. * p<0,05. | | | |

