



Şirketlerin Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: BIST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama*

The Relationship between Ownership Structures and Capital Structures of Corporations: An Application on BIST Manufacturing Sector

Hüseyin TAŞBAŞ¹, Muhammet BELEN²

^{1,2}Karabük Üniversitesi, İşletme
Fakültesi, Karabük, Türkiye

ORCID:

H.T.:0000-0001-6942-2840

M.B.:0000-0003-1139-2903

Corresponding Author:

Hüseyin TAŞBAŞ

Email:

huseyintasbas_78@hotmail.com

Citation: Taşbaş, H. ve Belen, M.

(2020). Şirketlerin Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: BIST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Journal of Humanities and Tourism Research*, 10 (4): 995-1009.

Submitted: 11.06.2020

Accepted: 08.12.2020

Özet

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de şirketlerin sermaye yapısı (kaldıraç) ile sahiplik yapısı (sahiplik yoğunluğu) arasında bir ilişki olup olmadığını incelemektir. Literatürde konu halen tartışılmakta olup yapılan çalışmalardan elde edilen bulgular birbirleriyle çelişen sonuçlar ortaya koymaktadır. Bu nedenle çalışmamızdan elde edilen bulgular literatürdeki tartışmaya önemli katkılar sağlamaktadır. Çalışmada BIST İmalat Sektörüne dâhil 77 şirketin 2017 yılı finansal verileri kullanılmıştır. Analizde bağımlı değişken olarak sermaye yapısı (kaldıraç), bağımsız değişken olarak ise sahiplik yapısı, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, varlıkların yapısı ve karlılık kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, şirketlerin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna göre kontrol eden hissedarın pay oranı arttıkça şirketlerin borçlanma oranı düşmektedir. Bu bulgu, kontrol eden pay sahibinin payı arttıkça risken kaçınmaya eğilimli olduğunu söyleyen hipotezi de desteklemektedir.

Anahtar Kelimeler: Sahiplik Yapısı, Sermaye Yapısı, Sahiplik Yoğunlaşması

Abstract

The aim of this study is to investigate whether there is a relationship between the capital structure (leverage) and the ownership structure (ownership concentration) of companies in Turkey. In the literature, the subject is still under discussion and the findings from the studies reveal contradictory results. Therefore, the findings obtained from our study make important contributions to the discussion in the literature. Financial data of 77 companies included in the BIST Manufacturing Sector are used in the study. In the analysis, ownership structure, growth opportunities, firm size, structure of assets and profitability are used as independent variables while capital structure (leverage) is the dependent variable. As a result of the study, it is found that there is a significant and negative relationship between companies’ ownership structure and capital structure. It means that as the controlling shareholder’s share increases, the borrowing rate of the companies decreases. This finding supports the hypothesis that the controlling shareholder will tend to avoid risk as its share increases.

Keywords: Ownership Structure, Capital Structure, Ownership Concentration

*Bu çalışma Hüseyin Taşbaş’ın Doç. Dr. Muhammet Belen danışmanlığında hazırlanmış olduğu (2018); "Şirketlerin Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: Türkiye Uygulaması" başlıklı yüksek lisans tezinden üretilmiştir

1. GİRİŞ

Şirketlerin sermaye yapılarının şirketler açısından önem arz ettiği bilinmektedir. Bu çalışmada, şirketlerin sahiplik yapılarının şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyip etkilemediğini belirlemek amacıyla, Borsa İstanbul'da (BIST) faaliyet gösteren İmalat Sektörü şirketleri üzerinde ampirik bir uygulama yapılmıştır.

Bu çalışmanın amacı, şirketlerin sahiplik yapısının sermaye yapısı kararları üzerinde etkisi olup olmadığını araştırmaktır. Çalışmada BIST İmalat Sektöründe faaliyet gösteren 77 şirketin 2017 yılına ait verileri kullanılmıştır. Literatürde konu güncelliğini sürdürmekte olup, yapılan çalışmalardan elde edilen bulgular birbirleriyle çelişen bulgular ortaya koymaktadır. Bu nedenle çalışmamızda elde edilen bulguların literatürdeki tartışmaya önemli katkılar sağlayacağı beklenmektedir.

Bu çalışmaya konu olan şirketler BIST'te işlem gören şirketler arasından seçilmiştir. 2017 yılında İmalat sektöründe faaliyet gösteren 181 şirket arasından aşağıda açıklanan belirli koşullar göz önünde bulundurularak 77 şirket analize tabi tutulmuştur. Sektör olarak imalat sektörünün seçilmesinin amacı imalat sektörü şirketlerinin yapı olarak diğer sektörlerle göre farklılık arz etmesi ve farklı sektörlerden elde edilmiş olunan bulguların uygulama amacını olumsuz yönde etkilemesine engel olmaktır.

İmalat sektöründe faaliyet gösteren 181 şirketin tamamının analize dahil edilmesine engel olan koşullar şunlardır: Çalışmada kullanılan ve ilişkisini test etmek istediğimiz temel bağımsız değişken olan sahiplik yapısını temsilen, şirketlerin 2017 yılı sonu itibarıyla "fiili dolaşımdaki pay oranı" kullanılmıştır. Bu oran şirketteki büyük ortakların (şirketi kontrol eden ortakların) şirketteki nakit akım haklarını göstermektedir. Ancak ortaklık yapısında başka bir halka açık şirket (genellikle holding) olduğu zaman fiili dolaşımdaki pay oranı kontrol eden ortakların nakit akım hakkını (kar payı hakkını) doğru bir şekilde temsil etmediği için bu şirketler analiz dışı tutulmuştur. Kontrol zinciri takip edilerek nihai kar payı hakkını hesaplamak mümkün olabilirdi. Fakat bu durumda fiili dolaşımdaki pay mantığının kısmen de olsa dışına çıkılmasına yol açacağından bu şirketler analize dahil edilmemiştir.

Analize dahil edilen şirketler içinde oy hakkı imtiyazı veya yönetim kurulunu belirleme gibi imtiyazların olması, büyük ortakların (genellikle aile) kontrol gücünü artırmakla birlikte nakit akım hakkını (fiili dolaşımdaki pay oranıyla belirlenen) bozmadığı için analiz dışı tutulmamıştır. Tabi şirketlerin fiili dolaşımdaki pay oranı halkın elindeki oranı temsil etmektedir. Dolayısıyla şirketi kontrol edenlerin (aile ve yöneticiler) nakit akım hakkını "bir eksi fiili dolaşımdaki pay oranı" belirlemektedir.

Ortaklık yapısı içinde %5'ten büyük payı olan yabancı şirketler bulunması durumunda ise, şirketin bulunduğu ülkede halka açık olma ihtimali çok yüksek olduğundan bu şirketler de analize dahil edilmemiştir.

Ayrıca nakit akış tablosunu doğrudan yöntemle göre düzenleyen Uşak Seramik, Karsu Tekstil, Gediz Ambalaj, Erbosan Erciyas Boru (amortisman ve itfa paylarına doğrudan ulaşılabilmesi sebebiyle) analiz dışı bırakılmıştır. Ve 29.12.2017 tarihinde BIST fiyatı ve fiili dolaşımdaki pay oranına ulaşamayan Safkar Ege Soğutmacılık şirketiyle beraber finansal raporlarını yayınlanma tarihinde (12.03.2018) yayınlamayan Balatacılar Balatacılık, Royal Halı İplik ve Bossa Ticaret şirketleri analiz dışı bırakılmıştır.

Analizde kullanılan veriler KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) sitesi, şirketlerin web siteleri, MKK (Merkezi Kayıt İstanbul: Türkiye'nin Merkezi Saklama Kuruluşu) sitesi ve Investing.com (Hisse Senedi ve Finans Haberleri) web sitelerinden alınmıştır.

Toplanan veriler Stata 14.2 programında yatay kesit regresyon (cross-sectional regression) analizine tabi tutulmuştur.

2. LİTERATÜR

Kurumsal yönetime ilişkin son zamanlardaki ampirik çalışmalar, şirketlerin büyük bir kısmının hâkim hissedarlar tarafından yönetildiğini göstermektedir (Claessens, Djankov ve Lang, 2000; La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer ve Vishny, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny, 1998; La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer, 1999).

Egemen bir hissedarın olduğu şirketlerde temel vekalet problemi (agency problem), kontrol eden pay sahipleri ile dış yatırımcılar arasındadır. Bu durum bir şirketin finansman kararlarını, özellikle kaldıraçla ilgili seçimlerini etkileyebilir. Mevcut sermaye yapısı literatürü, sahiplik yapısı ve borç sahipliği arasındaki ilişkiyi sahipliğin geniş ölçüde halka yayılmış olduğu şirketler varsayımıyla incelemektedir. Bu çalışmaların sonuçları ise belli ölçüde karışıktır. Bunun bir nedeni şirketlerin sahiplik yapısının farklı olması olabilir ve çalışmanın temel problemini de bu soru oluşturmaktadır.

Bazı çalışmalar, borç düzeyinin yöneticilerin öz sermaye sahipliği ile pozitif yönde ilişkili olduğunu bulmuşlardır (Berger, Eli ve Yermack, 1995; Harris ve Raviv, 1988a, 1988b; Leland ve Pyle, 1977; Stulz, 1988). Bazı ampirik çalışmalar ise yöneticilerin sahipliği ile borç seviyeleri arasında olumsuz bir ilişki olduğunu savunmaktadır (Friend ve Lang, 1988).

Bu konuda yapılan bir kısım çalışmalar ise, nakit akış haklarının ve kontrol haklarının ayrımının sermaye yapısını nasıl etkilediğini araştırmaktadır. Bu çalışmalar dış pay sahiplerinin sömürülme riskinin borç seviyeleri üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Bu çalışmalarda borç, kontrol gücünü pekiştirme mekanizmalarına benzeyen bir sömürü aracı olarak görülmektedir.

Kim ve Sorensen (1986) ve Agrawal ve Mandelker (1987) Amerikan firmaları için; Friedman, Johnson ve Mitton (2003) Asya firmaları için; Boubaker (2007) Fransız firmaları için; ve Holmén ve Högfeldt (2004) İsveç firmaları için yaptıkları çalışmaların sonucunda hepsi de borç ve kontrol arasında pozitif bir ilişki olduğuna dair delilleri ortaya koymaktadır. Diğer bir ifadeyle araştırmacılar kontrol eden hissedarın payı arttıkça firmalarda borç düzeyinin arttığını göstermektedirler. Nielsen (2005) ABD firmaları için, kaldıraçlı bir sermaye yapısı ile zayıf pay sahipliği arasında ödünleşme (trade-off) olduğunu ampirik olarak kanıtlamaktadır. Bu sonuçlar, borcun sömürüye yardımcı olacağını göstermektedir çünkü borç kontrol eden hissedara ekonomik kaynaklar üzerinde daha fazla güç vermektedir.

Faccio vd. (2000), yukarıdaki görüşleri yumuşatmaktadır. Buna göre ABD'de şirketler açısından borç, yönetimde etkin ve disiplinli bir rol oynamaktadır. Avrupa'da ise, daha savunmasız olan piramidin (holding şirketlerin) altındaki şirketler genellikle borçlandırılmamaktadır. Öte yandan, Asya'da durum farklı olup piramide dahil şirketler üzerinde borçlandırmaya yönelik güçlü baskı vardır. Bununla birlikte aşırı borç kaldırıcı, firmaları iflasa maruz bırakmakta, bu da şirketi kontrol edenlerin şirket üzerindeki hem ortak hem de özel kazançlarının kaybolmasına yol açmaktadır. Holderness, Kroszner ve Sheehan (1999), yöneticilerin sahipliği ile finansal kaldıraç arasında hiçbir ilişki olmadığını ve yönetsel hisse sahipliğinin borç kaldırıcıyla birlikte artmadığını göstermektedir.

Ellul (2009), pek çok ülkeden aile şirketlerini incelediği büyük bir örnekleme benzer şekilde doğrusal olmayan bir ilişkiyi ortaya koymaktadır. Aile firmaları kendine has özelliklere sahip olup kontrollü firmaların (kontrol eden egemen bir hissedarın bulunduğu) bir alt kümesidir (Anderson, Mansi ve Reeb, 2003; Croci, Doukas ve Gonenc, 2011).

Aile şirketleri, borç finansmanını tercih etmektedir çünkü borç finansmanı ailenin payları üzerinde seyreltici bir etki yaratmamaktadır (şirketteki pay oranları değişmemektedir). De La Bruslerie ve Latrous (2012), borç seviyeleri ile kontrol eden pay sahiplerinin sermayedeki payları arasındaki ilişki üzerine ampirik bir çalışma yapmışlardır. Çalışmada bu ilişkinin doğrusal olmadığı hipotezi test edilmiştir.

Araştırmacılara göre sermaye yapısı kararları, kontrol eden hissedarların seyreltme olmadan kontrol güçlerini koruma (borç kontrol gücünü azaltmaz) ihtiyacı ile firmanın riskini düşürme (borç riski artırır, dolayısıyla finansal sıkıntı durumunda kontrol eden hissedarlar kendileri de zarar görür) hedefleri arasındaki dengeye bağlıdır. Dolayısıyla, kontrol eden pay sahiplerinin sahipliği ile borç seviyeleri arasındaki ilişki karmaşık ve ters U şeklinde olabilir. Çalışmada bu ilişkiyi keşfetmek için 1998-2009 döneminde Fransız hisse senedi piyasasında SBF 250 endeksinden listelenen firmaların ilgili verileri kullanılmıştır.

Fransız bağlamı, araştırmayı çeşitli nedenlerle yapmak için özellikle iyi bir platform sağlamaktadır. Birincisi, La Porta vd. (1999) tarafından belgelendiği üzere Fransa'da kurumsal yönetim sistemi; sahiplik yapılarında yüksek bir mülkiyet konsantrasyonu, aile kontrolündeki işletmeler, aile üyelerinin yönetimde bulunması, dış pay sahiplerinin iyi korunmasının nispeten eksikliği ve kanunların uygulamasında etkin olmayan bir sistem özelliklerini barındırmaktadır (Türkiye'nin kurumsal yönetim sistemi de benzer özelliklere sahiptir). Fransız firmaları daha çok banka finansmanına dayanmakta ve otofinansman imkânları gittikçe azalmaktadır. Fransız kurumsal yapısı, finansman kararlarındaki diğer ülkelerle olan farklılıkları açıklamak açısından önemlidir (Alves ve Ferreira, 2011; Cheng ve Shiu, 2007). Araştırmada sadece Fransız şirketleri kullanılmakla farklı kurumsal yapılardan kaynaklanabilecek bozulma olasılığı ortadan kaldırılmıştır.

De La Bruslerie ve Latrous (2012) çalışmaları sonucunda, kontrol eden pay sahiplerinin firmalardaki sahiplik oranlarının firmaların borç seviyesini (sermaye yapısı) farklı şekillerde etkilediğini ve bir ödünleşme (trade-off) ilişkisinin olduğunu desteklediğini göstermektedirler. Araştırmacılar özellikle, kontrol eden pay sahiplerinin sahiplik payı ile borç seviyeleri arasında ters U şeklinde bir ilişki olduğunu kanıtlamaktadır. Buna göre, borç başlangıçta artmakta (seyreltilmemiş korunma etkisi) ve daha sonra kontrol eden ortakların nakit akış hakları arttıkça gittikçe azalmaktadır (risk azaltma ve teşvik etkisi). Bu da kontrol eden hissedarın payları arttıkça teşviklerinin değişmesinden kaynaklanmaktadır (başlangıçta daha çok kontrol gücünü kaybetmemek daha sonrasında ise yani kontrol gücü yüksekken daha çok riskten kaçınma teşvikleri). Doğrusal olmayan ilişki, bir işletmenin sermaye yapısının yalnızca belirli spesifik faktörlere değil aynı zamanda kontrol eden pay sahiplerinin nakit akış haklarına da bağlı olduğunu kabul eder.

Toraman ve Okuyan (2009) tarafından yapılan çalışmada, şirketlerin sahiplik yapısı ele alınmış ve sahiplik yapısında yoğunlaşmanın finansman kararları üzerine olan etkisi incelenmiştir ve IMKB'de işlem gören finans sektöründe bulunmayan 2005-2007 dönemini kapsayan 194 şirket üzerinde analiz yapılmıştır. Çalışmada, Kısa Vadeli Borçlar/Pasiflerin Toplamı, Uzun Vadeli Borçlar/Pasiflerin Toplamı, Toplam Borç/Pasiflerin Toplamı bağımlı değişkenler olarak kullanılmakta olup, bağımsız değişkenler ise; En büyük ortağın, En büyük üç ortağın, En büyük beş ortağın şirketteki sahiplik oranlarıdır. Ayrıca kontrol değişkenleri olarak da, Net Çalışma Sermayesi/Dönen Varlık, Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar, (Faiz ve vergi öncesi kar+Amortisman)/Toplam Varlıklar ve Varlık Büyüklüğü kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, sahiplik yapısındaki yoğunlaşmayla şirketin borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır. Çalışmada yatay kesit regresyon yöntemi kullanılmıştır.

Brailsford, Oliver ve Pua (2002), Avustralya firmaları üzerinde yaptıkları çalışmada kontrol ve borç arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna göre başlangıçta ilişki pozitif, ancak belli bir dönüm noktasından sonra bu ilişkinin negatifleştiği sonucuna varmışlardır. Brailsford vd. (2002)'e göre içerdekiler (yöneticiler ve kontrol eden hissedarlar) finansal sıkıntı riskinden kaynaklanabilecek bir kontrol kaybını önlemek istediklerinden dolayı kontrol edilen şirketin borç oranını sınırlamaktadırlar.

Sayman (2012) tarafından yapılan, 1998-2009 arasındaki yıllarda IMKB'de işlem gören imalat sektörü şirketlerini kapsayan çalışmada, şirketlerin ortaklık yapısında bulunan çeşitliliğinin ve şirketlerin halka açıklık durumlarının, şirketlerin performansını ya da değerini etkileyip etkilemediği incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, şirketlerin ortaklık yapısı ile sermaye yapısı kararları ve piyasa değerleri arasında bir ilişki olduğu saptanmıştır. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır.

Boubaker (2007), Fransa'daki CAC 40 dışındaki 377 firma üzerinde yaptığı çalışmada azınlık kontrolünün olduğu şirketlerde (pyramid, farklı grup hisseler gibi azınlık kontrolünü sağlayan yapılarla) borç finansmanı (sermaye yapısı) konusunu incelemiştir. Azınlık kontrollü şirketlerde kontrol eden hissedarlar düşük nakit akım hakkına sahip olduğu için çıkarları azınlık hissedarlarla (küçük hissedarlar) ayrılmaktadır. Araştırmacı kontrol hakkı ile nakit akım hakkının yüksek oranda ayrıştığı (ki bu ayrışma aynı zamanda şirketlerin sömürülme olasılığının yüksek olduğunu göstermektedir) firmalarda düşük kaldıraç oranlarının olduğunu sunmaktadır. Bunun nedeni olarak da borç finansmanının getirmiş olduğu kısıtlamaların fazlalığını ifade etmektedir. Şirketlerde kontrol gücüne etki eden ikinci büyük hissedarın olması durumunda bu dış finansman sağlayıcıları tarafından (borç verenler) sömürüye karşı bir güvence olarak algılanmaktadır. Dolayısıyla bu firmalarda yüksek borç düzeyleri görülmektedir.

Oruç (2012), pay senetleri IMKB'de işlem gören, 2002-2010 yılları arasındaki dönemi kapsayan 162 şirket üzerinde yapmış olduğu çalışmada, şirketlerin ortaklık yapısı ile şirketlerin temel kararları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak, Toplam Borç/Toplam Varlıklar, KVB/Toplam Varlıklar, UVB/Toplam Varlıklar kullanılmış olup, En büyük ortağın payı, En büyük diğer ortağın payı, Yönetimdeki hissedarların payı, Dağıntık sahiplik yapısı, Holding sahipliği, Yabancı sahiplik, Devlet sahipliği, Vakıf sahipliği, Kurum sahipliği ve Aile sahipliği bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, şirkette hâkim olan ortakla sermaye yapısı kararları arasında pozitif bir ilişki olduğu bulunmuştur. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır.

Büyükmert (2015) tarafından yapılan çalışmada, şirketlerin ortaklık yapısı ve etkileri finansal boyutu ile incelenmiştir. Şirketlerin ortaklık yapıları çerçevesinde; sahiplik yoğunlaşması, aile işletmesi, yabancı ortağın payı, holdinge veya bir gruba bağlı olup olmamasının, sermaye yapısı ve kârlılık üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Ayrıca sermaye yapısının; sahiplik yoğunlaşması, kârlılık ve duran varlıklar ile olan etkileşimleri de araştırılmıştır. Çalışmada, BIST'te faaliyet gösteren 133 şirketin ortaklık yapıları ve 2010 ile 2013 yılları arasındaki dönemi kapsayan finansal verileri kullanılmıştır. Uygulama kapsamında, 8 adet hipotez belirlenmiş olup belirlenen hipotezler, ANOVA ve Regresyon Analizi ile test edilmiştir. Hipotez testleri sonucunda, şirketlerin ortaklık yapısının sermaye yapısı üzerinde etkisinin olduğu, kârlılık üzerinde ise etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Holmén ve Högfeldt (2004), yaptıkları çalışmada ailelerin şirketlerde kontrol güçlerini devam ettirmelerinin bir nedeni olarak yatırımcı korumasının zayıf olduğu bir ortamda faaliyet gösterdikleri ve dolayısıyla halka yüksek oranda açılmaları durumunda güçlü konuma geçecek olan yöneticiler tarafından sömürülmekten korktukları için mi kontrolü devam ettirdiklerini sormaktadırlar. Ya da aileler kontrol gücünün değeri olduğu için mi aile kontrolünü

sürdürmektedirler. Araştırmacılar nakit akım hakları ile oy hakları ayıran menkul kıymet dizaynları ile İsveç ve diğer ülkelerdeki aile kontrollü şirketlerin frekansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Ve bu durum hukuk sistemlerinden ve yatırımcı korumasından etkilenmemektedir.

Doğan (2016a) tarafından yapılan çalışmada, ortaklık yapısının finansman kararları üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışma 2005-2012 yılları arasındaki dönemi kapsayıp pay senetleri BIST’de (Borsa İstanbul) işlem gören imalat sektöründe faaliyet gösteren 136 şirketin verilerinden faydalanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler dengeli panel veri niteliği olup ampirik analizlerde White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucuna göre, hâkim ortağın sermayedeki payı, varlıkların karlılığı ve şirket büyüklüğü değişkenlerinin sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Doğan (2016b) çalışmasında, sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkinin nasıl ve hangi yönde olduğunu belirlemeye çalışmıştır. Çalışmada 2005-2012 yılları arasındaki dönemi kapsayan BIST imalat sektöründe kesintisiz olarak işlem gören 136 şirketin verilerinden faydalanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler dengeli panel veri niteliği bulundurmaktadır. Ampirik testlerde White periyot standart hataları ve kovaryans katsayısı yönteminden ve T-testinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucuna göre, yönetici sahipliği ve yabancı sahipliğinin sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Faccio vd. (2000), kaldıraç ile (sermaye yapısı) şirketlerin kontrol eden hissedarları tarafından sömürüye maruziyet derecesini regrese etmişlerdir. Sömürüye maruziyet derecesinin ölçüsü olarak da kontrol eden hissedarın nakit akım hakkının kontrol hakkına oranını kullanmışlardır (nihai nakit akım hakkı /oy hakkı). Diğer bir bağımsız değişken olarak da kreditorlerin haklarının bir ölçüsünü kullanmışlardır. Araştırmacılar kreditorlerin korunmasının zayıf olduğu durumlarda, ilişkili taraflardan (grup şirketleri) borçlanma imkânı olan şirketlerdeki düşük NakitAkım/Oy Hakkı oranlarının kaldıraç düzeyini artırdığını tespit etmişlerdir. Bu durumda yüksek kaldıraç düzeyleri kontrol eden hissedara sömürmek üzere daha fazla kaynağı kullanma imkânı vermektedir. Fakat korunmanın güçlü olduğu durumlarda ise NakitAkım/Oy Hakkı oranlarının kaldıraç düşürdüğünü tespit etmişlerdir. Bu durumda ise azınlık hissedarlar ve dışsal kreditorler sömürüye daha açık olan grup şirketlerini kaldıraç düzeyi konusunda sınırlamaktadır.

Ege ve Nur Topaloğlu (2017) tarafından yapılan, 2009-2015 yılları arasında BIST 30 endeksi kapsamında bulunan işletmeler üzerinde yaptığı çalışmada, ortaklık yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişken finansal kaldıraç oranı olup, bağımsız değişken olarak ise en büyük ortağın payı, en büyük ikinci ortağın payı, en büyük üçüncü ortağın payı, yabancı ortağın payı, kurumsal ortağın payı ve halka açıklık oranı kullanılmıştır. Ayrıca kontrol değişkenleri olarak da, toplam varlıkların logaritması ve aktif karlılık oranı kullanılmıştır. Çalışma sonucuna göre, işletmelerin ortaklık yapısıyla sermaye yapısı kararları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır.

Bayrakdaroğlu (2010) tarafından yapılan, 2005-2009 yılları arasında IMKB’ de faaliyet gösteren işletmeler üzerinde yaptığı çalışmada, sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler; varlıkların karlılığı ve özsermayenin karlılığı olup, bağımsız değişken olarak ise, en büyük ortağın payı, en büyük üç ortağın payı, en büyük beş ortağın payı, yabancı ortağın payı, yönetici sahipliği ve halka açıklık oranı kullanılmıştır. Ayrıca kontrol değişkeni olarak da, satışların büyüklüğü ve kaldıraç oranı kullanılmıştır. Çalışma sonucuna göre, sahiplik yapısıyla finansal performans arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Fakat yoğunlaşma ve halka açıklık oranıyla finansal performans

arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılırken, yönetici ve yabancı sahipliğiyle finansal performans arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu çalışmada da panel veri analizi kullanılmıştır.

3. YÖNTEM

Bu çalışmada yatay kesit veri üzerinde çoklu doğrusal regresyon analizi uygulanmıştır. Yatay kesit veri tek bir yıla ait birden çok değişkenin bulunduğu veri tipine denilmektedir.

Bir bağımlı değişken ve bunu etkileyen birden çok bağımsız değişkenin arasındaki ilişki çoklu regresyon modeli olarak tanımlanmaktadır. Çoklu regresyon modeli şu şekilde kurulabilmektedir (Tarı, 2012):

$$Y=b_0+b_1X_1+b_2X_2+\dots+b_kX_k+e$$

Bu ilişkide Y bağımlı değişken, k-1 sayıda bulunan X'ler ise bağımsız değişkenleri oluşturmaktadır.

Çoklu regresyon modelinde bir takım varsayımlar mevcuttur bunları şu şekilde sıralayabiliriz (Tarı, 2012):

- Hata terimi stokastik bir değişkendir,
- Hata teriminin ortalaması sifıra eşittir,
- Hata terimi normal dağılıma sahiptir,
- Hata terimi sabit varyansa sahiptir,
- Otokorelasyon bulunmamaktadır,
- Bağımsız değişken ile hata terimi arasında ilişki yoktur. Bağımsız değişken sabit değerlidir,
- Bağımsız değişkenler arasında güçlü bir ilişki bulunmamaktadır,
- Bağımsız değişkenler stokastik değildir. Ölçme hataları bulunmamaktadır,
- Model doğru bir şekilde kurulmuştur.

Yukarıdaki varsayımların sağlanması halinde model güvenilir tahminler verebilmektedir. Bu varsayımların üç tanesinin geçerliliği test edilebilmektedir. Bunlar sırasıyla, çoklu doğrusal bağlantı, değişen varyans ve otokorelasyon sorunudur.

Çoklu doğrusal bağlantı, bağımsız değişkenlerin kendi aralarında ilişki bulunması durumudur. Yani modeldeki bağımsız değişkenlerden bazılarının veya hepsinin arasında güçlü bir ilişki bulunmasıdır. Bu durum daha çok zaman serilerinde görülmektedir. Fakat bu çalışmada yatay kesit veri kullanılmasına rağmen çoklu doğrusal bağlantı testi uygulanmıştır.

Değişen varyans (heteroscedasticity) sorunu, hata terimi varyansının aynı kalmayıp bağımsız değişken ile birlikte değişmesi halinde ortaya çıkmaktadır. Değişen varyans problemi daha çok yatay kesit verilerde görülmektedir. Bu çalışmada yatay kesit veri kullanıldığı için değişen varyans testi uygulanmıştır.

Otokorelasyon, hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasında ilişki bulunması halinde ortaya çıkmaktadır. Otokorelasyon sorunu daha çok zaman serilerinde görülmektedir. Bu çalışmada yatay kesit veri kullanıldığı için otokorelasyon testinin uygulanmasına gerek görülmemiştir.

Bu varsayımlar dışında hata terimlerinin normal dağılıp dağılmadığı varsayımı literatürde önemli görüldüğü için normallik testi uygulanmıştır.

Hipotezler

Hipotez1: Kontrol eden hissedar ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında negatif bir ilişki vardır.

Buna göre şirketlerde kontrol eden hissedarın payı (nakit akım hakkı) arttıkça şirketlerin kaldıraç oranı (borçluluk oranı) düşmektedir. Bu ilişki literatürde "riskten kaçınma" veya "korunma" hipotezi olarak adlandırılmaktadır (De La Bruslerie ve Latrous, 2012).

Hipotez2: Büyüme fırsatları ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki vardır.

Buna göre büyüme fırsatları (piyasa değeri/defter değeri) arttıkça kaldıraç oranı (borçluluk oranı) düşmektedir. Myers (1977), büyüme ve borç arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Hipotez3: Firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır.

Buna göre firma büyüklüğü arttıkça kaldıraç oranı (borçluluk oranı) da artmaktadır. Rajan ve Zingales (1995), bunun sebebini firma büyüklüğünün iflas ihtimalini temsil ettiğini ve iflas ihtimalinin küçük şirketlerde yüksek olmasına bağlamaktadır.

Hipotez4: Varlıkların yapısı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır.

Buna göre varlıkların yapısı (Maddi duran varlık/Toplam varlık oranı) arttıkça kaldıraç (borçluluk oranı) oranı da artmaktadır. Rajan ve Zingales (1995), maddi varlıkların krediler için teminat olarak vaat edilebileceğini ve bu nedenle borcun temsil maliyetlerini azaltabileceğini iddia etmektedir. Myers (1977), borçlanma nedeniyle düşük yatırım probleminin maddi varlıkları yüksek olan işletmeler için zayıf olduğunu önermektedir. Yani maddi varlıkları çok olan işletmeler borçlanma yoluna gitmekten çekinmemektedir.

Hipotez5: Karlılık ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki vardır.

Buna göre şirket karlılığı arttıkça kaldıraç (borç oranı) oranı düşmektedir. Myers ve Majluf (1984), karlılığı yüksek olan firmaların iç kaynakları daha fazla olduğu için daha az borç kullandıklarını ileri sürmektedir.

4. BULGULAR

Tablo 1: Uygulamada Kullanılan Değişkenler

Bağımlı Değişken	Hesaplama Yöntemi	Değişken Kodu	Literatür
Sermaye Yapısı(kaldıraç)	Toplam Borç/(Özsermayenin Piyasa Değeri+Borcun Piyasa Değeri)	SY	De La Bruslerie ve Latrous (2012)
Bağımsız Değişken			
Kontrol Eden Hissedar Pay Oranı	1-Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	KEH	
Kontrol Değişkenleri			
Büyüme Fırsatları	Piyasa Değeri/Defter Değeri	BF	De La Bruslerie ve Latrous (2012) Rajan ve Zingales (1995)
Firma Büyüklüğü	Ln (Toplam Varlıklar)	FB	De La Bruslerie ve Latrous (2012) Faccio, Lang H.P. ve Young (2001)
Varlıkların Yapısı	Maddi Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar	VY	Bloch ve Kremp (1999) De La Bruslerie ve Latrous (2012)
Karlılık	(FVÖK+Amortisman)/Toplam Varlıklar	K	De La Bruslerie ve Latrous (2012)

Model

$$SY_i = \alpha_i + \beta_1 KEH_i + \beta_2 BF_i + \beta_3 FB_i + \beta_4 VY_i + \beta_5 K_i + \epsilon_i$$

SY_i: Sermaye Yapısı(kaldıraç)

a_i: Sabit

KEH_i: Kontrol Eden Hissedar Pay Oranı

BF_i: Büyüme Fırsatları

FB_i: Firma Büyüklüğü

VY_i: Varlıkların Yapısı

K_i: Karlılık

ε_i: Hata terimi

Tablo 2: Regresyon Analizi Sonuçları

Source	SS	df	MS	Number of obs	77	
				F(5, 71)	4.90	
Model	1.041258	5	.2082516	Prob > F	0.0007	
Residual	3.02052628	71	.042542624	R-squared	0.2564	
Total	4.06178427	76	.05344453	Adj R-squared	0.2040	
				Root MSE	.20626	
Kaldıraç	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
KEH	-.1954957	.1173584	-1.67	0.100**	-.4295016	.0385103
BF	-.0460889	.0141445	-3.26	0.002*	-.0742922	-.0178857
FB	.0305588	.0159827	1.19	0.060**	-.0013098	.0624275
VY	.0455678	.1250361	0.36	0.717	-.2037472	.2948828
K	-.5690049	.2770698	-2.05	0.044*	-1.121466	-.0165435
_cons	.1125862	.2988586	0.38	0.708	-.4833208	.7084933

*% 5 anlam düzeyinde anlamlı; **%10 anlam düzeyinde anlamlı

Tablodaki regresyon analizi sonuçlarına göre F istatistik değeri %5'ten küçük olduğu için modelin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. R-squared değerine bakıldığında ise bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkende meydana gelen değişimleri yaklaşık olarak % 26 düzeyinde açıkladığı görülmektedir.

%10 anlamlılık düzeyinde kontrol eden hissedarın pay oranında (KEH) meydana gelen 1 birimlik artış kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.1954957 birimlik etkiye sebep olmaktadır. Ve yine %10 anlamlılık düzeyinde firma büyüklüğü (FB) değişkeninde meydana gelen 1 birimlik artış kaldıraç üzerinde pozitif yönde 0.0305588 birimlik etkiye sebep olmaktadır.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgular sahiplik yoğunluğu ile sermaye yapısı (kontrol eden hissedarın payı ile kaldıraç) arasındaki ilişkinin beklentimize paralel olarak negatif yönlü olduğunu desteklemektedir. Büyükmert (2015) de en büyük ortağın payı ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Faccio vd. (2000) göre ABD'de şirketler açısından borç, yönetimde etkin ve disiplinli bir rol oynamaktadır. Avrupa'da ise, daha savunmasız olan piramidin (holding şirketlerin) altındaki şirketler genellikle borçlandırılmamaktadır. Öte yandan, Asya'da durum farklı olup piramide dahil şirketler üzerinde borçlandırmaya yönelik güçlü baskı vardır. Bununla birlikte aşırı borç kaldırıcı, firmaları iflasa maruz bırakmakta, bu da şirketi kontrol edenlerin şirket üzerindeki hem ortak hem de özel kazançlarının kaybolmasına yol açmaktadır. Brailsford vd. (2002), De La Bruslerie ve Latrous (2012), kontrol ve borç arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna göre başlangıçta ilişki pozitif, ancak belli bir dönüm noktasından sonra bu ilişkinin negatifleştiği sonucuna varmışlardır. Araştırmacıların bulmuş olduğu bu ilişki belli bir noktadan sonra negatif yönde olduğu için bulmuş olduğumuz sonucu desteklemektedir. Brailsford vd. (2002)'e göre içerdekiler (yöneticiler ve kontrol eden hissedarlar) finansal sıkıntı riskinden kaynaklanabilecek bir kontrol kaybını önlemek istediklerinden dolayı kontrol edilen şirketin borç oranını sınırlamaktadırlar. De La Bruslerie ve Latrous (2012)'a göre sermaye yapısı kararları, kontrol eden hissedarların seyreltme olmadan kontrol güçlerini koruma (borç kontrol gücünü azaltmaz) ihtiyacı ile firmanın riskini düşürme (borç riski artırır, dolayısıyla finansal sıkıntı durumunda kontrol eden hissedarlar kendileri de zarar görür) hedefleri arasındaki dengeye bağlıdır. Dolayısıyla, kontrol eden pay sahiplerinin sahipliği ile borç seviyeleri arasındaki ilişki karmaşık olabilir ve ters U şeklinde olabilir.

Firma büyüklüğü ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında yine beklentimize paralel olarak pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Rajan ve Zingales (1995) firma büyüklüğünün iflas

ihtimalini temsil ettiğini ve küçük şirketlerde yüksek olduğunu söylemektedir. Doğan (2016a, 2016b), Ege ve Nur Topaloğlu (2017), firma büyüklüğü ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Bu çalışmada bulunan sonuçlar literatürde bulunan bu sonuçları destekler niteliktedir.

% 5 anlamlılık düzeyinde ise büyüme fırsatları (BF) ve karlılık (K) değişkenleri anlamlı çıkmaktadır. Bu anlamlılık düzeyinde diğer değişkenler sabitken büyüme fırsatlarında meydana gelen 1 birimlik artış kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.0460889 birimlik etkiye, karlılık değişkeninde meydana gelen 1 birimlik değişim ise kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.5690049 birimlik etkiye sebep olmaktadır.

Çalışmada büyüme fırsatları ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında hipotezimize paralel olarak negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Opler ve Titman (1994), Bradley vd. (1984) ve Titman Sheridan ve Wessels Roberto (1988), kaldıraç ve büyüme fırsatları arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Myers (1977), büyüme ve borç arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu çalışmada bulunan sonuçlar literatürde bulunan bu sonuçları destekler niteliktedir.

Çalışmada karlılık ve sermaye yapısı (kaldıraç) arasında hipotezimize paralel olarak negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Myers ve Majluf (1984), karlılığı yüksek olan firmaların iç kaynakları daha fazla olduğu için daha az borç kullandıklarını ileri sürmektedir. Birkaç ampirik çalışma, kârlılık ve kaldıraç arasında olumsuz bir ilişki bulmuştur (Doğan, 2016a, 2016b; Ege ve Nur Topaloğlu, 2017; Friend ve Lang, 1988). Çalışmanın bulguları bu açıdan da literatürle uyumludur.

Analiz sonucuna göre literatürde kabul gören %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde varlıkların yapısı (VY) değişkeni anlamlı çıkmamıştır. Dolayısıyla varlıkların yapısı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki bekleyen hipotezimize karşın analiz sonucunda varlıkların yapısı ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Bu çalışmada sahiplik yapısının (kontrol eden hissedarın) sermaye yapısı (kaldıraç) üzerine etkisi olup olmadığı incelenmiştir. Bu kapsamda BIST'te faaliyet gösteren imalat sektörüne dahil 77 şirketin 2017 yılına ait verilerinden yararlanılmıştır.

Uygulamada kullanılan bağımlı değişken yani sermaye yapısı kavramı Toplam Borç/(Özsermayenin Piyasa Değeri+Borcun Piyasa Değeri) formülü kullanılarak hesaplanmıştır. Sahiplik yapısını ifade eden değişken ise (kontrol eden hissedarın pay oranı) 1-fiili dolaşımdaki pay oranı formülü ile hesaplanmıştır. Diğer bağımsız değişkenler ise, Piyasa Değeri/Defter Değeri (Büyüme Fırsatları), \ln _Toplam Varlıklar (Firma Büyüklüğü), Maddi Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar (Varlıkların Yapısı) ve (FVÖK+Amortisman)/Toplam Varlıklar (Karlılık) formülleri kullanılarak hesaplanmıştır. Analizde sahiplik yapısının (Kontrol eden hissedarın pay oranı) sermaye yapısı (kaldıraç) üzerine olan etkisini ve diğer bağımsız değişkenlerin (Büyüme Fırsatları, Firma Büyüklüğü, Varlıkların Yapısı, Karlılık) sermaye yapısı (kaldıraç) üzerine olan etkisini tespit edebilmek için regresyon analizi yapılmıştır.

Uygulamada kullanılan verilerin regresyon analizi varsayımlarına uygunluğu, değişen varyans (Breusch-Pagan) testi, çoklu doğrusal bağlantı (VIF) testi ve hata terimlerinin normal dağılıp dağılmadığı varsayımı Shapiro-Wilk Normallik testi ile test edilmiştir. Yapılan testler sonucunda gerekli varsayımlar sağlanmış ve regresyon analizi uygulanması açısından herhangi bir sakınca bulunmamıştır.

Uygulama sonuçlarına göre, %5 anlamlılık düzeyinde büyüme fırsatları (BF) ve karlılık (K) değişkenleri anlamlı çıkmaktadır. Buna göre büyüme fırsatlarında meydana gelen 1 birimlik artış

kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.05 birimlik etkiye, karlılık değişkeninde meydana gelen 1 birimlik değişim ise kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.57 birimlik etkiye sebep olmaktadır.

%10 anlamlılık düzeyinde ise kontrol eden hissedarın pay oranında (KEH) meydana gelen 1 birimlik artış kaldıraç üzerinde negatif yönde 0.20 birimlik etkiye sebep olmaktadır. Ve yine %10 anlamlılık düzeyinde firma büyüklüğü (FB) değişkeninde meydana gelen 1 birimlik artış kaldıraç üzerinde pozitif yönde 0.03 birimlik etkiye sebep olmaktadır. Literatürde kabul gören %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde varlıkların yapısı (VY) değişkeni anlamlı çıkmamıştır. Dolayısıyla varlıkların yapısı ile sermaye yapısı (kaldıraç) arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Bulunan bu sonuçları hipotezlerimizle karşılaştırdığımızda; Hipotez1: Kontrol eden hissedar ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki vardır şeklinde kurulmuştur. Analiz sonucunda da negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hipotez2: Büyüme fırsatları ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki vardır şeklinde kurulmuştur. Analiz sonucunda da negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hipotez3: Firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır şeklinde kurulmuştur. Analiz sonucunda da pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hipotez4: Varlıkların yapısı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır şeklinde kurulmuştur. Analiz sonucunda varlıkların yapısı ile kaldıraç arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Hipotez5: Karlılık ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki vardır şeklinde kurulmuştur. Analiz sonucunda da negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla bulunan sonuçlar, Hipotez4 dışında diğer hipotezleri destekler niteliktedir.

Şirketlerin sahiplik yapısı; ülkelerin ekonomik ve politik koşulları, şirketin bulunmuş olduğu sektör, şirketin bulunduğu ülke ve benzeri birçok durumdan etkilenebilmektedir. Bundan dolayı şirketlerin finansal olarak uyguladıkları yöntem ve politikalar da farklılık gösterebilmektedir. Dolayısıyla bu farklılıkları en az düzeye indirebilmek için, farklı sektörlerden şirketlerin uygulamaya dahil edilmesi kullanılan değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığını engelleyeceği için, çalışmada dahil edilen sektör imalat sektörü ile sınırlı tutulmuştur. Ayrıca finansal verilerine ulaşılamayan ve uygulamanın amacı doğrultusunda analize uygun görülmeyen şirketler kapsam ve sınırlılıklar bölümünde detaylı olarak açıklanmıştır. Bu durum uygulamanın sonuçlarını engelleyebilecek nitelikte değildir.

Şirketlerin sermaye yapısının sahiplik yapısı tarafından etkilendiği çalışma sonucunda kanıtlanmıştır. Bu sonuca göre şirketlerde kontrol eden hissedarın payı (nakit akım hakkı) arttıkça şirketlerin kaldıraç oranı (borçluluk oranı) düşmektedir. Yani kontrol eden hissedarın ortaklık payının yüksek olduğu şirketlerde ortalama olarak kaldıraç oranı düşüktür. Bu ilişki literatürde "riskten kaçınma" veya "korunma" hipotezi ile açıklanmaktadır. Kontrol eden hissedarın ortaklık payı (nakit akım hakkı) arttıkça riskten kaçınma artmakta ve bu şirketler (dolayısıyla hâkim ortaklar) oransal olarak daha düşük borçlu bir sermaye yapısını tercih etmektedirler.

Finans literatüründe sermaye yapısı konusu henüz tam olarak çözümlenmemiş olup literatürde de giderek sahiplik yapısının sermaye yapısını etkilediği görüşü öne çıkmaktadır. Bu anlamda elde edilen bulgunun literatüre önemli katkı sağladığı düşünülmektedir. Sermaye yapısı konusunda ileride yapılacak çalışmaların şirketlerin sahiplik yapısını da dikkate almaları gerektiği görülmektedir.

KAYNAKÇA

- Agrawal, A. ve Mandelker, G. N. (1987). Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. *The Journal of Finance*, 42(4), 823–837. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb03914.x>
- Alves, P. F. P. ve Ferreira, M. A. (2011). Capital structure and law around the world. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(3), 119–150. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2011.02.001>

- Anderson, R. C., Mansi, S. A. ve Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00067-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00067-9)
- Antoniou, A., Guney, Y. ve Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(01), 59. <https://doi.org/10.1017/S002210900002751>
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İmkb Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11–20.
- Berger, P. G., Eli, O. ve Yermack, D. L. (1995). Management Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*.
- Bloch, L. ve Kremp, E. M. (1999). Ownership and Voting Power in France. *SSRN Electronic Journal*, (July). <https://doi.org/10.2139/ssrn.200632>
- Boubaker, S. (2007). On the relationship between ownership-control structure and debt financing: new evidence from France. *SSRN Electronic Journal*, 5(1), 1–34. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1003361
- Bradley, M., Jarrell, G. ve Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39(3), 857. <https://doi.org/10.2307/2327950>
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R. ve Pua, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting and Finance*, 42(1), 1–26. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00001>
- Büyükmert, N. (2015). İşletmelerde Sahiplik Yapısının Karlılık ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Uygulama. Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Cheng, S. R. ve Shiu, C. Y. (2007). Investor protection and capital structure: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1), 30–44. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2006.03.002>
- Claessens, S., Djankov, S. ve Lang, L. H. . (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Croci, E., Doukas, J. A. ve Gonenc, H. (2011). Family Control and Financing Decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860–897. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2011.00631.x>
- De La Bruslerie, H. ve 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. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2012.06.001>
- Doğan, M. (2016a). Mülkiyet Yapısının Finansman Kararları Üzerindeki Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (70).
- Doğan, M. (2016b). Yönetici ve Yabancı Sahipliğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri : Bist' te İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 14(28), 49–69.
- Ege, İ. ve Nur Topaloğlu, T. (2017). Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2), 471–492. <https://doi.org/10.18506/anemon.285974>
- Ellul, A. (2009). Control Motivations and Capital Structure Decisions. *SSRN Electronic Journal*, (January), 1–61. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1364661>
- Faccio, M., Lang H.P., L. ve Young, L. (2001). Debt and Corporate Governance. *The Economics of Transition*, 16(2), 293–334. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0351.2008.00307.x>
- Faccio, M., Lang, L. H. P. ve Young, L. (2000). Debt and Expropriation. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.239724>

- Friedman, E., Johnson, S. ve Mitton, T. (2003). Propping and tunneling. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 732–750. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2003.08.004>
- Friend, I. ve Lang, L. H. P. (1988). An empirical test of the impact of self interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, XLIII(2), 271–282. <https://doi.org/10.1002/9781118763520.ch16>
- Harris, M. ve Raviv, A. (1988a). Corporate Governance Voting Rights anti Majority Rules. *Journal of Financial Economics*, 20, 203–235. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90045-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90045-1)
- Harris, M. ve Raviv, A. (1988b). Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 20(C), 55–86. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90040-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90040-2)
- Holderness, C. G., Kroszner, R. S. ve Sheehan, D. P. (1999). Were the good old days that good? changes in managerial dtock ownership since the great depression. *Journal of Finance*, 54(2), 435–469.
- Holmén, M. ve Högfeldt, P. (2004). A law and finance analysis of initial public offerings. *Journal of Financial Intermediation*, 13(3), 324–358. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2003.11.003>
- Investing.com - Hisse Senedi ve Finans Haberleri. (n.d.). Retrieved March 26, 2018, from <https://tr.investing.com/>
- Kamuyu Aydınlatma Platformu. (n.d.). Retrieved March 26, 2018, from <https://www.kap.org.tr/>
- Kim, W. S. ve Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(02), 131–144. <https://doi.org/10.2307/2330733>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. ve Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1998). Law and Finance Rafael La Porta , Florencio Lopez-de-Silanes ,. *Journal of Political Economy*, 106(6), 11131–55. <https://doi.org/10.1086/250042>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- Leland, H. E. ve Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371. <https://doi.org/10.2307/2326770>
- Merkezi Kayıt İstanbul: Türkiye'nin Merkezi Saklama Kuruluşu. (n.d.). Retrieved March 26, 2018, from <https://www.mkk.com.tr/>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. ve Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nielsen, A. E. B. (2005). Corporate Governance, Leverage and Dividend Policy. *SSRN Electronic Journal*, 1–47. <https://doi.org/10.2139/ssrn.906339>
- Opler, T. C. ve Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *The Journal of Finance*, 49(3), 1015–1040. <https://doi.org/10.2307/2329214>
- Oruç, E. (2012). Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Finansal Kararları Üzerine Etkisi: İmkb Uygulaması. Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Rajan, R. G. ve Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

- Sayman, Y. (2012). Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İmkb' de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights. *Journal of Financial Economics*, 20(C), 25–54. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)
- Tarı, R. (2012). *Ekonometri* (8th ed.). İzmit: Umuttepe Yayın.
- Titman Sheridan ve Wessels Roberto. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol. 43, N(Wiley for the American Finance Association), 1–19. Retrieved from url: <http://www.jstor.org/stable/2328319>
- Toraman, C. ve Okuyan, H. A. (2009). İşletmelerde Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi: İmkb Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (41), 72–81.