

**Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisi:
BİST’te Bir Uygulama**

The Impact of Ownership Structure on Capital Structure: A Study on BIST

Beylem Çelik

Dr. Öğr. Üyesi,

İstanbul Gedik Üniversitesi, Gedik MYO, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Programı

beylem.akkus@gedik.edu.tr

ORCID: 0000-0003-4322-5907

Gönderim Tarihi: 24.05.2024

Kabul Tarihi: 14.06.2024

Yayımlanma Tarihi: 28.06.2024

Nasıl Atıf Yapılır:

Çelik, Beylem. “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisi:
BİST’te Bir Uygulama”. *Eklektik Sosyal Bilimler Dergisi* 2, sy. 1 (Haziran 2024): 31-50.

Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisi: BİST’te Bir Uygulama

Beylem Çelik¹

Öz

Bu çalışma, Borsa İstanbul’da (BİST) yer alan ve finansal olmayan şirketlerin sahiplik yapıları ile sermaye yapıları arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlamaktadır. Bağımlı değişken olan sermaye yapısı, toplam borçların toplam varlıklara bölünmesi yoluyla hesaplanan finansal kaldıraç oranı ile ölçülmüştür. Analiz için kurulan modelde sahiplik yapısı olarak kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve şahıs sahipliği olarak üç farklı bağımsız değişken kullanılmıştır. Analizi yürütmek için 2018-2022 yılları arasında BİST’te işlem gören finansal olmayan 192 şirketten elde edilmiş 875 adet gözlemden oluşan bir örneklem kullanılmıştır. İlgili örneklem OLS regresyon yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Bulgular, kurumsal sahiplik ve şahıs sahipliğinin sermaye yapısı ile pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Başka bir ifade ile şirketlerin sahiplik yapılarındaki kurumsal ve şahıs sermaye pay oranları arttıkça finansal kaldıraç oranlarının da artması beklenir. Ayrıca sonuçlar, yabancı sahiplik ile sermaye yapısı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. Elde edilen sonuçların, sermaye yapısı kararlarının nedenleri hakkında değerli bilgiler sağlayarak, finansal tablo kullanıcılarına karar verme süreçlerinde yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: *Borsa İstanbul, Kaldıraç, Sahiplik Yapısı, Sermaye Yapısı*

The Impact of Ownership Structure on Capital Structure: A Study on BIST

Abstract

This study aims to examine the relationship between the ownership structures and capital structures of non-financial companies listed on Borsa Istanbul (BIST). The de-

¹ Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Gedik Üniversitesi, Gedik MYO, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Programı, beylem.akkus@gedik.edu.tr, ORCID: 0000-0003-4322-5907

pendent variable, capital structure, is measured by the financial leverage ratio, which is calculated by dividing total debt by total assets. In the model established for the analysis, ownership structure is used as three different independent variables: institutional ownership, foreign ownership, and individual ownership. A sample consisting of 875 observations from 192 non-financial companies listed on BIST between 2018-2022 was used for the analysis. The relevant sample was analyzed using the OLS regression method. The findings indicate that institutional ownership and individual ownership are positively related to capital structure. In other words, as the institutional and individual equity shares in the ownership structure of companies increase, their financial leverage ratios are also expected to increase. Additionally, the results show that there is no statistically significant relationship between foreign ownership and capital structure. These findings will help investors, managers, and policymakers make more informed decisions by reducing information asymmetry regarding the reasons behind capital structure decisions.

Keywords: *Borsa Istanbul, Leverage, Ownership Structure, Capital Structure*

1. Giriş

Sermaye yapısı kararları, şirketlerin finansal performansı ve değeri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Dolayısıyla firmaların, sermaye yapısı kararını dikkatli bir şekilde analiz etmeleri ve en uygun sermaye yapısını belirlemeleri gerekmektedir.² Şirket yöneticilerinin sermaye yapısı ve borçlanma politikaları konusunda dikkatli ve stratejik kararlar alması hem vekâlet maliyetlerini azaltmak hem de firma değerini artırmak ile doğrudan ilişkilidir.³ Borçlanma politikalarının doğru şekilde belirlenmesi aynı zamanda finansal raporların kullanıcıları ve yararlanıcıları tarafından alınan kararları da etkiler. Bu çerçevede, sermaye yapısı kararlarına etki eden faktörlerin belirlenmesi önemli bir araştırma alanı olarak ortaya çıkmaktadır.

Şirketlerin sahiplik yapısı birbirinden farklılık göstermektedir. Sahiplik yapısı; aile sahipliği, yabancı sahipliği, devlet sahipliği, çalışan sahipliği, yönetici sahipliği, kurumsal sahiplik gibi farklı sahiplik yapıları ile anılmaktadır. Türkiye’de sahiplik ya-

2 Franco Modigliani ve Merton H. Miller, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *The American Economic Review*, sy. 53 (1963): 433–443.

3 Mesut Doğan ve Yusuf Topal, “Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 20, sy. 4 (2015): 31-48.

pısı ağırlıklı olarak aile şirketi şeklinde olup kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve şahıs sahipliği aile sahipliğinden düşüktür. Ayrıca Türkiye’de sahiplik yapısı piramidal ve kompleks bir yapı sergilemektedir.⁴ Bunun yanı sıra sahiplik yapısı, sermaye yapısı kararlarına etki eden bir faktördür.⁵ Bu açıdan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sahiplik yapısının araştırılması önem arz etmektedir. Yapılan araştırmalar sahiplik yapısının firma performansı⁶, kurumsal yönetim⁷, ajans maliyetleri⁸, kazanç yönetimi⁹ kavramları üzerinde etkisi olduğunu ortaya koymuştur. Sermaye yapısı, yatırımcıların karar verirken dikkate aldıkları önemli kavramlardan biridir. Bu bağlamda sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasında bir ilişkinin oldukça muhtemel olduğu söylenebilir. Nitekim Pindado ve Chabela¹⁰, Al-Thuneibat¹¹, Chung ve Dahms¹² çalışmalarında bu ilişkiyi araştırmış ve sahiplik yapısının sermaye yapısı ile ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak bu çalışmaların aksine sahiplik ile sermaye ya-

4 B. Burçin Yurtoglu, “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms”, *In Empirica*, sy. 27 (2000): 193-222.

5 Hsi-Mei Chung and Sven Dahms, “Ownership Strategy and Foreign Affiliate Performance in Multinational Family Business Groups: A Double-edged Sword”, *Journal of International Management* 24, sy. 4 (2018): 303-316.

6 Steen Thomsen ve Torben Pedersen, “Ownership Structure And Economic Performance In The Largest European Companies”, *In Strategic Management Journal Strat. Mgmt. J.*, sy. 21 (2000): 689-705

7 Xiaonian Xu ve Yan Wang, “Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies”, *China Economic Review*, sy. 10 (1999): 75-98.

8 James S Ang, Rebel A Cole ve James Wuh, Lin, “Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Finance* 55, sy. 1 (2000): 81-106.

9 Mehmet Aygun, Süleyman Ic, ve Mustafa, Sayim, “The Effects of Corporate Ownership Structure and Board Size on Earnings Management: Evidence from Turkey”, *International Journal of Business and Management* 9, sy. 12 (2014): 123-132.

10 Julio Pindado ve De La Torre Chabela, “Capital Structure: New Evidence from the Ownership Structure”, *International Review of Finance* 11, sy. 2 (2011): 213-226.

11 Ali Al-Thuneibat, “The Relationship between the Ownership Structure, Capital Structure and Performance”, *Journal of Accounting - Business & Management* 25, sy. 1 (2018): 1-20.

12 Chung and Dahms, “Ownership Strategy and Foreign Affiliate Performance in Multinational Family Business Groups: A Double-edged Sword”, 303-316.

pısı arasında bir ilişkinin olmadığını vurgulayan çalışmalar da mevcuttur.¹³ Sahiplik yapısının sermaye yapısı üzerine etkisini inceleyen araştırmaların karmaşık sonuçlara ulaştıkları görülmektedir. Dolayısıyla sahiplik yapısının sermaye yapısı üzerine etkisini inceleyen araştırmaların sürdürülmesi gerekmektedir. Bu gereklilik çalışmanın en önemli motivasyon kaynağıdır.

Bu çalışma BİST’de faaliyet gösteren şirketlerin sahiplik yapılarının sermaye yapısına etkisini araştırmayı amaçlamaktadır. Araştırma modelinde kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve şahıs sahipliği olarak üç adet bağımsız değişken kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri ise kurumsal yönetim bazlı değişkenler ve firma bazlı değişkenler olarak ele alınıp toplam beş adet kontrol değişkeni modele dâhil edilmiştir. Çalışmanın örneklemini, 2018-2022 yılları arasında BİST’de işlem gören finansal olmayan 192 şirketten elde edilmiş 875 adet gözlemden oluşmakta olup analiz yöntemi olarak en küçük kareler (OLS) regresyon analizi kullanılmıştır.

Genel olarak bu çalışmanın literatüre birkaç katkısı bulunmaktadır. Sahiplik yapısının sermaye yapısı üzerine etkisini inceleyen araştırmalar incelendiğinde sonuçların karmaşık olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu çalışma, konuyu daha detaylı inceleyerek sonuçlara netlik getirmeyi amaçlamakta ve bu yönüyle literatüre katkı sağlamaktadır. Konu ile ilgili literatür incelendiğinde sahiplik yapısının genellikle; kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve en büyük ortağın sermaye payı olarak ele alındığı görülmektedir. Sahiplik yapısına kurumsal sahiplik ve yabancı sahipliğin yanı sıra şahıs sahipliği dikkate alınarak da bakılması önem arz etmekte ve literatüre katkı sağlamaktadır. Çalışmanın literatüre sunduğu diğer bir katkı, Türkiye’de yapılan diğer çalışmalara kıyasla daha yüksek gözlem sayısına sahip olması dolayısıyla konunun daha kapsamlı şekilde ele alınmasıdır.

Çalışmanın geri kalanı şu şekilde organize edilmiştir: Bir sonraki bölümde düzenleyici ve kavramsal arka plan verilerek araştırmanın hipotezleri ortaya konulmuştur. Regresyon sonuçlarını rapor etmeye geçmeden önce veriler ve araştırma metodolojisi ana hatlarıyla belirtilmiştir. Son bölümde bulgular özetlenerek, yönetsel etkiler, çalışmanın kısıtları ve gelecekteki araştırmalar için önerilere yer verilmiştir.

13 Tran Thi Xuan Anh, ve Bui Ngoc Phuong, “Impact of Ownership Structure on Capital Structure- Empirical Evidence from Listed Firms in Vietnam”, *DLSU Business & Economics Review* 28, sy. 1 (2018).

İlhan Ege ve Tuğba Nur Topaloğlu, “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* (2017): 471–471.

2. Literatür Taraması ve Hipotez Geliştirme

Sahiplik yapısının sermaye yapısı ile ilişkisini açıklayan teorilerden biri vekâlet teorisi. Vekâlet ilişkisi pay sahibinin temsilcisine kendi adına bazı hizmetleri yerine getirmek ve bazı kararları verme yetkisini verdiği sözleşmeye dayalı anlaşmayı konu edinir.¹⁴ Temsilci bazen şirket menfaatlerini göz ardı ederek kendi menfaatleri doğrultusunda kararlar alabilir.¹⁵ Temsilcinin müvekkilinin çıkarları doğrultusunda hareket etmemesi durumunda vekalet sorunu oluşur.¹⁶ Finansal kaldıraç oranındaki artış vekâlet sorunundan kaynaklanabileceği gibi yatırımcıların şirkete olan güvenini kaybetmesine neden olabilir.¹⁷

Farklı ülkelerde sahiplik yapısının sermaye yapısı ile ilişkisini araştıran çalışmalar incelendiğinde, Chung ve Dahms'ın Amerika Birleşik Devletleri şirketleri üzerinde yaptıkları araştırmalarında 1985-2008 yıllarına ait 40.963 gözlem kullanılmış olup kurumsal sahiplik ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.¹⁸ Pindado ve Chabela, 1990-1999 yıllarında İspanya Borsası'nda faaliyet gösteren 135 şirketten elde edilmiş veriler üzerinde yaptıkları araştırmada sahiplik yoğunluğunun kaldıraç oranı ile istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu vurgulamışlardır.¹⁹

Anh ve Phuong, 2009-2015 yıllarında Vietnam Borsası'nda faaliyet gösteren 642 şirket üzerinde yaptıkları araştırmada yabancı sahiplik, kurumsal sahiplik ve kamusal sahipliğin sermaye yapısı ile arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığını vurgulamışlardır.²⁰ Al-Thuneibat, 2010-2014 yıllarında Ürdün Borsası'nda

14 Michael C. Jensen ve William H. Meckling, "Theory Of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs And Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, sy. 3 (1976): 305-360.

15 Anup Agrawal ve Charles R. Knoeber, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, sy. 3 (1996): 377-397

16 Michael J. Brennan, "Corporate Finance over the Past 25 Years", *Financial Management* 24, sy. 2 (1995): 9-22.

17 O. J. Ilaboya ve Iyafekhe Christian, "Corporate Governance and Audit Report Lag in Nigeria", *International Journal of Humanities and Social Science* 4, sy. 13 (2014): 172-180.

18 Chung, "Ownership Strategy", 303-316.

19 Pindado ve Chabela, "Capital Structure: New Evidence from the Ownership Structure", 213-226.

20 Anh, "Impact of Ownership Structure".

işlem gören 86 firma üzerinde yaptığı araştırmada finansal kaldıraç oranı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca çalışmada finansal kaldıraç oranının sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilediği vurgulanmıştır.²¹

Türkiye’de yapılan araştırmalar incelendiğinde, Ege’nin Borsa İstanbul’da 2009-2015 döneminde faaliyet gösteren şirketlerden elde edilmiş 126 gözlem üzerinde yaptığı araştırmada sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasında istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir ilişkinin tespit edilmediği görülmektedir.²² Doğan ve Topal, Borsa İstanbul 30 Endeksi’nde 2005-2012 döneminde imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerden elde edilmiş 136 gözlem üzerinde yaptıkları araştırmada yönetim kurulu sahipliği ve yabancı sahipliğin BİST’te işlem gören şirketlerin finansman kararlarında etkili olduğunu vurgulamışlardır.²³

Kasaboğlu ve Çinko, Borsa İstanbul’da 2005-2013 döneminde faaliyet gösteren şirketlerden elde edilmiş 150 gözlem üzerinde yaptıkları araştırmada kurumsal sahiplik ile finansal kaldıraç arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu vurgulamışlardır.²⁴ Oruç, Borsa İstanbul’da 2002-2010 döneminde faaliyet gösteren şirketlerden elde edilmiş 162 gözlem üzerinde yaptığı araştırmada, sahiplik yoğunluğu ile sermaye yapısı kararları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu belirtmiştir.²⁵

Kahraman, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde bulunan şirketlerin 2009-2018 dönem verilerini kullanarak yaptığı çalışmada aktif kârlılık ve şirket büyüme oranlarının finansal kaldıraç oranını olumsuz yönde, en büyük ikinci ortağın sermaye payı ve şirket büyüklüğünün finansal kaldıraç oranını ise olumlu yönde etkilediğini belirt-

21 Al-Thuneibat, “The Relationship between”, 1-20.

22 Ege ve Topaloğlu, “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi”, 471–471

23 Doğan ve Topal, “Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi”.

24 Oytun Tansel Kasaboğlu ve Murat Çinko, “A Study Of The Relationship Between Institutional Ownership and Capital Structure: Evidence From Turkey”, *Marmara Journal of Economics* 1, sy. 2 (2017): 155-170.

25 Eda Oruç Erdoğan, “Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi: Bist Uygulaması”, *Journal of Süleyman Demirel University Institute of Social Sciences Year 2, sy. 2* (2016): 1-23

miştir.²⁶ Temiz ve Elçin, 2012-2016 yıllarında BİST’te faaliyet gösteren 137 şirketten elde edilmiş 685 gözlem üzerinde yaptıkları araştırmada en büyük ortak oranı, kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik değişkenlerinin finansal kaldıraç oranı ile arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişkili olduğunu belirtmişlerdir.²⁷

Ateşoğlu ve Aracı, 2012-2017 yıllarında BİST’te faaliyet gösteren şirketlerden elde edilmiş 360 gözlem üzerinde yaptıkları çalışmada yabancı sahipliğin finansal kaldıraç azalttığı, yüksek kurumsal sahiplik payı veya yüksek halka açıklık oranı olan firmaların daha fazla kaldıraç oranına sahip olduklarını belirtmişlerdir.²⁸ Taşbaş ve Belen, 2017 yılında BİST’te faaliyet gösteren 77 şirketin finansal verilerini kullanarak yaptığı araştırmalarında şirketlerin sahiplik yapısı ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu belirtmişlerdir.²⁹

Literatür incelendiğinde kurumsal sahiplik yapısının sermaye yapısına etkilerini inceleyen araştırma sonuçlarının çelişkili olduğu görülmektedir. Birtakım araştırmalar kurumsal sahiplik yapısı ile finansal kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki olduğunu vurgularken,³⁰ bazı araştırmalar ise kurumsal sahiplik yapısı ile finansal kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki olduğunu vurgulamışlardır.³¹ Diğer yandan farklı çalışmalar kurumsal sahiplik ile finansal

26 Yunus Emre Kahraman, “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi, BİST 100 Şirketleri ile Kurumsal Yönetim Endeksi Şirketleri Etkisi: Karşılaştırması”, *Sosyoekonomi* 31, sy. 57 (2023): 283–298.

27 Hüseyin Temiz ve Elçin Dalkılıç, “Sahiplik Yapısı ve Sermaye Kararları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Bist İmalat Sektörü Örneği”, *Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 18, sy. 4 (2018): 1-18

28 Sevda Ateşoğlu Coşkun, “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısına Etkileri: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma”, *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi* 15, sy. 2 (2022): 281-319

29 Hüseyin Taşbaş ve Muhammet Belen, “Şirketlerin Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: BIST İmalat Sektörü”, *In Journal of Humanities and Tourism Research* 10, sy. 4 (2020):995-1009

30 Chung and Dahms, “Ownership Strategy and Foreign Affiliate Performance”, 303-316.
Oruç Erdoğan, “Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi: Bist Uygulaması”, 1-23.

31 Ersin Fırat Akgül ve Seçil Sigali, “Determinants of Capital Structure: An Application on BIST Transportation Index”, *Journal of Accounting & Finance* 77, (2018).

Ji Sun, Li Dink, Jie Michael Guo ve Yichen Li, “Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK”, *The British Accounting Review* 48, sy. 4 (2016): 448-463.

kaldıraç oranı arasında herhangi bir ilişki tespit edememiştir.³² Kurumsal sahipliğin sermaye yapısı ile ilişkisine dair karmaşık sonuçların olması nedeniyle test edilmek üzere aşağıdaki hipotez kurulmuştur.

H1: Kurumsal sahiplik ile sermaye yapısı arasında bir ilişki vardır.

Literatür incelendiğinde, yabancı sahiplik yapısının sermaye yapısına etkilerini inceleyen araştırma sonuçlarının da çelişkili olduğu görülmektedir. Yabancı sahiplik yapısı ile finansal kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki olduğunu vurgulayan çalışmalar olduğu gibi³³ yabancı sahiplik yapısı ile finansal kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki olduğunu vurgulayan araştırmalara da mevcuttur.³⁴ Bazı çalışmalar ise yabancı sahiplik ile finansal kaldıraç oranı arasında herhangi bir ilişki tespit edememişlerdir.³⁵ Yabancı sahipliğin sermaye yapısı ile ilişkisine dair karmaşık sonuçların olması dolayısıyla test edilmek üzere aşağıdaki hipotez kurulmuştur.

H2: Yabancı sahiplik ile sermaye yapısı arasında bir ilişki vardır.

Sahiplik yapısının sermaye yapısı ile ilişkisine yönelik literatüre göz atıldığında, sahiplik yapısı değişkeninin genel olarak kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik, en büyük ortağın sermaye payı, yönetici sahipliği gibi değişkenlerin dikkate alındığı görülmek-

32 Ege ve Nur Topaloğlu, “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi”, 471-471.

Tran Thi Xuan Anh ve Bui Ngoc Phuong “Impact of Ownership Structure on Capital Structure-Empirical Evidence from Listed Firms in Vietnam”, (2018).

33 Agrawal ve Knoeber, “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders”, In Source: The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 377-397. Meltem Gürünlü ve Güner Gürsoy, “The Influence of Foreign Ownership on Capital Structure of Non-Financial Firms: Evidence from Istanbul Stock Exchange”, *IUP Journal of Corporate Governance*, sy. 9(4), (2010): 21-29

34 Oruç Erdoğan, Eda. “Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi: Bist Uygulaması”, 1-23.

Duc Nam Phuong ve Le Thi Phuong Vy, “Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms”, *IUP Journal of Corporate Governance*, sy.12(2), (2013):40-58.

35 Anh and Phuong “Impact of Ownership Structure on Capital Structure-Empirical Evidence from Listed Firms in Vietnam”.

Shumi Akhtar, “The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations”, *Australian Journal of Management* 30, sy. 2 (2005): 321–341.

tedir. Literatür incelendiğinde şahıs sahipliğinin sermaye yapısına etkilerine yönelik araştırmaların yok denecek kadar az olduğu görülmektedir. Yapılan kısıtlı çalışmalardan biri, Al-Fayoumi ve Abuzayed'in, Ürdün menkul Kıymetler Borsası'nda 2001-2005 yıllarında faaliyet gösteren şirketler üzerinde yapmış oldukları çalışmadır³⁶. İlgili çalışmada şahıs sahipliği ile borç oranı arasında bir ilişkinin tespit edilmediği vurgulanmaktadır. Bu çalışma sahiplik yapısını kurumsal sahiplik ve yabancı sahipliğin yanı sıra şahıs sahipliğini de dikkate alması açısından literatüre katkı sağlamayı hedeflemektedir. Dolayısıyla şahıs sahipliğinin sermaye yapısı ile ilişkisini test edebilmek için aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur:

H3: Şahıs sahipliği ile sermaye yapısı arasında bir ilişki vardır.

3. Araştırma Metodolojisi

Bu çalışma, BİST'te faaliyet gösteren şirketlerin sahiplik yapılarının finansal kaldıraç oranı ile ilişkisini incelemektedir. Bu kapsamda, 2018-2022 yılları arasında Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören finansal olmayan 192 şirketten elde edilmiş 875 adet gözlem kullanılarak OLS regresyon analizi yapılmış ve sahiplik yapısı ile finansal kaldıraç oranı arasındaki ilişki araştırılmıştır. Veriler aşağıdaki kaynaklar kullanarak manuel olarak elde edilmiştir:

- 1) Kamuyu Aydınlatma Platformu,
- 2) Borsa İstanbul,
- 3) Şirket web sayfaları.

3.1. Değişken Tanımı ve Ölçümü

Analizleri yürütmek için bir dizi bağımlı, bağımsız ve kontrol değişken kullanılmıştır. Değişkenler Tablo 1'de listelenmiş ve tanımlanmıştır. Modelde bağımlı değişken olarak kaldıraç oranı, bağımsız değişken olarak ise kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve şahıs sahipliği kullanılmıştır. Kaldıraç oranı şirketlerin toplam borçların toplam varlıklara oranı ile ölçülmüştür. Kurumsal sahiplik, firmanın toplam sermaye-

36 Nedal A. Al-Fayoumi ve Bana M. Abuzayed, "Ownership Structure and Corporate Financing", *Applied Financial Economics* 19, sy. 4 (2009): 1975-1986.

sindeki şirket sahipliği yüzdesi ile yabancı sahiplik, firmanın toplam sermayesindeki yabancı sahiplik yüzdesi ile şahıs sahipliği ise firmanın toplam sermayesindeki şahıs sahiplik yüzdesi ile ölçülmüştür. Kontrol değişkeni olarak kullanılan aktif karlılık oranını (ROA) net kar ile aktif toplamının birbirine oranı ile şirket büyüklüğü toplam varlıkların doğal logaritması ile şirket yaşı değişkeni ise şirket yaşı logaritması ile hesaplanmıştır. Yönetim kurulu büyüklüğü kontrol değişkeni, yönetim kurulu toplam üye sayısı ile ölçülürken, yönetim kurulu bağımsızlık oranı yönetim kurulu bağımsız üye sayısı / yönetim kurulu üye sayısı oranı ile ölçülmüştür. Analize dâhil olan şirketlerin 2018-2022 yıllarına ait bilgileri Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve şirketlerin faaliyet raporlarından temin edilmiştir.

Tablo 1. Değişkenlerin Açıklanması

	Değişken Kodu Değişken Tanımları Değişken Ölçümleri		
Değişken Türü	Değişken Kodu	Değişken Tanımları	Değişken Ölçümleri
Bağımlı değişken	KALDIRAÇ	Finansal kaldıraç	Toplam borçlar / toplam varlıklar
Bağımsız değişken	KURUMSAL	Kurumsal Sahiplik	Firmanın toplam sermayesindeki şirket sahipliği yüzdesi
Bağımsız değişken	YABANCI	Yabancı Sahiplik	Firmanın toplam sermayesindeki yabancı sahiplik yüzdesi
Bağımsız değişken	ŞAHIS	Şahıs Sahipliği	Firmanın toplam sermayesindeki şahıs sahiplik yüzdesi
Kontrol değişken	ROA	Aktif karlılık oranı	Net kar / Toplam varlıklar
Kontrol değişken	ŞİRKET YAŞI	Şirket Yaşı	Şirket yaşı logaritması
Kontrol değişken	BÜYÜKLÜK	Firma büyüklüğü	Toplam varlıkların doğal logaritması
Kontrol değişken	YKBÜY	Yönetim kurulu büyüklüğü	Yönetim kurulu toplam üye sayısı
Kontrol değişken	YKBAĞ	Yönetim kurulu bağımsızlığı	Yönetim kurulu bağımsız üye sayısı / Yönetim kurulu üye sayısı

3.2. Araştırma Modeli

Bu çalışmada, kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve şahıs sahiplik bağımsız değişkenleri ile finansal kaldıraç oranı arasındaki ilişkiyi araştırmak için OLS regresyon yöntemi kullanılmıştır. Ayrıca kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve şahıs sahiplik

değişkenleri ile finansal kaldıraç oranı arasındaki ilişkiyi araştırmak için aşağıdaki model kurulmuştur:

Model:

$$\text{“KALDIRAÇ: “ } \beta_0 + \beta_1 \text{KURUMSAL} + \beta_2 \text{YABANCI} + \beta_3 \text{ŞAHIS} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{ŞİRKET YAŞI} + \beta_6 \text{BÜYÜKLÜK} + \beta_7 \text{YKBÜY} + \beta_8 \text{YKBAĞ} + \varepsilon$$

4. Araştırma Bulguları

4.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Matrisi

Tablo 2; regresyon modelinde kullanılan değişkenlere ait gözlem sayısı, ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerlerini göstermektedir. Tablo 2 incelendiğinde bağımlı değişken olan finansal kaldıraç oranı ortalamasının 0,454 olduğu, minimum değerinin 0,033, maksimum değerinin ise 0,912 olduğu görülmektedir. Ayrıca şirket sermaye pay dağılımında % 43 ile kurumsal sahiplik paylarının ağırlıklı olduğu görülmektedir. Kurumsal sahiplik payını %13 ile şahıs sahipliği ve %10 ile yabancı sahiplik takip etmektedir. Kurumsal sahiplik ve yabancı sahiplik oranları şirketlerde farklılık göstermekte olup analize dâhil olan şirketlerde bu oran minimum 0, maksimum 97,8 olarak görülmektedir. Şahıs sahiplik oranı da şirketlerde farklılık göstermekte olup analize dâhil olan şirketlerde bu oran minimum 0, maksimum 87,81 değeri olarak görülmektedir. Bu istatistikler analize dâhil edilen şirketlerin kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve şahıs sahiplik yapılarının birbirlerinden farklı olduğunu göstermektedir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken Adı	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum Değer	Maximum Değer
KALDIRAÇ	875	,454	,266	,033	,912
KURUMSAL	875	43,807	32,592	0	97,8
YABANCI	875	10,52	23,533	0	97,8
ŞAHIS	875	13,399	22,001	0	87,81
ROA	875	,065	,098	-,101	,284

ŞİRKET YAŞI	875	44,524	18,069	6	123
BÜYÜKLÜK	875	20,892	1,914	15,483	25,957
YKBÜY	875	7,026	2,022	3	15
YKBAĞ	875	,333	,075	0	,667

Tablo 3, tüm örneklem için Pearson Korelasyon Matrisi sonuçlarını göstermektedir. Korelasyon Matrisi, bağımsız değişkenin (kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve şahıs sahipliği) bağımlı değişken ile (finansal kaldıraç oranı) istatistiksel olarak ilişkili olduğunu göstermektedir. Değişkenler arasında yüksek korelasyon bulunmamaktadır.

Tablo III. Değişkenler Korelasyon Matrisi

Değişkenler	KALDIRAÇ	KURUMSAL	YABANCI	ŞAHIS	ROA	ŞİRKET YAŞI	BÜYÜKLÜK	YKBÜY	YKBAĞ
KALDIRAÇ	1								
KURUMSAL	0,017	1							
YABANCI	0,015	0,448***	1						
ŞAHIS	0,001	-0,652***	-0,235***	1					
ROA	-0,544***	0,032	-0,008	0,071**	1				
ŞİRKET YAŞI	-0,035	0,204***	0,129***	-0,124***	0,107***	1			
BÜYÜKLÜK	0,066**	0,357***	0,128***	-0,295***	0,037	0,162***	1		
YKBÜY	0,080**	0,384***	0,124***	-0,279***	0,010	0,156***	0,498***	1	
YKBAĞ	-0,088***	-0,238***	-0,127***	0,110***	0,032	-0,072**	-0,099***	-0,538***	1

Not: *, **, *** simgeleri sırayla değişkenlerin %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Regresyon analizinin sağlıklı sonuçlar verebilmesi için çoklu doğrusallık sorununun olmaması gerekmektedir. Çoklu doğrusallık sorununun olup olmadığını tespit etmek için değişkenlere ait VIF (Variance Inflation Factor) değerleri hesaplanmıştır. VIF değerinin 10'dan küçük olması gerekmektedir.³⁷ Tablo 4 değişkenlerin VIF değerlerini göstermektedir. Tüm değişkenlerin VIF değerlerinin kabul edilen sınırın oldukça altında kaldığı ve dolayısıyla değişkenler arası çoklu doğrusallık sorununun olmadığı görülmektedir.

37 O'Brien, Robert M., "A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors". *Quality & Quantity*, sy. 41, (2007): 673-690.

Tablo 4. VİF Değerleri

Değişken Açıklaması	Değişkenler	VIF Değeri
Kurumsal Sahiplik	KURUMSAL	2,36
Yabancı Sahiplik	YABANCI	1,27
Şahıs Sahipliği	ŞAHIS	1,85
Aktif Kârlılık Oranı	ROA	1,03
Şirket Yaşı	ŞİRKET YAŞI	1,07
Firma Büyüklüğü	BÜYÜKLÜK	1,49
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	YKBÜY	2,02
Yönetim Kurulu Bağımsızlık Oranı	YKBAĞ	1,51

Değişen varyans problemi, modelde yer alan hata terimlerinin varyanslarının birbirinden farklı olduğu durumu ifade etmektedir. Doğrusal regresyon modellerinin regresyon katsayılarının eşitlik kısıtlamalarını karşılayıp karşılamadığını test etmek için olağan asimptotik olarak eşdeğer prosedürler uygulanmaktadır.³⁸ Bu sebeple değişen varyans probleminin varlığını tespit etmek için Wald testi gerçekleştirilmiş olup test sonuçları Tablo 5’te gösterilmektedir. Tablo 5 incelendiğinde Wald test sonuçlarına göre “ H_0 : Değişen varyans problemi yoktur” hipotezinin reddedildiği ve modelde değişen varyans problemi olduğu görülmektedir.

Tablo 5. Değişen Varyans Test Sonuçları

MODEL		
	Değer	Olasılık Değeri
Chi2 testi	3,0x	0,0000

Not: *** %1 anlamlılık seviyesinde H_0 hipotezinin reddedildiğini ifade etmektedir.

Otokorelasyon varsayımı, Wooldridge yöntemi kullanılarak test edilmektedir. Bu test sonucu ile modellerde otokorelasyon sorunu olup olmadığı tespit edilmektedir. Tablo 6’da gösterilen Wooldridge testinin sonuçlarına göre modelde otokorelasyon sorunu olduğu sonucuna varılmış ve “ H_0 : Otokorelasyon sorunu yoktur” hipotezi reddedilmiştir. Bu durum, modelde hata terimleri arasında otokorelasyon bulunduğunu gös-

38 Gouriéroux, Christian., Holly, Alberto ve Monfort, Alain, “Likelihood Ratio Test, Wald Test, and Kuhn-Tucker Test in Linear Models with Inequality Constraints on the Regression Parameters”, *Econometrica: journal of the Econometric Society* 50, sy. 1 (1982): 63-80.

termektedir. Wooldridge eğer hata terimlerinde otokorelasyon bulunuyorsa, standart regresyon modellerinin yanı sıra diğer tahmin yöntemlerinin daha verimli tahminler üreteceğini belirtmektedir. Bu nedenle, otokorelasyonun olduğu bir modelde, otokorelasyon problemini gidermek için alternatif tahmin yöntemlerinin kullanılması önerilmektedir. Bu sebeple regresyon analizi gerçekleştirilirken robust tahminciler kullanılmıştır.

Tablo 6. Otokorelasyon Wooldridge Test Sonuçları

Test	MODEL	
	Ki Kare	Olasılık Değeri
fWooldridge Test	41,213	0,0000

Not: *** %1 anlamlılık seviyesinde H0 hipotezinin reddedildiğini ifade etmektedir.

4.2. Regresyon Sonuçları

Tablo 7, finansal kaldıraç oranı ile şirketlerin sahiplik yapıları arasındaki ilişkiyi gösteren doğrusal regresyon analizi sonuçlarını göstermektedir. Analiz sonuçları, kurumsal sahiplik yapısının finansal kaldıraç oranı ile istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla şirketlerin kurumsal sahiplik paylarının arttıkça toplam borçlar / toplam varlıklar oranının da artması beklenir. Bu bağlamda H1 hipotezi desteklenmiştir. Analiz sonuçları, yabancı sahiplik yapısı ile finansal kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. Bu çerçevede H2 hipotezi desteklenmemiştir. Ayrıca analiz sonuçları, şahıs sermaye payının finansal kaldıraç oranı ile istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla şirketlerin şahıs sahiplik payları arttıkça toplam borçlar / toplam varlıklar oranının da artması beklenir. Bu sebeple H3 hipotezi desteklenmiştir.

Tablo 7. Regresyon Sonuçları

Değişkenler	MODEL	
	Katsayı	t değeri
KURUMSAL	,001*	1,93
YABANCI	0	-032
ŞAHIS	,002***	3,97
ROA	-1,502***	-23,02

ŞİRKET YAŞI	0	-0,07
BÜYÜKLÜK	,01**	2,11
YKBÜY	,005	0,99
YKBAĞ	-,19	-1,61
R2 Değeri		0,320
F istatistik		75,235
Gözlem Sayısı		875

Not: *, **, *** simgeleri sırayla değişkenlerin %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Kontrol değişkenlerinin finansal kaldıraç oranı ile ilişkisi incelendiğinde, finansal kaldıraç oranının şirket büyüklüğü ile istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki içinde olduğu görülmektedir. Bu durumda şirket büyüklüğü değeri arttıkça toplam borçlar /toplam varlıklar oranının artması beklenir. Ayrıca finansal kaldıraç oranının ROA ile istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki içinde olduğu görülmektedir. Bu durumda ROA değeri arttıkça toplam borçlar /toplam varlıklar oranının azalması beklenir. Diğer taraftan, finansal kaldıraç oranı ile şirket yaşı, yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulu bağımsızlık oranı ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmektedir.

5. Sonuç

Bu çalışma, 2018-2022 döneminde BİST'te işlem gören finansal olmayan şirketlerin sahiplik yapılarının sermaye yapısı üzerindeki etkisini incelemektedir. Bağımsız değişkenler olarak kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve şahıs sahipliği değişkenleri kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri olarak ROA, şirket yaşı, şirket büyüklüğü, yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulu bağımsızlık oranı değişkenleri kullanılmıştır. Sermaye yapısı finansal kaldıraç oranı ile ölçülmüş olup BİST'te faaliyet gösteren finansal olmayan 192 şirketten elde edilmiş 875 adet gözlem kullanılarak regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları incelendiğinde kurumsal sahiplik yapısı ile finansal kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki olduğu görülmektedir. Bir başka ifade ile kurumsal sahiplik oranı artan şirketlerin finansal kaldıraç oranlarının da artması beklenmektedir. Dolayısıyla H1 hipotezi kabul edil-

miştir. Bu sonuç Akgül ve Sigali³⁹ ile Sun vd.⁴⁰ çalışmalarını desteklemektedir.

Regresyon sonuçları yabancı sahiplik yapısı ile finansal kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. Dolayısıyla H2 hipotezi kabul edilmemiştir. Bu sonuç Anh⁴¹ ve Akhtar'ın⁴² çalışmalarını desteklemektedir. Ayrıca analiz sonuçları incelendiğinde şahıs sahiplik yapısı ile finansal kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişkinin olduğu görülmektedir. Bir başka ifade ile şahıs sahiplik oranı artan şirketlerin finansal kaldıraç oranlarının da artması beklenmektedir. Dolayısıyla H3 hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuç Fayoumi ve Abuzayed'in⁴³ çalışmasını desteklememektedir.

Bu çalışma sahiplik yapısının sermaye yapısı üzerine etkisini araştıran çalışmaların karmaşık sonuçlar elde etmesi ve yapılan çalışmalara kıyasla yüksek gözlem sayısı kullanılması sebebiyle literatüre katkı sağlamaktadır. Bağımsız değişken olan sahiplik yapısının diğer çalışmalardan farklı olarak; kurumsal sahiplik, yabancı sahiplik ve şahıs sahipliği olarak daha detaylı ele alınmıştır. Bu yönüyle çalışmanın, literatüre katkı sağlaması açısından ve şirketlerin karşılaştırılabilirliğini sağlayıp finansal tablo kullanıcılarının karar verme süreçlerine katkı sunması açısından önemli olduğu düşünülmektedir. Ayrıca sahiplik yapılarının yanı sıra şirket yaşı, şirket büyüklüğü, yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulu bağımsızlık oranı değişkenlerinin kontrol değişkeni olarak kullanılması; finansal tablo kullanıcılarına finansal raporlamayı iyileştirme konusunda değerli bilgiler sağlayarak, karar verme süreçlerine yardımcı olacaktır.

Bu çalışmada kullanılan örneklemin 2018-2022 döneminde BİST'te işlem gören finansal olmayan şirketlerden oluşması, sonuçların genellenebilirliğini sınırlamaktadır. Gelecekteki çalışmalarda bağımsız değişken olarak devlet sahipliği, yönetim kurulu üye sahipliği, CEO sahipliği gibi farklı sahiplik türlerinin sermaye yapısına etkisini araştırılabilir. Ayrıca şirketlere ait daha geniş dönemi kapsayan veri aralığı ve farklı kontrol değişkenleri kullanılarak araştırma genişletilebilir.

39 Akgül ve Sigali, "Determinants of Capital Structure".

40 Sun, Dink, Guo ve Li, "Ownership, Capital Structure and Financing Decision", 448-463.

41 Anh ve Phuong, "Impact of Ownership Structure on Capital Structure-Empirical Evidence from Listed Firms in Vietnam".

42 Akhtar, "The Determinants of Capital Structure", 321-341.

43 Al-Fayoumi ve Abuzayed, "Ownership Structure and Corporate Financing".

Kaynakça

- Aggarwal, Raj ve Kyaw Nyo Aung. “Capital Structure, Dividend Policy, and Multi-nationality: Theory Versus Empirical Evidence”. *International Review of Financial Analysis* 19, sy. 2 (2010): 140-150.
- Agrawal, Anup ve Knoeber, Charles R. “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders”. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (1996): 377-397.
- Akgül, Ersin Fırat ve Sigali Seçil. “Determinants of Capital Structure: An Application on BIST Transportation Index”. *Journal of Accounting & Finance* (2018): 77.
- Akhtar, Shumi. “The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations”. *Australian Journal of Management* 30, sy. 2 (2005): 321-341.
- Al-Fayoumi, Nedat A. ve Abuzayed, Bana M. “Ownership Structure and Corporate Financing”. *Applied Financial Economics* 19, sy. 4 (2009): 1975-1986.
- Al-Thuneibat., Ali. “The Relationship between the Ownership Structure, Capital Structure and Performance”. *Journal of Accounting - Business & Management* 25, sy. 1 (2018): 1-20.
- Ang, James S., Cole, Rebel A. ve Lin, James Wuh. “Agency costs and ownership structure”. *Journal of Finance* 55, sy. 1 (2000): 81-106.
- Anh, Tran Thi Xuan ve Phuong Bui Ngoc” Impact of Ownership Structure on Capital Structure-Empirical Evidence from Listed Firms in Vietnam”. *DLSU Business & Economics Review* 28, sy. 1 (2018).
- Ateşoğlu Coşkun, Sevda. “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısına Etkileri: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma”. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi* 15, sy. 2 (2022): 281-319
- Aygun, Mehmet, İc, Süleyman ve Sayim, Mustafa. “The Effects of Corporate Ownership Structure and Board Size on Earnings Management: Evidence from Turkey”. *International Journal of Business and Management* 9, sy. 12 (2014): 123-132.
- Brennan, Michael J. “Corporate Finance over the Past 25 Years”. *Financial Management* 24, sy. 2 (1995): 9-22.

Chung, Hsi-Mei ve Dahms, Sven “Ownership Strategy and Foreign Affiliate Performance in Multinational Family Business Groups: A Double-edged Sword”. *Journal of International Management* 24, sy. 4 (2018): 303-316.

Doğan, Mesut ve Topal Yusuf. “Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 20, sy. 4 (2015).

Ege, İlhan ve Nur Topaloğlu, Tuğba. “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 5, sy. 2 (2017): 471–471.

Gouriéroux, Christian., Holly, Alberto ve Monfort, Alain. “Likelihood Ratio Test, Wald Test, and Kuhn-Tucker Test in Linear Models with Inequality Constraints on the Regression Parameters”. *Econometrica: journal of the Econometric Society* 50, sy.1 (1982): 63-80.

Gürünlü, Meltem ve Gürsoy Güner. “The Influence of Foreign Ownership on Capital Structure of Non-Financial Firms: Evidence from Istanbul Stock Exchange”. *IUP Journal of Corporate Governance* 9, sy. 4 (2010): 21-29.

Ilaboya, O. J. ve Christian, Iyafekhe. “Corporate Governance and Audit Report Lag in Nigeria”. *International Journal of Humanities and Social Science* 13, sy. 4 (2014): 172-180.

Jensen, Michael C. ve Meckling William H. “Theory Of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs And Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*, sy.3 (1976): 305-360.

Kahraman, Yunus Emre. “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi, BİST 100 Şirketleri ile Kurumsal Yönetim Endeksi Şirketleri Etkisi: Karşılaştırması”. *Sosyoekonomi* 31, sy. 57 (2023): 283-298.

Kasaboğlu, Oytun Tansel ve Çinko, Murat. “A Study Of The Relationship Between Institutional Ownership And Capital Structure: Evidence From Turkey”. *Marmara Journal of Economics* 1, sy. 2 (2017): 155-170.

Modigliani, Franco ve Miller Merton H. “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”. *The American Economic Review*, sy. 53 (1963): 433-443.

O’Brien, Robert M. “A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation

Factors”. *Quality & Quantity*, sy. 41 (2007): 673-690

Oruç Erdoğan, Eda. “Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi: Bist Uygulaması”. *Journal of Süleyman Demirel University Institute of Social Sciences Year 2*, sy. 2 (2016): 1-23.

Phuong, Duc Nam ve Le Thi Phuong Vy. “Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms”. *IUP Journal of Corporate Governance* 12, sy. 2 (2013): 40-58.

Sun, Ji, Dink Li, Guo Jie Michael ve Li Yichen. “Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from Pindado, Julio ve De La Torre Chabela. “Capital Structure: New Evidence from the Ownership Structure”. *International Review of Finance* 11, sy. 2 (2011): 213-226.

“the UK”. *The British Accounting Review* 48, no. 4 (2016): 448-463.

Taşbaş, Hüseyin ve Belen Muhammet “Şirketlerin Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: BIST İmalat Sektörü”. *Journal of Humanities and Tourism Research* 10, sy. 4 (2020): 995-1009

Thomsen, Steen ve Pedersen, Torben.” Ownership Structure And Economic Performance In The Largest European Companies”. *In Strategic Management Journal Strat. Mgmt. J*, sy. 21 (2000): 689-705

Temiz, Hüseyin ve Dalkılıç Elçin. “Sahiplik Yapısı Ve Sermaye Kararları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Bist İmalat Sektörü Örneği”. *Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 18, sy. 4 (2018): 1-18

Yurtoglu, B. Burçin. “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms”. *Empirica*, sy. 27, (2000): 193-222.

Xu, Xiaonian ve Wang, Yan. “Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies”. *Economic Review* 10, sy.1, (1999): 75-98.