

Araştırma Makalesi

Büyüme Fırsatları Bağlamında Kaldıraç, Kar Payı, Sahiplik Yoğunlaşması ve Firma Değeri İlişkisi

The Relationship Between Leverage, Dividend, Ownership Concentration, and Firm Value in the Context of Growth Opportunities

Burcu DİNÇERGÖK

Doç. Dr., Atılım Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü

burcu.dincergok@atilim.edu.tr

<https://orcid.org/0000-0002-7050-8163>

Makale Geliş Tarihi	Makale Kabul Tarihi
30.11.2021	03.04.2022

Öz

Bu çalışmada kaldıraç, kar payı, sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri ilişkisinin büyüme fırsatlarına göre farklılaşp farklılaşmadığı araştırılmıştır. 2010-2020 yılları arasında Borsa İstanbul 100 endeksine kayıtlı olan belirli sayıdaki firma verileri ile gerçekleştirilen panel veri analizi sonuçları kaldıraç ve kar paylarının firma değerini pozitif yönde etkilediğini ve elde edilen sonuçların özellikle düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalarda anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Elde edilen sonuçlar aşırı yatırım problemine dayanan temsilcilik teorisi ile uyumlu olup, borç ve kar paylarının yönetimi disipline edici rolü olduğu görüşüne destek vermektedir. Ancak çalışmada eksik yatırım görüşüne ilişkin bir bulguya rastlanmamıştır. Sahiplik yoğunlaşmasına ilişkin elde edilen bulgular ise her iki grupta da sahiplik yoğunlaşması firma değeri ilişkisinin doğrusal olmadığını; ancak ilişki yönünün gruplar arasında farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kaldıraç, kar payı, sahiplik yoğunlaşması, firma değeri, büyüme fırsatları

Jel Kodları: G30, G32, G35

Abstract

This study investigates whether the effect of leverage, dividends, ownership concentration on firm value differs among the firms with high and low growth opportunities. A number of firms that are listed on Borsa Istanbul Stock Exchange 100 Indices over the 2010-2020 period are analyzed using panel data analysis. The overall results show that leverage and dividends positively impact firm value, and the results are found to be significant in the group of firms with low growth opportunities. The findings are in parallel with the agency theory of overinvestment and support the disciplining role of debt and dividends in management activities. However, the study can not reach any findings related overinvestment view. The ownership concentration and firm value have a nonlinear relationship in both groups, but the direction of the relationship differs among them.

Keywords: Leverage, dividends, ownership concentration, firm value, growth opportunities

Jel Codes: G30, G32, G35

1. Giriş

Kaldıraç, kar payı, sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri ilişkisi finans literatüründe uzunca bir zamandır kimi zaman ayrı ayrı kimi zaman da bütünüyle irdelenen bir konu olmuştur. İşlem maliyetleri ve vergiler gibi piyasa aksaklıklarının dikkate alındığı mükemmel olmayan piyasa koşullarında yapılan pek çok araştırma söz konusu kararların firma değeri üzerinde etkili olduğunu göstermiştir (Murdoch, 1992; Gürsoy ve Aydoğan, 2002, Mandacı ve Gümüş 2010, Claessens, Djankov, Fan ve Lang, 2002;

Önerilen Atıf /Suggested Citation

Dinçergök, B.2022 Büyüme Fırsatları Bağlamında Kaldıraç, Kar Payı, Sahiplik Yoğunlaşması ve Firma Değeri İlişkisi, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 57(2), 674-690

Lins, 2003; Fosu, Daso Ahmad ve Coffies, 2016). Ancak konuyu büyüme fırsatları bağlamında ele alan çalışmaların sayıları ise oldukça sınırlıdır.

Temsilcilik teorisine dayanan çalışmalar genellikle kaldıraç, kar payları ve firma değeri ilişkisini eksik yatırım ve aşırı yatırım problemleri üzerinden tanımlamaktadır¹. Myers (1977) tarafından ortaya konulan eksik yatırım problemi riskli borca sahip firma yöneticilerinin mevcut ortakları korumak adına değerli yatırım fırsatlarını kaçırmaması ifade etmektedir. Yüksek borca sahip firma yönetimi değerli yatırım projelerini kabul etmek istemeyecek çünkü projeden sağlanan nakit akımları öncelikli olarak borç verenlere ödenecektir. Teoriye göre yüksek borç düzeylerinde yatırım fırsatlarının kaçırılmaması adına borçlanmanın ve kar paylarını azaltılması firma değerine olumlu etki yapacaktır. Jensen (1986) tarafından tanımlanan aşırı yatırım problemi ise en basit hali ile serbest nakit akışı² fazla olan firmalarda yöneticilerin bu nakit akışlarını ortakların yararı için değil kendi yararı için kullanmasını ifade etmektedir. Serbest nakit akışı fazla olan firmalarda, borç ve kar payları yönetimi disipline edici rol üstlendiği için borç ve kar paylarındaki artış firma değerine olumlu yansıtacaktır. Firmanın büyüme fırsatlarına sahip olup olmaması ise borç, kar payı ve firma değeri ilişkisinin yönünü etkileyecektir. Yüksek büyüme fırsatlarına sahip olan firmalar daha çok eksik yatırım problemine zemin hazırlarken, düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalar ise aşırı yatırım problemine zemin hazırlayacaktır.

Basitçe, işletmenin hisselerinin büyük kısmının az sayıda hâkim ortağın elinde bulunması durumu olarak ifade edilen sahiplik yoğunlaşması ve diğer kontrol mekanizmaları yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çatışmaları, firmanın büyüme fırsatları olup olmamasından bağımsız olarak azaltabilir. Ancak teoriye göre belirli bir noktadan sonra hakim ortaklar azınlık ortakların haklarını suiistimal etmeye de başlayabilir (Shleifer ve Vishny, 1997, s.787). Bu çalışma büyük ortakların belirli bir sermaye payını aştıktan sonra azınlık haklarını suiistimal edip etmediğini analiz etmektedir ki, bu durumun büyüme fırsatları fazla olan firmalarda daha muhtemel olması beklenmektedir (Lopez-Iturriaga ve Crisostomo, 2010, s. 83).

Diğer taraftan, asimetrik bilgi problemine dayanan sinyal teorisine göre ise; firmanın borç politikaları ve kar payı politikaları firmanın değeri hakkında yatırımcılara sinyaller göndermektedir. Gelecekte firmanın potansiyelinin iyi olacağını düşünen ancak yatırımcıların bu durumun farkında olmadığı firma yönetimi, borç oranı ya da kar payını artırarak firmanın geleceği hakkındaki olumlu görüşlerini piyasaya iletebilir. Teoriye göre bu durum ters seçim problemini azaltır (Harris ve Raviv, 1991). Asimetrik bilgi teorisine göre borç, kar payı ve firma değeri ilişkisinin yüksek büyüme fırsatlarına sahip olan firmalarda daha kuvvetli olması beklenmektedir.

Yazarın bilgisi dahilinde literatürde kaldıraç, kar payı, sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri ilişkisini büyüme fırsatları bağlamında ele alan sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır (McConnell ve Servaes, 1995; Andres-Alonso, Lopez-Iturriaga ve Rodriguez- Sanz, 2005; Lopez-Iturriaga ve Crisostomo, 2010; Subaygo, 2021). Bu konuyu hakim ve azınlık hissedar çatışması bağlamına taşıyan tek çalışma ise Lopez-Iturriaga ve Crisostomo (2010) çalışmasıdır. Bu konuda yapılan çalışmalara bakıldığında çalışmaların çoğunun temsilcilik teorisinin beklentilerine uygun sonuçlara ulaştığı görülmektedir.

Bu çalışmanın özgünlüğü, yazarın bilgisi dahilinde Türkiye özelinde konuyu söz konusu bağlamda ele alan başka bir çalışma bulunmamasından ileri gelmektedir.³ Çalışmanın amacı firmaların düşük ya da yüksek düzeyde büyüme fırsatlarına sahip olmalarının, kaldıraç, kar payları ve sahiplik yoğunlaşmasının firma değerine olan etkisi üzerinde bir farklılık yaratıp yaratmadığını ortaya koymaktır. Çalışmanın literatüre katkısı Türkiye’de yönetici- hissedar, kreditor -hissedar çatışmalarında sermaye yapısının rolü

¹ Eksik yatırım ve aşırı yatırım problemleri Teorik Çerçeve bölümünde ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

² Serbest nakit akışı “İlgili sermaye maliyeti ile iskonto edilen pozitif net bugünkü değere sahip projeler kabul edildikten sonra kalan nakit akımıdır.” (Jensen, 1986, s. 323).

³ Kadioğlu, Kılıç ve Yılmaz (2017) Borsa İstanbul’da 2009-2015 döneminde serbest nakit akışı ve firma değeri ilişkisini incelemiştir. Serbest nakit akışı arttıkça firma değeri azalmakta; kaldıraç ve kar payı firma değerini olumlu etkilemektedir. Ancak bu çalışmada firmalararası herhangi bir gruplama yoktur, bu nedenle serbest nakit akışı az olan firmalarda kaldıraç ve kar payı değişkenlerinin katsayılarının yön değiştirip değiştirmeyeceği test edilmemiştir. Kalash (2019) ise 2008-2017 döneminde Bist hizmet sektöründeki firmalarda yüksek büyüme fırsatları ve yüksek serbest nakit akışına sahip firmalarda kaldıraçın firma karlılığına olan etkisine ilişkin negatif sonuçlar elde etmiş ve etkinin yüksek büyüme fırsatları olan grupta daha fazla olduğunu ifade etmiştir.

ve bunun firma değerine etkisinin ortaya koyulması; ayrıca hakim ortak- azınlık ortak çatışmalarının firma değerine etkisinin analiz edilmesidir. Bu kapsamda yatırımcılara, politika yapıcılara çeşitli öneriler sunulacaktır. Panel veri analizi yöntemi kullanılarak yapılan analizde, BIST 100 endeksindeki mali kuruluşlar dışında kalan firmaların 2010-2020 dönemi verileri kullanılmıştır.

2. Teorik Çerçeve

2.1. Büyüme Fırsatlarına Göre Kaldıraç ve Firma Değeri İlişkisi

Kaldırıcının firma değeri üzerindeki etkisi büyüme fırsatlarının düzeyine göre değişiklik göstermektedir. Ortaklar ve borç verenler arasındaki temsilcilik problemlerinden bir tanesi de Myers (1977) tarafından ortaya konulmuş olan eksik yatırım problemidir. Eksik yatırım problemi ya da optimalin altında yatırım kararları riskli borca sahip olan firmaların, mevcut hissedarlarının çıkarlarını koruyabilmek adına firma değerini artıracak yatırımları kabul etmemeleri anlamına gelmektedir. Ortaklar lehine hareket eden yöneticiler, bu tip yatırımları kabul etme yoluna gitmeyecektir çünkü projeden sağlanacak nakit akımları üzerinde borç verenler öncelikli olarak hak sahibidir ve projeden sağlanacak nakit akımlarının çoğu hissedarlar yerine borç verenlere ödenecektir. Bu tip firmalara daha az borç kullanmaları önerilmektedir. İşte bu sebeplerle büyüme fırsatları yüksek olan firmalarda borç ve firma değeri arasında beklenen ilişki negatiftir (Barclay ve Smith, 1995, s. 610). Bununla birlikte, Jensen ve Meckling (1976) tarafından tanımlanan diğer bir problem ise varlık ikamesi problemidir. “Kreditörlerin aleyhine olabilecek riskli projelerin kabul edilmesi ve bu şekilde borç verenlerden hissedarlara refah transferi” olarak tanımlanabilecek varlık ikamesi problemi borcun gözlem maliyetinin artmasına ve firma değerinin de düşmesine sebep olur.⁴ Varlık ikamesi problemi yüksek büyüme fırsatlarına sahip olan firmalarda daha fazladır ve bu sebeple borç ve firma değeri arasında negatif ilişki beklenmektedir.

Düşük büyüme fırsatlarına sahip olan firmalarda ise borç ve firma değeri arasında pozitif ilişki beklenmektedir. Bu beklenti dayanağını Jensen (1986) tarafından ortaya konulmuş olan aşırı yatırım probleminden almaktadır. Jensen (1986) yüksek serbest nakit akımlarına sahip firmalarda yönetimin bu nakit akımlarını ortaklara dağıtmak istemeyeceğini, kendi çıkarları doğrultusunda kullanacağı ve yine bu doğrultuda negatif net bugünkü değeri olan projelere de yatırım yapabileceğini ifade etmektedir. Yöneticiler hissedarların aleyhine olsa da daha fazla projeye yatırım yaptıkları ve firma ölçeğini genişlettikleri için ödüllendirileceklerdir (McConnell ve Servaes, 1995, s.132). Yönetici ve hissedar çatışmasına dayanan bu problem aşırı yatırım problemi olarak adlandırılmaktadır. Borç ise yönetimi düzenli ödemeler yapmaya zorlayacağı için serbest nakit akışlarını diledikleri gibi kullanmalarını engellemede ve aşırı yatırım problemini önlemede bir araç olarak kullanılabilir (Jensen, 1986, s.323; Stulz, 1990, s.4). Dinçergök (2015), Borsa İstanbul’a kayıtlı imalat sektörü firmaları üzerinde yapmış olduğu analizde, kaldıraç ve yatırımlar arasındaki negatif ilişkinin düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalarda daha güçlü olduğunu ortaya koymuş ve çalışma sonuçlarının kaldırıcının aşırı yatırımları azalttığı yönündeki temsilcilik teorisine destek verdiğini ifade etmiştir. Diğer yandan, temsilcilik teorisindeki ortak- kreditör çatışmalarından biri olan varlık ikamesi problemi düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalarda daha azdır. Bu sebeple, düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalarda borcun gözlem maliyeti de yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalara göre düşük olur. Bu bağlamda da bu firmalarda borç ve firma değeri arasında pozitif ilişki beklenmektedir.

Firma içi ve firma dışındakilerin firma hakkındaki bilgi farklılığına dayanan sinyal teorisine göre, firma dışındakiler yani yatırımcılar, bu bilgi farklılığı sebebi ile firmanın hisse senetlerinin değerini tam olarak hesaplayamamaktadırlar. Firmanın gelecekteki potansiyeline dayanan gerçek değeri hakkında yatırımcılara bilgi vermek isteyen yönetim ise, diğer firma yönetimlerinin de bu eylemi taklit edebilmesi sebebi ile direkt bir yol izleyemeyecektir (Megginson, 1997, s. 342). Ancak, yatırımcılar firmaların çeşitli politikalarına dayanarak firma değerini yorumlamaktadırlar. Borç politikası da bunlardan biridir. Firmanın borç oranını artırması piyasaya bu borçları ödeyebilecek potansiyele sahip olduğu sinyalini

⁴ Varlık ikamesi probleminde ortak-yöneticiler düşük riskli ancak beklenen değeri yüksek projelere yatırım yapacağını söyleyip kreditörlerden borç alabilir ve aldıkları fonları riskli ve beklenen değeri düşük projelerde kullanabilir. Bunun sebebi proje başarılı olursa borç verenlerin sabit tutarlı ödemeler alması ancak başarısız olursa zararı kreditörlerin üstlenmesidir (Shapiro, Balbirer, 2000).

göndermektedir. Söz konusu teori yüksek büyüme fırsatına sahip olan firmalarda kaldıraç oranları ve firma değeri arasında pozitif ilişki öngörmektedir.

2.2. Büyüme Fırsatlarına Göre Kar Payı ve Firma Değeri İlişkisi

Sinyal teorisine göre yatırımcıların firma hakkında sinyal aldığı kanallardan bir diğeri de, kar payı politikasıdır. Bir diğeri deyişle firma yönetimi kar payı politikası aracılığı ile yatırımcılara firma değeri hakkında sinyaller göndermektedir.

Bhattacharaya (1979), Kalay (1980) ve John ve Williams (1985) geliştirmiş oldukları modellerde temettü politikalarının, yöneticilerin piyasaya firmanın gelecekteki potansiyeline dayanan gerçek değerine ilişkin sinyaller göndermesini sağladıklarını ortaya koymuşlardır. Buna göre firma temettülerindeki artış yönetimin firmanın geleceğine ilişkin olumlu beklentilerini yansıtırken, temettülerdeki azalış ise yönetimin firmanın geleceğine ilişkin olumsuz beklentilerini ortaya koyacaktır.

Sinyal teorisine göre özellikle yüksek büyüme fırsatlarına sahip olan firmalarda kar payı ve firma değeri arasında beklenen ilişki pozitif olmasına rağmen, kar paylarının elde tutulmayıp ortaklara dağıtılması yatırım projelerine zarar verebileceği için söz konusu ilişkinin yönü konusunda net bir şey söylemek mümkün değildir. Bununla birlikte eksik yatırım problemine dayanan temsilcilik teorisince öngörülen, kaldıraç oranı ve firma değeri arasındaki negatif ilişkinin çözümü için önerilen, yüksek yatırım fırsatlarına sahip firmaların kaldıraç oranlarının düşük olması sadece öz sermaye oranlarının artırılması ile değil, kar paylarının azaltılması ile de mümkün olacaktır. Özetle söz konusu teoriye göre büyüme fırsatları fazla olan firmalarda kar payı ve firma değeri arasında negatif ilişki beklenmektedir (Andres-Alonso, vd., 2005, s. 393).

Serbest nakit akışı teorisine göre kar payları da tıpkı borçlar gibi yönetimin keyfiyetine bırakılacak olan nakit akışlarını azaltarak yönetimi disipline etmektedir. Bu durumda büyüme fırsatı olmayan ya da az olan firmalar açısından yönetimin kar payları ile disiplin altına sokulması firma değerini olumlu yönde etkileyebilecektir (Lopez-Iturriaga ve Lima- Crisostomo, 2010, s. 82).

2.3. Sahiplik Yoğunlaşması ve Firma Değeri İlişkisi:

Sahiplik yoğunlaşması işletmenin hisselerinin büyük kısmının az sayıda hâkim ortağın elinde bulunması durumunu ifade etmektedir (Grob, 2007, s.10; Topaloğlu ve Coşkun, 2017, s.95; Doğan, Kevser ve Demirel, s.1470). Sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri ilişkisine yönelik olarak pek çok teorik ve ampirik çalışma yapılmıştır.

Shleifer and Vishny (1986) ve Friend ve Lang (1988) büyük hissedarların yönetimi kontrol etme yönündeki motivasyonlarının yüksek olduğunu ifade etmişlerdir. “Aktif gözlem hipotezi” (active monitoring hypothesis) olarak ifade edilen bu hipotezde sermaye yapısında büyük hissedarların olduğu durumlarda ortakların yönetimin daha rahat kontrol edebileceği ifade edilmektedir. Bir başka ifade ile büyük hissedarların sermaye yapısındaki payının artması, yönetimin fırsatçı davranışlarını engelleyecek, yönetim ve hissedarlar arasındaki temsilcilik problemlerini azaltacak ve bu da firma performansında artışa sebep olacaktır (Shleifer ve Vishny, 1986, s. 464-465; Brailsford, Oliver ve Pua, 2002, s. 4). Literatürde bu görüşü destekleyen pek çok çalışma bulunmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997; Gorton ve Schmid 2000; Gürsoy ve Aydoğan, 2002; Mandacı ve Gümüş, 2010). La porta, Lopez ve Schlefier (2000) ise özellikle yasal korumanın iyi olmadığı ülkelerde sahiplik yoğunlaşmasının daha yaygın olduğunu ifade etmiştir.

Shleifer ve Vishny (1997) bazı ülkelerde temsilcilik probleminin yönetim hissedar çatışmasından değil de kontrol sahibi ortaklar ve azınlık hissedarlar arasındaki çatışmadan ileri geldiğini ifade etmiştir. Literatürde “sömürülme hipotezi” (expropriation hypothesis) olarak adlandırılan bu hipotezde büyük hissedarların azınlık haklarını suiistimal edebilmesi ve kendilerine sağlayacakları özel faydaları şirket faydalarından üstün tutabilmeleri sebebiyle şirket değerine zarar verebileceğini ifade edilmektedir. Claessens ve diğ., 2002; Lins, 2003; Cronqvist ve Nilsson, 2003 sahiplik yoğunlaşmasının firma değerini azalttığını ifade etmişlerdir⁵.

⁵ İlk iki çalışmada kontrol haklarının nakit akış haklarını geçtiği durumlarda bu ilişki söz konusudur.

Demsets (1983), sahiplik yoğunlaşması şu andaki ve potansiyel ortakların kar makimizasyonu kararlarının endojen bir sonucu olduğunu ve firma değerini etkilemeyeceğini ortaya koymuştur. Demsetz ve Lehn (1985), Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999) ve Demsetz ve Villalonga (2001) çalışmaları ise bu görüşü destekler niteliktedir.

Aktif gözlem hipotezi ve sömürülme hipotezlerinin birlikte düşünülmesi sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri ilişkisinin doğrusal olamayabileceğini akıllara getirebilmektedir. Kontrolün çoğunluğunu ele geçiren ve refah düzeyi artan büyük ortaklar bir noktadan sonra kişisel çıkarları- kendilerine sağlayacakları özel faydalar- doğrultusunda hareket edebilir ve bu faydaları azınlık ortaklarla paylaşmak istemeyebilirler. Bu da sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri ilişkisinin doğrusal olmamasına sebep olabilmektedir. Stulz (1988), Wruck (1989) ve McConnel ve Servaes (1990)'in çalışmaları doğrusal olmayan ilişkiyi destekler nitelikte kanıtlar sunmuşlardır.

Büyüme fırsatlarından bağımsız olarak tüm firmalarda fırsatçı davranışlarla karşılaşılabilir. Ancak büyük ortakların fırsatçı şekilde sömürebileceği yeni yatırımları fazla olan firmalarda azınlık ortakların haklarının daha rahat bir şekilde suiistimal edileceğinden hareketle, doğrusal olmayan ilişkinin büyüme fırsatları fazla olan firmalarda daha belirgin olması beklenmektedir (Lopez-Iturriaga ve Lima-Crisostomo, 2010, s. 83).

3. Literatür

Finans literatüründe borç, kar payı, sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri ilişkisini ele alan pek çok çalışma bulunmaktadır. Burada çalışmanın amacı doğrultusunda söz konusu ilişkiyi büyüme fırsatları ekseninde ele alan çalışmalara yer verilmiştir.

McConnell ve Servaes (1995), Amerika'da New York veya Amerikan Borsasına kayıtlı olan belirli sayıdaki şirketlerin 1976, 1986 ve 1988 yıllarına ait verileri ile regresyon analizi yapmışlardır. Elde edilen sonuçlar, büyüme fırsatlarının fazla olması durumunda borcun firma değerine etkisinin negatif olduğunu ancak düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalarda etkinin pozitive döndüğünü göstermektedir. Yazarlar, yönetimin sermaye payı ve sermaye sahipliğine dair diğer göstergelerle firma değeri arasındaki ilişkinin büyüme fırsatları düşük olan firmalarda, yüksek olanlara göre daha kuvvetli olduğuna dair ise zayıf bir kanıt sunabilmişlerdir.

Andres-Alonso, ve diğ. (2005), McConnell ve Servaes (1995)'in çalışmasını kar paylarını dikkate alarak genişletmiştir. Çalışma 1991-1995 yılları arasında, İspanya Borsasına kayıtlı finansal olmayan firma verilerinden yararlanılarak ve panel veri analizi kullanılarak yapılmıştır. Borçlanma ve firma değeri ilişkisine yönelik olarak bulunan sonuçlar McConell ve Servaes (1995)'in bulgularını desteklemektedir. Kar payı firma değeri ilişkisinde ise, büyüme fırsatları olduğunda kar paylarının firma değerine etkisinin negatif ancak büyüme fırsatları olmadığında ise söz konusu etkinin pozitif olduğunu ortaya koymuşlardır. Andres- Alonso, ve diğ. (2005), büyüme fırsatları yüksek olan firmalarda sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri arasında anlamlı negatif ilişki bulmuştur. Bulunan sonuç büyüme fırsatlarına sahip olan firmalarda hakim ortağın kontrolünün firma değeri açısından olumsuz sonuçlar doğurduğu ve bu tip firmalarda uzmanlaşmış yönetim ve ortakların birbirinden ayrı olmasının firma değerini olumlu etkileyeceği ifade edilmiştir. Sermaye sahipliğinin diğer göstergeleri ise yine büyüme fırsatları olan firmalarda firma değerini pozitif etkilemektedir.

Lopez-Iturriaga ve Crisostomo (2010), 1995-2004 döneminde Brezilya borsasına kayıtlı finans sektörü dışındaki belirli sayıda firma üzerinde gerçekleştirdikleri Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) analizi sonucunda borç ve kar payları ve firma değeri ilişkisinde Andres- Alonso, ve diğ. (2005)'inin bulgularını destekler sonuçlara ulaşmışlardır. Ayrıca elde ettikleri sonuçlar sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri ilişkisinin doğrusal olmadığına destek vermektedir. Büyüme fırsatları olsun ya da olmasın tüm firmalarda sahiplik yoğunlaşması bir noktaya kadar firma değerini olumlu etkilerken bu noktadan sonra etki negatife dönmektedir.

Lopez-Iturriaga ve Rodriguez- Sanz (2010) 11 Doğu Asya ülkesindeki ilgili Borsalarda kayıtlı finansal olmayan firmalar üzerinde 2002-2008 döneminde panel veri yöntemi kullanarak yapmış oldukları analizde borç ve kar paylarının firma değeri üzerindeki etkisi üzerinde büyüme fırsatlarının farklılaştırıcı rol oynadığını ifade etmişlerdir. Çalışmada ayrıca ülkeler arası kurumsal farklılıkların (Yatırımcılara sağlanan yasal koruma, sermaye piyasasının aktif olup olmaması, sahiplik yoğunlaşması vb) ise elde

edilen sonuçlar üzerinde etkili olduğunu ifade edilmiştir. Yatırımcıların yasal korumasının arttığı ülkelerde borcun disipline edici etkisi azalırken, aktif sermaye piyasası olan ülkelerde büyüme fırsatlarının yüksek olduğu firma gruplarında borç ve kar paylarının firma değerine etkisi anlamsız hale gelmektedir. Ayrıca, büyüme fırsatlarının az olduğu gruplarda sahiplik yoğunlaşmasının fazla olduğu firmalarda borç ve kar paylarının disipline edici etkisinin daha fazla olduğu da elde edilen diğer sonuçlar arasındadır.

Subaygo (2021) 2015-2018 yılları arasında Endonezya borsasına kayıtlı firmalar üzerinde regresyon analizi kullanarak gerçekleştirdiği çalışmada firmaların yüksek ya da düşük büyüme fırsatlarına sahip olmasının borcun firma değeri üzerindeki etkisini değiştirdiğini ortaya koymuştur. Literatürdeki diğer çalışmalara uygun şekilde yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalarda söz konusu etki negatif, düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalarda ise pozitifdir.

4. Veri ve Yöntem

Analiz Borsa İstanbul 100 endeksine kayıtlı olan mali kuruluşlar dışındaki firma verileri ile gerçekleştirilmiştir. Çalışma 2010-2020 dönemini kapsamaktadır. Verilerine ulaşılabilen 71 adet firma analiz kapsamına alınmıştır. Çalışma verileri Thomson Reuters Eikon veri tabanından sağlanmış ve analiz kapsamındaki oranlar hesaplanmıştır. Sahiplik yoğunlaşması verileri için Thomson Reuters Eikon, Kamuyu Aydınlatma Platformu (Faaliyet Raporları ve Denetim Raporları) ve firmaların web sitelerinden faydalanılmıştır.

Çalışma modeli Lopez-Iturriaga ve Crisostomo (2010) çalışmaları takip edilerek oluşturulmuştur.

$$PDD_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 KAL_{i,t} + \beta_2 KAR_{i,t} + \beta_3 BÜYÜK_{i,t} + \lambda_{2020} + \mu_{1i,t} \text{ (Model1)}$$

$$PDD_{i,t} = \alpha_2 + \delta_1 KAL_{i,t} + \delta_2 KPAY_{i,t} + \delta_3 KAR_{i,t} + \delta_4 BÜYÜK_{i,t} + \gamma_{2020} + \mu_{2i,t} \text{ (Model2)}$$

$$PDD_{i,t} = \alpha_3 + \theta_1 KAL_{i,t} + \theta_2 KPAY_{i,t} + \theta_3 KAR_{i,t} + \theta_4 BÜYÜK_{i,t} + \theta_5 S.YOĞUN_{i,t} + \theta_6 S.YOĞUN_{i,t}^2 + \sigma_{2020} + \mu_{3i,t} \text{ (Model3)}$$

Bu çalışmanın özünü sermaye yapısı kararlarının hissedar-kreditör ve hissedar-yönetici çatışmalarından doğan temsilcilik problemlerine olan tepkisi ve firma değerinin bu durumdan nasıl etkilendiği oluşturmaktadır. Dolayısıyla kar payı ve kaldıraç değişkenleri sermaye yapısı değişkenleri olarak analize katılmıştır. Çalışmada hakim ortak-azınlık ortak çatışmasının firma değerine etkisi de araştırılmaktadır ki bu da sahiplik yoğunlaşması ve bu oranın karesinin modele dahil edilmesi ile gerçekleştirilmiştir. Kar ve büyüklük değişkenleri ise literatürde firma değerini açıklamakta kullanılan diğer önemli değişkenlerdir, bu sebeple bu değişkenler kontrol değişkeni olarak ele alınmıştır. Pandemi döneminin etkisi ise 2020 yılına özgü bir kukla değişkenle kontrol edilmiştir.

Literatürde büyüme fırsatlarına ilişkin fiyat / kazanç oranı ve piyasa değeri/ defter değeri oranı gibi çok farklı değişken kullanılmaktadır. Bu çalışmada Lopez- Iturriaga ve Crisostomo (2010) çalışmasına benzer şekilde firmanın piyasa değerinin, defter değerine bölünmesi suretiyle elde edilen piyasa değeri/defter değeri oranı ($PDD_{i,t}$) büyüme fırsatları göstergesi olarak kullanılmıştır. Firmanın piyasa değeri hesaplanırken öz sermayenin piyasa değerine yabancı kaynakların defter değeri eklenmiş ve elde edilen rakam öz sermaye ve yabancı kaynaklar toplamının defter değerine bölünmüştür. i firmaları, t yılları ifade etmektedir.

Çalışmada kullanılan açıklayıcı değişkenlerden ilki olan kaldıraç değişkeni ($KAL_{i,t}$) toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara bölünmesi ile elde edilmiştir. Firma tarafından dağıtılan kar payları değişkeni ise ($KPAY_{i,t}$) nakit ödenen kar paylarının toplam varlıklara oranını ifade etmektedir. Karlılık değişkeni ($KAR_{i,t}$) faiz ve vergi öncesi karın toplam varlıklara oranı, büyüklük değişkeni ($BÜYÜK_{i,t}$) toplam varlıkların doğal logaritmasıdır. Sermaye Yoğunluğunu ifade eden ($S.YOĞUN_{i,t}$) değişkeni ise en büyük ortağın sermaye payını göstermektedir. $S.YOĞUN_{i,t}^2$ ise sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri ilişkisinin doğrusal olup olmadığını test etmek için modele eklenmiştir. α terimleri sabit terimi göstermektedir. Pandemi döneminin etkisini analize dahil etmek için kukla değişken tanımlanmıştır. λ_{2020} , γ_{2020} , σ_{2020} değişkenleri 2020 yılında 1 değerini alırken diğer dönemler için 0 değerini alan

kukla değişkenlerdir. $\mu_{i,t}$ terimleri ise firmalar ve yıllara ilişkin hata terimidir.⁶ Veri tanımları ve kaynakları Ek-1’de gösterilmiştir.

Çalışma modeli öncelikle tüm firmalar kullanılarak analiz edilmiştir. Daha sonra yüksek büyüme fırsatları ve düşük büyüme fırsatlarına sahip iki grup oluşturulmuştur. PDD değeri itibarıyla en üst %30’luk dilime giren gözlemleri yüksek büyüme fırsatına sahip olan firma gözlemleri, en düşük %30’luk dilime giren firma gözlemleri ise düşük büyüme fırsatına sahip olan firma gözlemlerini kapsamaktadır.

Analizler panel veri analizi yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Çalışma verilerinin yıllar (2010-2020) ve firmalar (71 adet firma) olmak üzere iki boyutu vardır. Panel veri analizi her iki türden boyutu olan verilerle çalışmaya imkan vermektedir. Ayrıca bu yöntem firmalar arası heterojenliği dikkate almakta, çoklu bağlantı probleminin mümkün mertebe az yaşanmasına imkan vermekte, çok sayıda değişkeni analiz kapsamına alabilmekte ve yüksek serbestlik derecesi sunmaktadır (Hsiao, 1986: 2; Baltagi, 2005: 3- 5). Panel veri analizinin iki temel modeli; sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modelleridir. Aslında iki modeli birbirinden ayıran nokta; firmalara ilişkin gözlemlenemeyen etkiler ile bağımsız değişkenler arasında korelasyon olup olmamasına ilişkin varsayımdır. Sabit etkiler modeli söz konusu korelasyonun var olduğunu kabul edip, buna göre uygulama yaparken, tesadüfi etkiler modelinde böyle bir korelasyonun olmadığı varsayılmaktadır (Hsiao, 2005, s.10). Model seçimine karar verilirken Hausman (1978) test sonuçlarına göre hareket edilmiştir. Hausman testi iki modelin parametre tahmincilerine ilişkin istatistikî yönden anlamlı bir fark olup olmadığını test etmektedir. Anlamlı farklılıklarda sabit etkiler modeli, tersi durumda ise tesadüfi etkiler modeli kullanılmaktadır (Dougherty, 2007, s. 420- 421). Verilere ilişkin temel istatistikler Tablo 1’de gösterilmiştir. Tablo 1’de değişkenlere ilişkin ortalama değerler, standart sapma, medyan, maksimum ve minimum değerler yer almaktadır.

Tablo 1: Temel İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Medyan	Maksimum	Minimum
PDD	1,667	1,273	1,273	11,45	0,404
KAL	0,592	0,282	0,601	2,527	0,015
KPAY	0,026	0,039	0,010	0,297	0
KAR	0,085	0,082	0,078	0,517	-0,358
BÜYÜK	21,52	1,74	21,65	27,17	10,55
S. YOĞUN	0,522	0,199	0,51	0,965	0,01
Not: Tablodaki PDD firmanın piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile elde edilmiştir. KAL değişkeni toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı, KPAY dağıtılan nakit kar paylarının toplam varlıklara oranı, KAR değişkeni faiz ve vergi öncesi karın toplam varlıklara oranı, BÜYÜK değişkeni toplam varlıkların doğal logaritması, S. YOĞUN değişkeni ise en büyük hissedarın sermaye payını ifade etmektedir.					

Tablo 1’deki temel istatistiklere bakıldığında analiz kapsamındaki firmaların piyasa değerlerinin defter değerine oranının ortalama olarak 1.667 olduğu görülmektedir. Firmaların varlıklarının ortalama %59.2’si yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir. Analiz dönemi olan 2010-2020 döneminde kar payı dağıtım oranı %2.6 olan firmaların ortalama karlılıkları da %8.5 düzeyindedir. Firmalarda en büyük ortağın payını temsil eden sermaye yoğunluğu oranı ise ortalama olarak %52’dir ve bu durum sahiplik yoğunlaşmasının oldukça yüksek olduğunu göstermektedir.

Tablo 2’de firmaya özgü faktörler olan firmanın piyasa değerinin defter değerine oranı, kaldıraç, karlılık, büyüklük, kar payı, sermaye yoğunluğunun; düşük büyüme fırsatları ya da yüksek büyüme fırsatları olan firma grupları arasında önemli bir fark gösterip göstermediği ortaya konulmaktadır. Düşük büyüme

⁶ Tesadüfi etkiler modelinin kullanıldığı durumlarda model sonuna ek olarak bireye özgü hata terimi olan ε_i gelmektedir.

fırsatları için PDD değeri itibarıyla en alt %30'luk dilimin içine giren firma gözlemleri, yüksek büyüme fırsatları için ise en üst %30'luk dilimin içine giren firma gözlemleri baz alınmıştır. Elde edilen t-testi sonuçları tüm değişkenlerde iki grup arasında önemli farklılıklar olduğunu ortaya koymuştur.

Tablo 2: Gruplar Arası Farklılıklar: T-Testi Sonuçları

Değişken	Gruplar	Ortalama	P-Değeri
PDD	Düşük Büyüme Fırsatları Yüksek Büyüme Fırsatları	0,9208 2,8950	0,000
KAL	Düşük Büyüme Fırsatları Yüksek Büyüme Fırsatları	0,5132 0,6099	0,001
KPAY	Düşük Büyüme Fırsatları Yüksek Büyüme Fırsatları	0,0215 0,0325	0,004
KAR	Düşük Büyüme Fırsatları Yüksek Büyüme Fırsatları	0,070 0,097	0,001
BÜYÜK	Düşük Büyüme Fırsatları Yüksek Büyüme Fırsatları	21,69 21,08	0,000
S. YOĞUN	Düşük Büyüme Fırsatları Yüksek Büyüme Fırsatları	0,497 0,548	0,012

5. Bulgular

Analiz öncelikle tüm firmaları kapsayacak şekilde, daha sonra yüksek ve düşük büyüme fırsatlarına sahip gruplar için ayrı ayrı gerçekleştirilmiştir. Sabit etkiler ya da tesadüfi etkiler modellerinin seçiminde Hausman (1978) Testi uygulanmıştır. P değeri 0.05'in altında olan test sonuçları için sabit etkiler modeli uygulanırken, 0.05 üzeri p-değerleri için rassal etkiler modeli uygulanmıştır. Test sonuçları ilgili tablolarda raporlanmıştır.

Tüm firmaların analiz kapsamına alınması ile elde edilen sonuçlar Tablo 3'de verilmiştir. Tablo 3'de görülen analiz sonuçları analizde kullanılan tüm değişkenlerin firmaların piyasa değeri / defter değeri oranı üzerinde (PDD) anlamlı etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Kaldıraç değişkeni (KAL) ve kar payının (KPAY) firmanın piyasa değeri / defter değerine (PDD) istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlı pozitif etkisi bulunmaktadır. Sahiplik yoğunlaşması (S.YOĞUN) değişkeninin katsayısı pozitifdir ve S.YOĞUN² değişkeninin katsayısı negatiftir. Anlamlılık düzeyleri sırasıyla %1 ve %5'tir. Bu durum sahiplik yoğunlaşması ve PDD arasında doğrusal olmayan bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Kontrol değişkenlerinden karlılık (KAR) PDD'yi pozitif yönde etkilerken, toplam varlıkların

logaritması olan büyüklük değişkeninin (BÜYÜK) PDD'yi negatif yönde etkilemektedir⁷. Bulunan sonuçlar sırasıyla %5 ve %1 düzeylerinde anlamlıdır.

Tablo 3: Tüm Firmaların Panel Veri Analizi Sonuçları

	Model 1		Model 2		Model 3	
	Katsayı	P-Değeri	Katsayı	P-Değeri	Katsayı	P-Değeri
KAL	0,8061	0,001***	0,929	0,000***	1,056	0,000***
KPAY			4,731	0,000***	4,593	0,001***
KAR	1,709	0,005**	1,142	0,066*	1,437	0,027**
BÜYÜK	-0,337	0,000***	-0,328	0,000***	-0,409	0,000***
S. YOĞUN					4,396	0,008**
S. YOĞUN ²					-3,14	0,039**
λ_{2020}	0,9219	0,000***	0,986	0,000***	1,097	0,000***
Hausman T.	8,04	0,09	6,84	0,23	14,49	0,04
Gözlem Sayısı	737		737		736	
F-Değeri					14.87	
Bağımlı değişken (PDD) firmanın piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile elde edilmiştir. KAL değişkeni toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı, KPAY dağıtılan nakit kar paylarının toplam varlıklara oranı, KAR değişkeni faiz ve vergi öncesi karın toplam varlıklara oranı, BÜYÜK değişkeni toplam varlıkların doğal logaritması, S. YOĞUN değişkeni ise en büyük hissedarın sermaye payını ifade etmektedir. *** %1 düzeyindeki anlamlılığı, **%5 düzeyindeki anlamlılığı, * %10 düzeyindeki anlamlılığı göstermektedir.						

Tablo 4, PDD değeri itibarıyla en üst %30'luk dilimde yer alan diğer bir deyişle yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmaların gözlemleri ile gerçekleştirilen analiz sonucunda elde edilen sonuçları göstermektedir.

Tablo 4: Yüksek Büyüme Fırsatları Grubunun Panel Veri Analizi Sonuçları

	Model 1		Model 2		Model 3	
	Katsayı	P-Değeri	Katsayı	P-Değeri	Katsayı	P-Değeri
KAL	0,4644	0,454	0,5711	0,358	0,564	0,362
KPAY			4,6939	0,109	4,665	0,099*
KAR	-0,832	0,597	-1,3432	0,401	-1,094	0,495
BÜYÜK	-1,396	0,000***	-1,3446	0,000***	-1,317	0,000***
S. YOĞUN					6,694	0,077*
S. YOĞUN ²					-6,02	0,084*
γ_{2020}	2.261	0,000***	2.33	0,000***	2,286	0,000***
Hausman T.	73.53	0,000	40.99	0,000	76,28	0,000
Gözlem Sayısı	221		221		221	
F-Değeri	17.42		14.59		10.95	

⁷ Büyüklük değişkeni ve PDD değişkeni arasındaki korelasyon da negatiftir. Büyüklük değişkeni yerine satışların doğal logaritmasının kullanılması durumunda da korelasyon negatiftir.

Bağımlı değişken (PDD) firmanın piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile elde edilmiştir. KAL değişkeni toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı, KPAY dağıtılan nakit kar paylarının toplam varlıklara oranı, KAR değişkeni faiz ve vergi öncesi karın toplam varlıklara oranı, BÜYÜK değişkeni toplam varlıkların doğal logaritması, S. YOĞUN değişkeni ise en büyük hissedarın sermaye payını ifade etmektedir. *** %1 düzeyindeki anlamlılığı, **%5 düzeyindeki anlamlılığı, * %10 düzeyindeki anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 4'te gösterilen analiz sonuçları yüksek büyüme fırsatlarına sahip olan firmalar için modelde kullanılan değişkenlerin genelde anlamlı sonuçlar vermediğini ortaya koymaktadır. Yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalarda kaldıraç (KAL) ve kar paylarının (KPAY) PDD üzerindeki etkisi pozitif olmasına rağmen bulunan sonuçlar genellikle istatistiki olarak anlamlı değildir. Sadece model 3'de KPAY değişkeni %10 düzeyinde anlamlıdır. Elde edilen sonuç eksik yatırım problemine dayanan temsilcilik teorisinin beklentisi ile uyumlu değildir. Ancak büyüme fırsatlarına sahip olan firmaların yatırımcılara kar payları ile sinyal gönderdiklerini ifade eden sinyal teorisine çok güçlü olmayan bir kanıt sunmaktadır. Sahiplik yoğunlaşmasına ilişkin doğrusal olmayan ilişkiye dair elde edilen sonuçlar da yine %10 düzeyinde anlamlıdır. S. YOĞUN değişkeni pozitif katsayıya sahipken, S. YOĞUN² değişkeninin katsayısı negatiftir. Elde edilen sonuçlar, yönetim üzerindeki kontrolün artması sebebi ile sahiplik yoğunlaşmasının belirli bir noktaya kadar firma değerine olumlu etkisi olduğu ancak söz konusu noktadan sonra sermayede büyük payı olan hissedarların, azınlıkların haklarını suiistimal etmesi sebebiyle firma değerinde azalışa sebep olacağı yönündeki görüşü desteklemektedir. Kontrol değişkenlerinden, büyüklük (BÜYÜK) değişkeninin katsayısı negatif ve anlamlıdır.

PDD değeri itibarıyla en alt %30'luk dilimde yer alan firmalara ilişkin gözlem sonuçları ise Tablo 5'te verilmiştir.

Tablo 5: Düşük Büyüme Fırsatları Grubunun Panel Veri Analizi Sonuçları

	Model 1		Model 2		Model 3	
	Katsayı	P-Değeri	Katsayı	P-Değeri	Katsayı	P-Değeri
KAL	0,2925	0,000***	0,3341	0,000***	0,471	0,000***
KPAY			0,7190	0,018**	1,063	0,004***
KAR	0,3553	0,009***	0,3118	0,022**	0,4549	0,003***
BÜYÜK	-0,018	0,030**	-0,201	0,019**	-0,0315	0,035**
S. YOĞUN					-1,488	0,001***
S. YOĞUN ²					1,229	0,003***
σ_{2020}	0,070	0,024**			0,102	0,003***
Hausman T.	2,03	0,73	5,02	0,41	21,28	0,034
Gözlem Sayısı	221		221		221	
F-Değeri					6.20	
Bağımlı değişken (PDD) firmanın piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile elde edilmiştir. KAL değişkeni toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı, KPAY dağıtılan nakit kar paylarının toplam varlıklara oranı, KAR değişkeni faiz ve vergi öncesi karın toplam varlıklara oranı, BÜYÜK değişkeni toplam varlıkların doğal logaritması, S. YOĞUN değişkeni ise en büyük hissedarın sermaye payını ifade etmektedir. *** %1 düzeyindeki anlamlılığı, **%5 düzeyindeki anlamlılığı, * %10 düzeyindeki anlamlılığı göstermektedir						

Tablo 5'te görüldüğü üzere, Kaldıraç (KAL) değişkeninin katsayısı her üç modelde de pozitif ve %1 düzeyinde anlamlıdır. Yine kar payı değişkeninin analize dahil edildiği Model 2 ve Model 3'de KPAY değişkeni de pozitif katsayıya sahiptir. Anlamlılık seviyeleri, model 2 için %5 ve model 3 için %1'dir. Elde edilen sonuçlar aşırı yatırım problemine dayanan temsilcilik teorisinin beklentileri ile uyumludur.

Ancak, Model 3’de dikkate alınan S.YOĞUN değişkeni katsayısı negatif ve S. YOĞUN² değişkenine ilişkin katsayı pozitifdir. Bu durum sahiplik yoğunluğunun yönetim üzerindeki kontrolü ancak belirli bir noktadan sonra artırdığı yönündeki görüşlerle uyumludur (Wang, 2018; Daily, Dalton ve Canella, 2003). Modellerde Karlılık değişkeni (KAR) PDD değerini pozitif yönde ve büyüklük değişkeni ise (BÜYÜK) negatif yönde etkilemektedir.

Sonuçlar

Bu çalışmada kaldıraç, kar payı, sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri ilişkisinin firmaların büyüme fırsatlarına göre farklılaşıp farklılaşmadığı ortaya koymaktadır. Elde edilen sonuçlar büyüme fırsatlarının söz konusu ilişkiyi etkilediğini ortaya koymaktadır. BIST 100’e kayıtlı olan finans sektörü dışındaki firmaların 2010-2020 dönemi verileri ile yapılan panel veri analizi sonuçları düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalarda kaldıraç ve dağıtılan nakit kar paylarındaki artışın firma değerini pozitif yönde etkilediğini göstermektedir. Elde edilen bu sonuç, aşırı yatırım problemine dayanan temsilcilik teorisinin beklentileri ile uyumludur. Borç ve kar payı ödemeleri yönetimin belirli ödemeler yapmasını sağlamakta ve yönetimin serbest nakit akışlarını kişisel çıkarları doğrultusunda kullanması ve ortakların menfaatlerine ters düşen yatırım kararları almasını önlemektedir. Bu durum firma değerini olumlu etkilemektedir. Çalışma sonucu ayrıca temsilcilik maliyetlerini azaltmada borç ve kar payı politikaları birbirlerinin ikamesi değil tamamlayıcısı olduğunu göstermiştir. Düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalarda sahiplik yoğunlaşmasına dair elde edilen sonuçlar ise sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri ilişkisinin doğrusal olmadığını ortaya koymaktadır. Elde edilen sonuçlar, bu gruptaki firmalar için, sermaye yapısında büyük hissedarların payı ancak belirli bir noktaya ulaştıktan sonra yönetim üzerindeki kontrolün sağlanabildiğini göstermektedir.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar aşırı yatırım problemine ilişkin temsilcilik teorisine destek verirken, eksik yatırım problemine dayanan görüşü destekleyen bir bulguya rastlanmamıştır. Ancak, sonuçlar kar payındaki artışın firma değerini olumlu yönde etkilediğine dair zayıf kanıtlar sunulmaktadır. Bu sonuçlar, yönetimin yatırımcılara firmanın gerçek değeri hakkında kar payları ile sinyaller gönderdiği yönündeki sinyal teorisine kısmi de olsa bir destek vermektedir. Yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalarda da sahiplik yoğunlaşması ve firma değeri arasındaki ilişki doğrusal değildir. Ancak bu grupta sahiplik yoğunlaşması bir noktaya kadar firma değerini artırmakta, daha sonra azaltmaktadır. Bu sonuç yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalarda büyük hissedarların sermaye payındaki artışın belirli bir noktaya kadar yönetim üzerindeki kontrolü artırdığını ancak bir noktadan sonra büyük hissedarların azınlık hissedarların haklarını suiistimal etme eğiliminde olduğu görüşünü desteklemektedir. Bu bulgunun yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalarda elde edilmesi ise teorik beklentilerle uyumludur.

Çalışma sonuçları yöneticilerin neden olduğu aşırı yatırımın probleminin varlığına işaret etmektedir. Buna karşılık olarak borç ve kar payındaki artış bu problemi azaltmada araç olarak kullanılabilen ve bu durum firma değerine olumlu yansımaktadır. Düzenleyici otoritelerin yönetimin fırsatçı davranışlarının önüne geçmek için kurumsal yönetim mekanizmalarında kuvvetlendirici yönde tedbirler alması önerilmektedir. Ayrıca yatırımcılara genel kurullara katılıp aktif bir yatırımcı rolü üstlenmeleri tavsiye edilmektedir. Sahiplik yoğunlaşması zaman almaktadır ve ortaklar bu hususta birlikte hareket etmenin yollarını aramalıdır.

Bu çalışmada kontrol hipotezi ve sömürme hipotezinin birlikte ele alınması için sahiplik yapısı ve firma değeri ilişkisi doğrusal olmayan bağlamda ele alınmıştır. Böylece, sahiplik yoğunlaşması kavramı farklı hak sahipleri açısından da irdelenmiştir. Ortak-yönetici çatışmasına ek olarak hakim ortak-azınlık ortaklar arasındaki çatışmalar test edilmiştir. Büyüme fırsatları fazla olan firmalarda hakim ortaklarının payının artması bir noktaya kadar firma değerine olumlu yansırken bir noktadan sonra bu ortakların azınlık ortakların haklarını suiistimal etmesi sebebi ile firma değeri azalmaktadır. Elde edilen bu bulgu, düzenleyici otoritelerin kurumsal yönetim mekanizmalarındaki diğer kuvvetlendirici yönde tedbirlerle birlikte azınlık hissedarların haklarını koruyucu önemleri de arttırması gerektiğine işaret etmektedir. Düzenleyici otoriteler küçük ortakların yönetim kurulunda aday gösterilmesine yönelik uygulamalarda teşvik edici bir yaklaşım sergileyebilirler.

Türkiye’de yapılan çalışmalara bakıldığında firma değeri ve sermaye yapısı ilişkisinin büyüme fırsatları bağlamında ele alınmadığı görülmektedir. Bu uygulama yönetici-hissedar, hissedar-kreditör çatışmalarında sermaye yapısı kararlarının oynadığı rolün firma değerine etkisini test etmesi yönüyle

bundan sonra yapılacak çalışmalara ışık tutacaktır. Ayrıca bu çalışma diğer önemli bir çatışma olan hakim ortak-azınlık ortak çatışmasının önemine de işaret ederek, bundan sonra yapılacak analizlerde konunun bu yönüyle de ele alınmasının önemine işaret etmektedir. Bundan sonra yapılacak çalışmalar sektörel farklılıkları da ortaya koyacak şekilde genişletilebilir.

Kaynakça

- Andres- Alonso, P. D. A., Lopez- Iturriaga, F. J. ve Rodriguez-Sanz, J. A. (2005).” Financial Decisions and Growth Opportunities: A Spanish Firms Panel Data Analysis”. *Applied Financial Economics*, 15 (6), 391–407.
- Barclay, M.J ve Smith, JR. C.W (1995). “The Maturity Structure of Corporate Debt”. *The Journal of Finance*, 1(2), 609-631.
- Baltagi, B. H. (1995). *Econometric Analysis of Panel Data*, West Sussex: Willey and Sons.
- Bhattacharya, S. (1979).” Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘The Bird in the Hand’ Fallacy”. *Bell Journal of Economics & Management Science*, 10(1), 259–70.
- Brailsford, T.J., Oliver, B.R. ve Pua, S.L.H.,(2002). “On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure”. *Accounting & Finance*, 42: 1-26.
- Claessens, S.; S. Djankov; Fan, J. P. H. ve Lang, L. H. P. (2002). "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings". *Journal of Finance*, 57: 2741-2771.
- Cronqvist, H., ve Nilsson, M. (2003). “Agency Costs of Controlling Minority Shareholders”. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), 695–719.
- Daily, C.M., Dalton, D.R ve Canella, A.A. (2003). “Corporate Governance Decades of Dialogue and Data” *Academy of Management Review*, 28(3), 381-372.
- Demsetz, H., (1983).” The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”. *Journal of Law and Economics*,26(2), 375–90.
- Demsetz, H. ve Lehn, K. (1985).” The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–77.
- Demsetz, H., ve Villalonga, B. (2001). “Ownership Structure and Corporate Performance”. *Journal of Corporate Finance*, 7(3): 209–233.
- Dinçergök, B. (2015). “Yatırım, Kaldıraç ve Büyüme Fırsatları: BIST İmalat Sektörü Firmalarında Bir Uygulama” . *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , (68) , 83-98. DOI: 10.25095/mufad.396626
- Doğan, M., Kevser, M. ve Demirel, B.L. (2020). “ Sahiplik Yapısı ve Temettü Ödemeleri İlişkisi: Borsa İstanbul Sınai Endeksine Yönelik Ampirik Bir Araştırma”. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 55(3), s1469-1485.
- Dougherty, C. (2007). *Introduction to Econometrics*, New York: Oxford Univesity Press.
- Friend, I., ve Lang. L. H. P. (1988). “An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure”. *The Journal of Finance*, 43(2), 271–281. <https://doi.org/10.2307/2328459>.
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W. Ve Coffies, W. (2016). “ Information Asymmetry, Leverage and Firm value: Do Crisis and Growth Matter?”, 46, 140-150.
- Gorton, G. ve Schmid, F.A. (2002). “Universal Banking and the Performance of German Firms” *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 29-80.
- Grob, K. (2007). *Equity Ownership and Firm Performance: An Empirical Study of German Traded Companies*, New York: Springer.
- Gul, S., Sajid, M., Razzaq, N., Iqbal, M.F. ve Khan, M.B. (2012).” The Relationship Between Dividend Policy and Shareholders’ Wealth. *Economics and Finance Review*, 2(2), 55-59.

- Gürsoy, G., ve Aydoğan, K. (2002). "Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies". *Emerging Markets Finance & Trade*, 38(6), 6–25.
- Harris, M. ve Raviv, A. (1991). "The Theory of Capital Structure". *Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- Hausman, J. A. (1978). "Specification Tests in Econometrics" *Econometrica*, 46(6), 1251- 1271.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G. ve Palia, D. (1999). "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance." *Journal of Financial Economics*, 53(9): 353–384.
- Hsiao, C. (1986). *Analysis of Panel Data*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Hsiao, C. (2005). "Why Panel Data?", IEPR Working Papers, no.05.33.
- Jensen, M.ve Meckling, W. (1976)." Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure". *Journal of Financial Economics*. 3 (4), 305-360.
- Jensen, M. C. (1986)." Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*, 76, 323–9.
- John K. ve Williams J. (1985) "Dividend, Dilution, and Taxes: A signaling Equilibrium".*The journal of Finance*, 40, 1053-1070.
- Kadioğlu, E. Kılıç, S. Yılmaz, E.A. (2017) "Testing the relationship between free cash flow and company performance in Borsa İstanbul" *International Business Research*, 10 (5), 148-158.
- Kalash, I. (2019) "Firma Kaldırıcı, Vekalet Maliyetleri ve Firma Performansı: Türkiye’de Hizmet Firmaları Üzerinde Ampirik Bir Araştırma" *İnsan ve Toplum Bilimleri Dergisi*, 8 (1): 625-635.
- Kalay A. (1980). "Signaling Information Content and the Reluctance to Cut Dividends". *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15, 855-869.
- La Porta, R., Lo’pez de Silanes, F. ve Shleifer, A. (2000). " Agency Problems and Dividend Policies Around the World". *Journal of Finance*, 56(1), 1–33.
- Lins, Karl V. (2003). " Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 159-184.
- Lopez-Iturriaga, F.J.L ve Crisóstomo, V.L. (2010). " Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms". *Emerging Markets Finance and Trade*, 46:3, 80-94.
- Lopez-Iturriaga, F.J.L. ve Rodriguez-Sanz, J.A. (2010). " Debt, Dividends and Growth Opportunities in East Asian Firms: The Role of the Institutional Factors" *University of Valladolid, School of Business and Economics. Working Paper*.
- Mandacı, P. & Gumus G. (2010). "Ownership Concentration, Managerial Ownership, and Firm Performance: Evidence from Turkey". *southeast, Sciendo*, vol. 5(1): 57-66.
- Magnusson, T., & Enebrand, A. (2018). Dividend policy and its impact on firm valuation: A study of the relationship between dividend policy and stock prices on the Swedish market.
- McConnell, J. J. ve Servaes, H. (1995). "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economics*, 26, 595–612.
- Megginson, W.L. (1997). *Corporate Finance Theory*, US: Addison Wesley.
- Murdoch, A. (1992) "Dividends and Earnings: Their Effect on Firm Value", Working Paper, University of Washington.
- Myers, S.C. (1977). "Determinants of Corporate Borrowing", Working Paper, Sloan Business School.
- Shapiro, A.C.ve Balbirer, S.D. (2000). *Modern Corporate Finance: A Multidisciplinary Approach to Value Creation*, New Jersey: Prentice-Hall.

- Shleifer, A., ve Vishny, R. W. (1986). "Large Shareholders and Corporate Control". Journal of Political Economy, 94(3), 461–488.
- Shleifer, A.ve Vishny, R. (1997). "A Survey of Corporate Governance" Journal of Finance. 52 (2) (1997)737-783.
- Stulz, R. (1988)." Managerial Control of Voting Rights: Financial Policies and the Market for Corporate Control". Journal of Financial Economics, 20, 25–54.
- Stulz, R. (1990)." Managerial Discretion and Optimal Financing Policies". Journal of Financial Economics, 26,3–27.
- Subaygo, H. (2021). "Relationships between Debt, Growth Opportunities, and Firm Value: Empirical Evidence from the Indonesia Stock Exchange". The Journal of Asian Finance, Economics, and Business, 8(1), 813–821.
- Topaloğlu, E. E. ve Coşkun, N. (2017). "Firma Karlılığını Etkileyen Faktörlerin Sahiplik Yoğunlaşması Doğrultusunda Tespiti: Ampirik Bir Yaklaşım". Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 22 (1) , 95-112.
- Wang, B. (2018). "Ownership, institutions and firm value: Cross-provincial evidence from China," Research in International Business and Finance, Elsevier, 44(C), 547-565.
- Wruck, K. H., (1989). "Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings". Journal of Financial Economics, 23 (1), 3-28.

EK-1

Tablo A-1: Analizde Kullanılan Değişkenler ve Veri Kaynakları*

Değişken	Tanım	Veri Kaynağı	Dönem
PDD	Firma Piyasa Değeri/Defter Değeri	Thomson-Reuters Eikon	2010-2020
KAL	Toplam Yabancı Kaynak/Toplam Varlık	Thomson-Reuters Eikon	2010-2020
KPAY	Dağıtılan Nakit Kar/Toplam Varlık	Thomson-Reuters Eikon	2010-2020
KAR	Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Toplam Varlık	Thomson-Reuters Eikon	2010-2020
BÜYÜK	Toplam Varlıkların Doğal Logartması	Thomson-Reuters Eikon	2010-2020
S. YOĞUN	En Büyük Hissedar Sermaye Payı	Thomson-Reuters Eikon, KAP, firma web siteleri	2010-2020

*Oranlar yazar tarafından hesaplanmıştır.

Research Article

Büyüme Fırsatları Bağlamında Kaldıraç, Kar Payı, Sahiplik Yoğunlaşması ve Firma Değeri İlişkisi

The Relationship Between Leverage, Dividend, Ownership Concentration, and Firm Value in the Context of Growth Opportunities

Burcu DİNÇERGÖK

Doç. Dr., Atılım Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü

burcu.dincergok@atilim.edu.tr

<https://orcid.org/0000-0002-7050-8163>

1. Introduction

The effect of leverage, dividend, and ownership concentration on firm value is a heavily investigated issue in finance literature. The studies generally show that leverage, dividend, and ownership concentration have a meaningful impact on firm value. But there are only a number of studies that investigate the issue within the context of growth opportunities.

The studies that are based on agency theory explain the effect of leverage, dividends, ownership concentration on firm value with the underinvestment and overinvestment problems. According to the underinvestment problem which is set forth by Myers (1977), the managers of firms with risky debt may pass up valuable investment projects to protect the benefits of the existing shareholders. These managers would not prefer to issue debt because if the project gets successful a large portion of the cash flows will be paid to debtholders instead of shareholders due to the debtholder's priority on cash flows. According to this theory in high levels of debt, reducing leverage and dividends will positively affect firm value. On the contrary, according to the overinvestment problem which is defined by Jensen (1986), managers of firms with high free cash flows would not prefer to distribute these cash flows to shareholders. They would use these cash flows for the sake of their own interests instead of the owners. But debt and dividends will force the managers to make regular payments. The disciplining role of debt and dividends may reduce the conflicts among the managers and shareholders. Therefore, an increase in debt and dividends may positively affect the firm value for firms with high cash flows. Whether a firm has high or low growth opportunities will affect the direction of the relationship between the financing decisions and firm value. While the firms with high growth opportunities pave the way for the underinvestment problem, the firms with low growth opportunities provide the basis of overinvestment.

The ownership concentration which is defined as the high percentage of shares that are held by a few large shareholders may reduce the conflicts among shareholders and managers independent of the growth opportunities. But after a specific concentration ratio, large shareholders may expropriate the rights of small shareholders. Since high-growth firms may with new projects provide opportunities to large shareholders to expropriate the rights of the small shareholders, it is more probable to see the non-linear effect of ownership concentration on the firm value on these firms.

On the other side, according to the signaling theory, outsiders can not estimate the real value of the firms due to asymmetric information among insiders and outsiders. The managers who would like to inform the outsiders about the real value of the firms -which is based on the future potential of the firms- may send some signals to the investors. Increasing debt is one of these signals. If a firm increases its debt this will give the message that this firm has enough potential to pay off its debt. Nevertheless, the theory predicts a positive relationship between leverage, dividends, and firm value for the firms with high growth opportunities.

In the literature, the results of many studies generally support the predictions of agency theory. This study aims to find whether the effect of leverage, dividends, ownership concentration on firm value differs among the firms with high and low growth opportunities in Turkey. A number of firms that are listed on Borsa Istanbul Stock Exchange 100 Indices over the 2010-2020 period are analyzed using panel data analysis.

2. Methodology

The analysis is conducted with the data of 71 firms quoted on the Borsa Istanbul 100 Index over the 2010-2020 period. Data is provided from the Thomson Eikon database.

Model is constructed following the study of Lopez-Iturriaga and Lima- Crisostomo (2010):

$$MBA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 PROF_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \lambda_{2020} + \mu_{1i,t}(\text{model1})$$

$$MBA_{i,t} = \alpha_2 + \delta_1 LEV_{i,t} + \delta_2 DIV_{i,t} + \delta_3 PROF_{i,t} + \delta_4 SIZE_{i,t} + \gamma_{2020} + \mu_{2i,t}(\text{model2})$$

$$MBA_{i,t} = \alpha_3 + \theta_1 LEV_{i,t} + \theta_2 DIV_{i,t} + \theta_3 PROF_{i,t} + \theta_4 SIZE_{i,t} + \theta_5 O.CONC_{i,t} + \theta_6 O.CONC_{i,t}^2 + \sigma_{2020} + \mu_{3i,t}(\text{model3})$$

$MBA_{i,t}$ represents the market value of assets divided by the book value of assets, $LEV_{i,t}$ is total liabilities divided by total assets, $SIZE_{i,t}$ is the natural log of assets, $DIV_{i,t}$ cash dividends paid over total assets, $O.CONC_{i,t}$ is the shareholding of the largest shareholder, $O.CONC_{i,t}^2$ is included into the model to detect for nonlinearity, λ_{2020} , γ_{2020} and σ_{2020} are the year dummies included to cover the effect of the covid pandemic in the year of 2020, $\mu_{i,t}$'s are the error terms.

The analysis is firstly conducted with all firms in the study. Then the observations are grouped as high growth opportunities and low growth opportunities. The observations are listed by MBA value from highest to lowest. Any observation that takes place in the top (bottom) %30 of MBA is counted in the high (low) growth group.

The analysis is performed using panel data analysis. The data in the study has both a time dimension (2010-2020) and a cross-section dimension (71 firms). Panel data analysis provides a setting to work with both types of data. This method takes into account the heterogeneity among firms, reduces the problem of multicollinearity, covers large numbers of data, and provides high degrees of freedom (Hsiao, 1986:2; Baltagi, 2005: 3-5). Panel data analysis can be applied within the forms of fixed and random effects. The difference between these two models is the correlation between the unobservable effects and independent variables. The fixed effects accept the correlation whereas the random effects reject it. To determine which model to use Hausman's (1978) test is applied. Hausman's test shows whether there is a significant difference among the parameter estimators. If the difference is significant it is better to use a fixed-effects model, but if it is not random effects should be preferred (Dougherty, 2007: 420-421).

The results of the t-test showed that there are significant differences within the means of all variables in the high growth and low growth group.

3. Findings

The results of the panel data analysis of all firms show that all of the variables used in the study have a significant effect on firm value. Leverage and dividends have a strong positive have on firm value. O. CONC.. has a positive coefficient whereas the square of it O. CONC. ² has a negative coefficient which supports the nonlinear relationship among ownership concentration and firm value. As for the control variables the PROFIT has the expected positive coefficient but interestingly the SIZE variable has a negative one.

The results of the analysis which is conducted with high growth firm's observations show that although the coefficients of LEV and DIV are positive they are generally statistically insignificant. DIV has a positive coefficient in the last model with a significance of %10. The results are not in line with the predictions of the underinvestment theory, but provide weak evidence for the signaling theory reflecting the fact that managers of the firms with high growth opportunities send signals to investors through

dividend payments. The O. CONC. has a positive and the O.CONC² has a negative coefficient which supports the nonlinear relationship between ownership concentration and firm value.

As for the firms with low growth opportunities, in all of the models, LEV has a significant and positive coefficient with a statistical significance of %1. In model 2 and model 3 DIV has also a positive coefficient with a significance of %5 and %1, respectively. The results regarding these two variables coefficients strongly support the agency theory which is based on the overinvestment problem. However, the coefficient of O. CONC is negative and O.CONC² is positive with a significance value of %10. Although the results support the nonlinear relationship, the managerial control is provided after a certain percentage of ownership for the firms with low growth opportunities.

4. Results

This study aims to find whether the effect of leverage, dividends, ownership concentration on firm value differs among the firms with high and low growth opportunities. A number of firms that are listed on Borsa Istanbul Stock Exchange 100 Indices over the 2010-2020 period are analyzed using panel data analysis. The results show that for the firms with low growth opportunities leverage and dividends have a significant positive effect on firm value which provides strong evidence to the overinvestment theory. Debt and dividend payments force the firms to make payments thereby preventing management to use the free cash flows for their benefits which do not coincide with the benefits of the shareholders. This fact positively affects firm value. As for ownership concentration, the results proved the nonlinear relationship for the firms with low growth opportunities. However, a large shareholder can only control the management after a certain shareholding ratio.

While the results of the study provide strong evidence for the overinvestment view of the agency theory, it doesn't provide any evidence regarding the underinvestment view. The positive relationship between dividends and firm value in high-growth firms can only provide weak evidence regarding signaling theory. According to the theory managers of the firms with high growth opportunities send signals to the investors via dividends about the true value of the firm. Additionally, the ownership concentration is found to have a nonlinear effect on firm value. Nevertheless, the ownership concentration has a positive effect on firm value up to a point but from that point on the impact turns negative. This result is in line with the view that managerial control by large shareholders continues up to a certain shareholding percentage but after that point expropriation of small shareholders by the large ones decreases the firm value.

The results point to the existence of the overinvestment problem in Turkey. Debt and dividends are used as devices to overcome this problem. Regulatory bodies should improve corporate control mechanisms to prevent the opportunistic behaviors of managers. In addition, investors are suggested to participate in general meetings and take an active investor role. Ownership concentration takes time and they need to find ways to move collectively. Another important finding of this study is the expropriation of small shareholders by large ones. In addition, to improve corporate control mechanisms, regulatory bodies should also increase the measures to protect small shareholders' rights.

This study will shed light on future studies in Turkey as it tests the effect of capital structure decisions on firm value under the manager-shareholder, shareholder-creditor conflicts. Also, the importance of large and small shareholders conflicts should not be omitted in further studies.