

# Sahiplik Yoğunlaşmasının Firma Değeri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama

Emin Hüseyin ÇETENAK<sup>1</sup>

Makale Gönderim: 07.07.2015

Makale Kabul: 28.09.2015

## ÖZ

Bu çalışmada firmaların sahiplik yoğunlaşması ile piyasa değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Literatürde bu konuda farklı sonuçlar yer alsa da, sahiplik yoğunlaşmasının, yönetimin performansının değerlendirmesi ve denetlemesinde etkili bir unsur olduğu ve bu nedenle sahiplik yoğunlaşmasının firma değerini artırdığı yönünde bulgular ağırlıktadır. Bu araştırmada söz konusu ilişki Borsa İstanbul imalat sanayi firmaları için test edilmiştir. Araştırma sonuçları Borsa İstanbul firmaları için sahiplik yoğunlaşması ile firma değeri arasındaki ilişkinin pozitif ve doğrusal olduğunu işaret etmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Sahiplik Yoğunlaşması, Firma Değeri, Kurumsal Yönetim

**JEL Sınıflaması:** G32, G30, G34

**The Impact of Ownership Concentration on Firm Value: An Analysis on Borsa Istanbul**

## ABSTRACT

In this paper we examined the relationship between ownership concentration and firm value. Although there are mixed results in the literature on this subject, there is a consensus about that

<sup>1</sup> Yrd. Doç. Dr., Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi İİBF, İşletme Bölümü.  
cetenak@gmail.com

ownership concentration is a useful tool to assess and monitor management's performance and execution. Thus, there is a positive linear relationship between firm value and ownership concentration is generally the case. In this study we investigate concentration and firm value relationship in Borsa Istanbul for the period 2004-2009. Our results suggest there is a linear positive linear relationship between ownership concentration and firm value.

**Keywords:** Ownership Structure, Firm Value, Corporate Governance

**JEL Classification:** G32, G30, G34

## 1. Giriş

Sahiplik bakımından firmaların özkaynak yapıları birbirinden farklı özelliklere sahiptir. Örneğin bazı firmalarda özkaynakların büyük kısmı belirli bir aileye ait iken, bazı firmalarda bir holdinge, bazı firmalarda devlete, bazı firmalarda yabancı bir yatırımcıya, bazı firmalarda ise halka açıklık oranının yüksek olması nedeniyle geniş bir yatırımcı grubuna aittir. Sahiplik yapısında farklılaşmaya yol açan unsurlardan biri de sahiplik yoğunlaşmasıdır. Sahiplik yoğunlaşması (ownership concentration, blockholder ownership), bir firmanın özkaynaklarının büyük bir kısmına bir veya birkaç kişinin sahip olması, dolayısıyla firma üzerindeki mülkiyet hakkının ve kontrol gücünün bir veya birkaç kişide toplanması olarak tanımlanabilir(Ersoy ve Çetenak, 2015).

Sahiplik yoğunlaşması ile ilgili ilk çalışma Berle ve Means (1932) tarafından yapılan "The Modern Corporation and Private Property" adlı çalışmadır. Yazarlar bu çalışmada sahiplik yoğunlaşması ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu, sahiplik yoğunlaşmasındaki azalmanın firma performansını olumsuz yönde etkileyeceğini ileri sürmüştür. Diğer taraftan Demsetz (1983) ve Demsetz ve Lehn (1985) ise yaptıkları çalışmada, sahiplik yoğunlaşmasındaki değişikliklerin karlılık oranı üzerinde bir etkisinin olmadığını ileri sürmüşlerdir. Firmanın sahiplik yapısında, sahipliğin küçük parçalara bölünmesi şeklinde sahiplikte dağılma yaratacak bir değişiklik yapılması kararı, hissedarların yöneticiler üzerindeki kontrol gücünün azalmasıyla sonuçlanacaktır. Hisse-

darların kontrol gücündeki azalmanın yol açacağı daha yüksek izleme maliyeti ve azalan karlılık, daha düşük sermaye maliyeti veya sahiplikteki dağılmanın diğer faydaları ile dengeye gelecek ve dolayısıyla sahiplik yoğunlaşması ile firma performansı arasında herhangi bir ilişki olmayacaktır (Demsetz ve Lehn, 1985, 1174).

Shleifer ve Vishny (1986, 1997) sahiplik yoğunlaşmasının varlığının, yönetimin performansının değerlendirmesi ve denetlemede teşvik edici bir unsur olduğunu belirtmiş ve dolayısıyla sahiplik yoğunlaşmasının var olması durumunda yöneticilerin daha iyi gözetim altında tutulacağını ileri sürmüştür. Shleifer ve Vishny (1997) ayrıca büyük hissedarların bazı durumlarda (örneğin oy hakkının % 51 veya daha fazlasının ellerinde bulunması durumunda) yönetime baskı yapabilecek ve hatta yönetimi değiştirebilecek düzeyde oy hakkına sahip olduklarını belirtmiştir. Büyük hissedarların, yönetimin daha sıkı denetlenmesi ve gözetilmesi konusunda daha yüksek bir güç ve güdüye sahip olmaları nedeniyle, sahiplik yoğunlaşmasının olduğu firmalarda sahiplik ve yönetim ayrımından kaynaklanan temsil problemlerinin daha az olacağını ileri sürmüştür. Fakat sahiplik yoğunlaşmasının bahsedilen faydalarının yanında bazı maliyetlerinin de olduğunu ifade eden Shleifer ve Vishny'ye (1997) göre, en temel problemlerden biri, büyük hissedarların çıkarlarının, firmadaki diğer hissedarların çıkarları veya çalışanlar ve yöneticilerin çıkarları ile çatışması halinde, büyük hissedarların kontrol güçlerini kendi refahlarını maksimize etmek için kullanmalarıdır. Dolayısıyla sahiplik yoğunlaşması bir yandan sahiplik ve yönetim ayrımından kaynaklanan temsil problemlerinin azalmasına yardımcı olurken, diğer yandan büyük ve azınlık hissedarlar arasında temsil problemlerinin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Büyük hissedarların varlığı temsil probleminin çözümünde oldukça etkili olabilmesine rağmen, servetin etkin olmayan bir şekilde diğer yatırımcılardan kendilerine doğru yeniden dağıtımı da söz konusu olabilmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997).

Shleifer ve Vishny (1986), Hill ve Snell (1989) ve Agrawal ve Mandelker (1990) sahiplik yoğunlaşmasının vekalet problemlerini çözmesi ve yöneticilerin daha kolay gözetim altına alınmasını

sağlaması nedeniyle firma performansı üzerinde pozitif bir etkisinin olacağını ileri sürmüşlerdir. Diğer taraftan yatırımcıların yasal olarak korunma düzeyinin, yoğunlaşmış ve dağınık sahiplik yapısı arasındaki seçimin en önemli belirleyicilerinden biri olduğu ileri sürülmektedir. La Porta ve diğerleri (1999) ve Bebchuk (1999) yatırımcı haklarının korunmasının zayıf olduğu durumlarda sahiplik yoğunlaşmasının, hissedarlar ve kreditorlerin haklarının yasalarla güçlü bir şekilde korunduğu durumlarda ise daha fazla dağınık sahiplik yapısının öne çıktığını göstermişlerdir (Miguel, Pindado ve Torre, 2003).

Literatürde sahiplik yoğunlaşması ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda çoğunlukla performans kapsamında sahiplik yoğunlaşmasının firma değeri üzerindeki etkisi de ampirik olarak incelenmektedir. Bu çalışmada Türkiye’de sahiplik yoğunlaşmasının firma değeri üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul’da işlem gören 116 sanayi işletmesinin 2004-2009 yılları arasındaki verilerinden faydalanılarak söz konusu ilişki ampirik olarak test edilmiştir. Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünü takip eden ikinci bölümde bu alandaki literatüre yer verilmektedir. Üçüncü bölümde veri seti ve yöntem ile bilgiler, dördüncü bölümde ise elde edilen bulgular ve bu bulgulara ait değerlendirmeler yer almaktadır. Beşinci ve son bölümde ise çalışmadan elde edilen sonuç ve değerlendirmeler yer almaktadır.

## 2. Literatür

Literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde sahiplik yoğunlaşmasının firma değeri üzerine etkisi ile ilgili farklı sonuçlara ulaşıldığı ve sahiplik yoğunlaşmasının firma değerine etkisi ile ilgili bir fikir birliğinin oluşmadığı görülmektedir. Amerika, Japon ve Alman firmalar üzerine yapılan çalışmaların çoğu sahiplik yoğunlaşması ile firma performansı arasında pozitif doğrusal bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Fakat ilişki olmadığına dair sonuçlara ulaşan veya negatif ilişki olduğunu gösteren çalışmalar da vardır (Miguel ve diğerleri, 2003).

Barclay ve Holderness (1991) 1978-1982 döneminde Amerika'da sahiplik yoğunlaşması ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Cho'nun (1998) 1991 yılında Fortune 500'de yer alan 326 imalat sanayii firmasını kapsayan çalışmasında, firma değerinin sahiplik yapısından etkilendiğini tespit etmiştir. Thomsen'in (2005) 1988-1998 dönemini kapsayan çalışmasında, Kıta Avrupası'nda sahiplik yoğunlaşmasının firma değeri üzerinde negatif etki yarattığı tespit edilmiştir.

Miguel ve diğerleri (2004), 1990-1999 dönemi için 135 İspanyol firmasının piyasa değeri ile sahiplik yoğunlaşması düzeyi arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada firma değeri ile sahiplik yoğunlaşması arasında kuadratik bir ilişkinin olduğuna dair delillere ulaşılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlar, öncelikle sahiplik yoğunlaşmasındaki artışın firma değerini artırdığını, ancak belirli bir kırılma noktasından sonra firma değerinin sahiplik yoğunlaşmasından negatif yönde etkilendiğini göstermiştir.

Thomsen, Pedersen ve Kivst (2006) tarafından, 1990-1998 döneminde ABD ve Avrupa Birliği'nde net satışları ve net varlıkları 2 milyon Amerikan Dolarını aşan 863 firmanın verileri kullanılarak Granger nedensellik testleri ile sahiplik yoğunlaşmasının firma değeri (Tobin's q) ve aktif karlılık oranına etkisi araştırılmıştır. ABD ve İngiltere'de sahiplik yoğunlaşması ile önceki veya sonraki firma değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunamazken, Kıta Avrupa'sında sahiplik yoğunlaşması ile sonraki dönemdeki aktif karlılık oranı ve firma değeri arasında negatif bir ilişki bulunmuştur.

McConnel ve Sarveas'ın (1990), Amerika'da 1976 yılı örnekleminde 1.173 firmayı, 1986 yılı örnekleminde ise 1.093 firmayı kapsayan çalışmada sahiplik yapısı ile firma değeri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda firma değeri ile firma içinden kimselerin sermaye sahipliği (insider ownership) arasında doğrusal olmayan bir ilişki, kurumsal yatırımcılar tarafından sahip olunan sermayenin oranı ile de anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur. Sahiplik yoğunlaşması ile firma değeri arasında ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Miguel ve diğerleri (2003), farklı kurumsal yönetim sistemlerinin karakterize ettiği temel kurumsal faktörlerin (yatırımcıların

yasal olarak korunması, sahiplik yoğunlaşmasının düzeyi, sermaye piyasalarının gelişmişliği, firmaların denetiminde piyasaların rolü ve yönetim kurulunun etkinliği) sahiplik yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediğini incelemiştir. Çalışmada, sahiplik yoğunlaşması ve firma içinden kimselerin sahiplik düzeyinin (insider ownership) temel kurumsal faktörlerden etkilendiği, firma değeri ile sahiplik yoğunlaşması arasındaki ilişkinin söz konusu kurumsal faktörler tarafından direkt olarak etkilenmediği, fakat kurumsal yönetim karakteristiklerinin firma içinden kimselerin sahipliği ile firma değeri arasındaki ilişkide direkt bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Claessens, Djankov, Fan ve Lang'in (2002), sekiz Doğu Asya ülkesinden (Hong Kong, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan ve Tayland) 1.301 halka açık şirketin verilerini kullanarak yaptığı çalışmada, en büyük hissedarın nakit akımı sahipliği ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Fakat en büyük hissedarın kontrol haklarının, nakit akımı sahipliğini aştığı zamanlarda firma değerinin düştüğü görülmüştür.

Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmerman (2006), İsviçre'de en büyük hissedarın oy hakkı yüzdesi ile hisse senetlerini blok olarak elinde tutan büyük dış yatırımcıların kümülatif oy hakkı yüzdesinin firma değeri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığını bulmuşlardır.

Gönenç'in (2006) 1992-1998 döneminde İMKB'de işlem gören 185 sanayi firmasını kapsayan çalışmasında, en büyük üç hissedarın sermayedeki payı ile ölçülen sahiplik yoğunlaşmasının firma performansı üzerine etkisi incelenmiştir. Çalışmada, EKK (En Küçük Kareler) tahmin sonuçlarına göre sahiplik yoğunlaşmasının piyasa değeri-defter değeri ile ölçülen firmanın piyasa performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu sonucun, hakim hissedarlar tarafından denetlenen firmaların görece olarak daha yüksek performans göstermesine yol açtığı anlamına geldiği ve sahiplik yoğunlaşmasının gözetlenme derecesini geliştireceği ve azınlık ve büyük hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını azaltacağı hipotezi ile uyumlu olduğu belirtilmiştir. Çalışmada aynı zamanda firma performansının sahiplik yoğunlaşmasından

etkilendiği de gözlenmiştir. Fakat iki aşamalı EKK tahmin sonuçlarında, sahiplik yoğunlaşması ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Nakit akımı hakları ile devlet, holding, aile üyeleri, finansal kurum ve yabancı yatırımcı sahipliği ile ilgili kukla değişkenlerin eklendiği EKK ve 2AEK (İki Aşamalı EKK) modellerinde ise finansal kurumlar hariç sahiplik yoğunlaşmasının varlıkların piyasa değeri-defter değeri üzerinde pozitif etkiye sahip olduğuna dair bazı kanıtlara ulaşılmıştır.

Çıtak'ın (2007) 2000-2004 döneminde İMKB'de işlem gören 82 firmanın verilerini kullandığı çalışmasında, sahiplik yoğunlaşması ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı arasında anlamlı bir ilişki bulunamazken, piyasa değeri-defter değeri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Ersoy, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu'nun (2011), 1998-2007 döneminde İMKB'de işlem gören 51 firmayı kapsayan çalışmasında, Türkiye'de kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada kurumsal yönetim değişkenlerinden biri olarak kullanılan sahiplik yoğunlaşmasının hem Tobin-q ile hem de anormal getiri ile anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

### 3. Veri Seti ve Yöntem

Sahiplik yoğunlaşmasının firma değeri üzerindeki etkisinin incelendiği bu çalışmada, 2004-2009 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören imalat sanayi şirketlerinin verilerinden faydalanılmıştır. Çalışmada sahiplik yoğunlaşması değişkeni olarak %5'ten fazla paya sahip tüm ortaklar ile diğer stratejik ortakların toplam payı; firma değeri değişkenini temsilen piyasa değerinin doğal logaritması ile piyasa değeri/toplam aktifler oranı kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler Borsa İstanbul'un internet sitesinden, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun internet sitesinden ve Datastream veri tabanından alınmıştır. Çalışmada sahiplik yoğunlaşmasının firma değeri üzerindeki etkisini test etmek için ekonometrik yöntem olarak GMM (Genelleştirilmiş Momentler Metodu) sistem versiyonu kullanılmıştır. Araştırmada GMM yöntemi kullanılarak tahmin edilen iki model aşağıda verilmiştir:

$$PD_{i,t} = \alpha + \beta_1 SY_{i,t} + \beta_2 SY_{i,t}^2 + \beta_3 BÜYÜKLÜK_{i,t} + \beta_4 KALD_{i,t} + \beta_5 TOBQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$PD/TA_{i,t} = \alpha + \beta_1 SY_{i,t}^2 + \beta_2 SY_{i,t} + \beta_3 BÜYÜKLÜK_{i,t} + \beta_4 KALD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Yukarıdaki değişkenlere ilave olarak her iki modele de yıl kukla değişkeni eklenmiştir. Bilindiği üzere yatırım ve finansman davranışları çeşitli makroekonomik faktörlerin etkisi altında kalabilir. Zaman içerisinde yaşanabilecek bu etkileri kontrol altında tutmak için regresyon denkleminde yıl verisi kukla değişken olarak eklenmiştir. Modellerde yer alan değişkenlerin tanımları Tablo 1’de verilmiştir.

**Tablo 1: Çalışmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımları**

$PD_{i,t}$	i firmasının t dönemindeki piyasa değerinin doğal logaritması
$PD/TA_{i,t}$	i firmasının t dönemindeki piyasa değerinin toplam aktiflere oranı
$SY_{i,t}$	i firmasının t dönemindeki %5’ten fazla paya sahip tüm ortakların toplam payı + yöneticiler, aile üyeleri, fonlar gibi stratejik diğer tüm ortakların payları
$SY_{i,t}^2$	Sahiplik yoğunlaşmasının karesi
$BÜYÜKLÜK_{i,t}$	i firmasının t dönemindeki toplam aktiflerin doğal logaritması
$KALD_{i,t}$	i firmasının t dönemindeki toplam borç / toplam aktifler oranı
$TOBQ_{i,t}$	i firmasının t dönemindeki Tobin’s Q Değeri; (Piyasa Değeri + Top. Borç)/Top. Aktif oranı

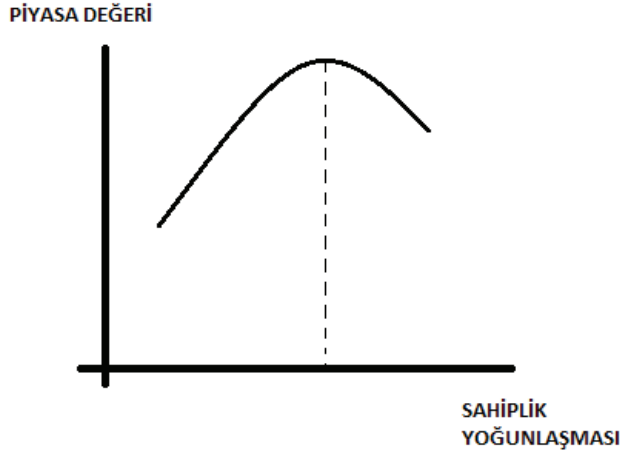
Sahiplik yoğunlaşması değişkeni ile bu değişkenin karesi, Şekil 1’de gösterildiği gibi sahiplik yoğunlaşması ile firma değeri arasındaki muhtemel doğrusal olmayan ters U şeklindeki ilişkinin varlığını test etmek amacıyla modellere eklenmiştir. Ters U şeklindeki ilişki, sahiplik yoğunlaşması arttıkça firma değerinin yükseldiğini ancak belirli bir noktadan sonra sahiplik yoğunlaşmasındaki artışın firma değerini azalttığını göstermektedir. Böyle bir ilişkinin oluşmasının nedeni şu şekilde açıklanabilir. Sahiplik yoğunlaşmasındaki artış, yönetici-hissedar çıkar çatışmalarından kaynaklı temsil maliyetlerini azaltacağı için bu durum firma değerini olumlu etkileyecektir. Diğer taraftan sahiplik yoğunlaşmasındaki artışın devam etmesi, hakim hissedarlar ile küçük hissedarlar arasında çıkar çatışmalarından kaynaklı yeni bir temsil maliyetinin oluşmasına neden olabilecektir ki bu durumda artan temsil maliyetleri



firma değerini olumsuz yönde etkileyebilecektir. Nitekim sahiplik yoğunlaşması ile firma değeri arasında kuadratik bir ilişkinin varlığını ortaya koyan ve sahiplik yoğunlaşmasındaki artışın yukarıda bahsedilen nedenlerle, önce firma değerini artırdığı daha sonra ise azalttığını ileri süren birçok çalışma vardır. Örneğin Miguel ve diğerleri (2004) İspanya için, Selerka (2005) Hindistan için, Alimehmeti ve Paletta (2012) ise İtalya için sahiplik yoğunlaşması ile firma değeri arasında bu tür bir ilişki tespit etmiştir.

Her iki modelde tahmin edilen  $\beta_1$  ve  $\beta_2$  parametrelerinin değeri ve işareti, sahiplik yoğunlaşması ve piyasa değeri arasındaki ilişkinin doğrusal olup olmadığını, şayet ilişki doğrusal değilse kırılmanın hangi düzeyde gerçekleştiğini göstermektedir. Test sonucunda  $\beta_1$  katsayısının beklenen işareti pozitif ve  $\beta_2$  katsayısının beklenen işareti ise negatiftir. Bu durum Ek-1’de açıklanmıştır.

**Şekil 1: Doğrusal Olmayan Sahiplik Yoğunlaşması Piyasa Değeri İlişkisi**



#### 4. Bulgular

Tablo 2’de modelde kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Tablodan piyasa değerinin ortalamasının 11,87, piyasa değeri/toplam aktifler oranının 0,79 olduğu görülebilir. Sahiplik yoğunlaşması değişkeninin ise ortalaması 65

olarak tespit edilmiştir. En büyük sahiplik yoğunlaşması 99,88 en küçük ise 10,58 olarak gerçekleşmiştir. Kaldıraç oranının ortalaması 0,22, Tobin Q oranının ortalaması ise 1,26 düzeyindedir.

**Tablo 2: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler**

	Ort.	Medyan	St. Sap.	Min	Max
PD	11,87	11,9	1,50	7,66	15,97
PD/TA	0,79	0,60	0,95	0,03	4,06
SY	65,17	66,61	17,20	10,58	99,88
BÜYÜKLÜK	12,44	12,34	1,31	9,25	16,27
KALD	0,22	0,14	0,33	0	1,59
TOBQ	1,26	1,05	0,98	0	5,02

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait korelasyon matrisi Tablo 3'te verilmiştir. Elde edilen korelasyon katsayılarına göre büyüklük ve piyasa değeri arasında 0,84 düzeyinde önemli bir korelasyon vardır. Diğer taraftan beklenildiği gibi sahiplik yoğunlaşması değişkeni ile karesi arasında 0,98'lik, Tobin Q oranı ile PD/TA oranı arasında ise 0,88 düzeyinde önemli bir korelasyon olduğu tablodan görülebilir. PD/TA değişkeni ile Tobin Q değişkeni arasındaki yüksek korelasyonun nedeni iki değişkenin hesaplanma biçiminin birbirine çok yakın olmasıdır. Bu durum nedeniyle yukarıda verilen ikinci modelde kontrol değişkeni olarak Tobin Q değişkeni kullanılmamıştır.

**Tablo 3: Korelasyon Matrisi**

	PD	PD/TA	SY	SY <sup>2</sup>	BÜYÜKLÜK	KALD
PD	1					
PD/TA	0,26	1				
SY	0,24	0,17	1			
SY <sup>2</sup>	0,25	0,19	0,98	1		
BÜYÜKLÜK	0,84	-0,15	0,11	0,12	1	
KALD	-0,24	-0,18	-0,05	-0,06	-0,13	1
TOBQ	0,11	0,88	0,15	0,16	-0,22	0,22

Sistem GMM yöntemi kullanılarak test edilen modellere ait tahmin sonuçları Tablo 4'te yer almaktadır. Bilindiği üzere Arellano ve Bover (1995) tarafından geliştirilen sistem GMM yaklaşımı

mında tahmincinin performansı, büyük ölçüde araç değişkenlerin geçerliliğine bağlıdır. Araç değişkenlerin geçerliliğinin test edilmesi için aşırı belirleme testi kullanılır. Bu doğrultuda gerçekleştirilen Hansen aşırı belirleme testi sonuçları, model tahmin sonuçlarının yer aldığı tabloda verilmiştir. Diğer taraftan Arellano ve Bond'un (1991) GMM tahmincisinin tutarlılığının dayandığı en önemli varsayımlardan biri, birinci fark denkleminin hataları arasında ikinci dereceden korelasyon olmaması varsayımıdır. GMM tahmincisinin tutarlılığı bir başka ifade ile otokorelasyonun varlığı tamamen  $E \Delta u_{it} \Delta u_{it-2} = 0$  olmasına bağlıdır (Arellano ve Bond, 1991). Otokorelasyon testi sonuçları da Tablo 4'te sunulmuştur.

**Tablo 4: Sistem GMM Tahmin Sonuçları**

BAĞIMLI DEĞİŞKEN	PD	PD/TA
SY	0,0357** (0,046)	0,107** (0,047)
SY <sup>2</sup>	-0,00013 (0,296)	-0,00045 (0,227)
BÜYÜKLÜK	1,008*** (0,000)	-0,917*** (0,006)
KALD	-0,868*** (0,000)	-1,167* (0,057)
TOBQ	0,435*** (0,001)	
F	117,50*** (0,000)	159,96*** (0,000)
Gözlem Sayısı	589	589
Grup Sayısı	116	116
Araç Değişken Sayısı	41	68
AR(1)	-4,02*** (0,000)	-0,58*** (0,565)
AR(2)	0,62 (0,536)	1,00 (0,318)
Hansen Aşırı Belirleme Testi	110,45 (0,892)	62,01 (0,335)

Not: 1) Parantez içerisinde yer alan değerler tahmin edilen katsayıların p değerlerini göstermektedir. \*\*\*, \*\* ve \* simgeleri katsayıların sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir. 2) YIL kukla değişkenleri tabloya eklenmemiştir

Tahmin sonuçlarına göre birinci modelde sahiplik yoğunlaşması değişkeninin katsayısı 0,0357 ikinci modelde ise 0,107 olarak tahmin edilmiştir. Elde edilen sonuçlar sahiplik yoğunlaşması değişkeni ile piyasa değeri arasında %5 düzeyinde anlamlı pozitif bir ilişkinin varlığını işaret etmektedir. Ancak her iki modelde de sahiplik yoğunlaşması değişkeninin karesi istatistiki olarak anlamlı değildir. Bu sonuç sahiplik yoğunlaşması ile firma değeri arasındaki ilişkinin pozitif ve doğrusal olduğunu göstermektedir. Birinci modele eklenen kontrol değişkenlerinden büyüklük değişkeninin katsayısı 1,008, kaldıraç değişkeninin katsayısı -0,868 ve gelecekteki yatırımların ve gelecekteki karların bir göstergesi olan Tobin Q değişkeninin katsayısı ise 0,435 olarak tahmin edilmiştir. Birinci modelde yer alan üç kontrol değişkeni de %1 düzeyinde anlamlıdır. Büyüklük ve Tobin Q değişkenleri ile firma değeri arasındaki ilişkinin yönü pozitif iken, kaldıraç değişkeni ile firma değeri arasındaki ilişkinin yönü negatif olarak tespit edilmiştir. Buna göre firmanın büyüklüğü arttıkça piyasa değeri de artmaktadır. Benzer şekilde gelecekteki yatırım fırsatlarını gösteren Tobin Q değerindeki artış da firma değerini pozitif etkilemektedir. Diğer taraftan ikinci modelde yer alan büyüklük ve kaldıraç değişkenleri de benzer şekilde %1 ve %10 önem düzeylerinde anlamlıdır. İkinci modelde büyüklük değişkeninin katsayısı -0,917 kaldıraç değişkeninin katsayısı ise -1,167 olarak tahmin edilmiştir. İki değişken de beklenildiği üzere PD/TA oranı ile negatif ilişkiye sahiptir. Bu iki değişkendeki artışlar piyasa değeri/toplam aktif oranında azalışa neden olmaktadır.

## 5. Sonuç

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören imalat sanayi firmaları için sahiplik yoğunlaşmasının firma değerine etkisi incelenmiştir. Literatürde yer alan bazı çalışmalarda bu iki değişken arasında doğrusal bir ilişkinin değil kuadratik bir ilişkinin olduğuna dair bulgulara ulaşan çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmalarda, sahiplik yoğunlaşmasındaki artışın bir taraftan yönetici-hissedar çıkar çatışmalarından kaynaklı temsil maliyetlerini azalttığı, diğer taraftan da büyük-küçük hissedarlar arasında çıkar çatışmalarına neden olup temsil maliyetlerini artırdığı, bunun da firma değerinde

önce yükseliş daha sonra ise düşüş yönünde bir etki yaratabileceği şeklinde yorumlandığı görülmektedir.

Çalışmadan elde edilen bulgular Borsa İstanbul imalat sanayi şirketleri için firma değeri ve sahiplik yoğunlaşması arasında pozitif yönde doğrusal bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla sahiplik yoğunlaşmasındaki artış Türkiye örneğinde firma değerinde artırıcı bir etki yaratmaktadır. Bu sonuç, yüksek sahiplik yoğunlaşmasının yönetici ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklı temsil maliyetlerini azaltacağı ve bunun da firma performansını olumlu yönde etkileyeceğini ileri süren Shleifer ve Vishny (1986), Hill ve Snell (1988, 1989) ve Agrawal ve Mandelker'ın (1990) sonuçları ile uyumludur.

Ancak çalışmada sahiplik yoğunlaşmasının belirli bir düzeyden sonra firma değerini azalttığı yönünde bir bulguya rastlanılmamıştır. Dolayısıyla bu çalışma, sahiplik yoğunlaşmasındaki artışın, büyük-küçük hissedar çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil maliyetlerini artıracığı ve dolayısıyla firma değerini olumsuz yönde etkileyeceğini ileri süren diğer çalışmaların bulgularını desteklememektedir.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar iki farklı şekilde yorumlanabilir. İlk olarak elde edilen sonuçlardan, yönetim üzerinde söz sahibi olan büyük hissedarların aynı zamanda küçük hissedarların da refahını arttıracak şekilde hareket ettiği söylenebilir. İkinci olarak küçük hissedarların sürü psikolojisi ile büyük hissedarların sahip olduğu firmalara yatırım yapmayı tercih ederek firma değerini artırdığı ileri sürülebilir.

## KAYNAKLAR

- Agrawal, A. and Mandelker, G. N. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(02), 143-161.
- Alimehmeti, G. and Paletta, A. 2012. Ownership concentration and effects over firm performance: evidences from Italy. *European Scientific Journal*, 8(22).
- Arellano, M. and Bond, S. 1991, Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M. and Bover, O. 1995, Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Barclay, M.J. and Holderness, C.G. 1991. Negotiated block trades and corporate control. *The Journal of Finance*. 46 (3), 861-878.
- Bebchuk, L. A. 1999. A rent-protection theory of corporate ownership and control (No. w7203). National Bureau of Economic Research
- Beiner, S., Drobetz, W, Schmid, M.M. and Zimmermann, H. 2006. An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management*. 12(2), 249-283.
- Berle, A.A. and Means, G.C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, US: Macmillan.
- Cho, M.-H. 1998. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*. 47, 103-121.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H. and Lang, L.H.P. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*. 57(6), 2741-2771.
- Çıtak, L. 2007. The impact of ownership structure on company performance; a panel data analysis on Istanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) companies. *International Research Journal of Finance and Economics*. 9, 231-245.
- Demsetz, H. 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*. 26(2), 375-390.
- Demsetz, H. and Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*. 93(6), 1155-1177.
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. 2011. Türkiye’de kurumsal yönetim ve firma performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) arasındaki ilişkinin analizi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*. 48(554), 71-84.
- Ersoy, E., ve Çetenak, E. H. 2015. Sahiplik yoğunlaşmasının temettü dağıtım kararlarına etkisi: Borsa İstanbul’da bir uygulama. *Ege Akademik Bakış*, 15(4)

- Göneç, H. 2006. Ownership concentration and corporate performance: a simultaneous equation framework for Turkish companies. SSRN Accepted Paper Series,  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=498263](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=498263)
- Hill, C. W., and Snell, S. A. 1989. Effects of ownership structure and control on corporate productivity. *Academy of Management Journal*, 32(1), 25-46.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- McConnel, J.J. and Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*. 27, 595-612.
- Miguel, A., Pindado, J., and De la Torre, C. 2003. How does ownership structure affect firm value? A comparison using different corporate governance systems.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=479322](http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=479322)
- Miguel, A., Pindado, J., and De la Torre, C. 2004. Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- Selarka, E. 2005. Ownership Concentration and Firm Value: A study from The Indian corporate sector. *Emerging Markets Finance and Trade*, 41(6), 83-108.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. 1986. Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*. 94(3), 461-488.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. 1997. A Survey of corporate governance. *The Journal of Finance*. 52(2), 737-783.
- Thomsen, S. 2005. Conflicts of interest aligned incentives? Blockholder ownership, dividends and firm value in the US and EU. *European Business Organization Law Review*. 6(2), 201-225.
- Thomsen, S., Pedersen, T. and Kivst, H.K. 2006. Blockholder ownership: effect on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate Finance*. 12, 246-269.