

Süleyman Demirel Üniversitesi  
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi  
Y.2003, C.8, S.2 s.231-251.

## **FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE İŞLETMELERİN HİSSE YOĞUNLUKLARININ PERFORMANSLARINA ETKİSİ**

### **THE EFFECT OF THE OWNERSHIP CONCENTRATIONS OF THE FIRMS TO ITS PERFORMANCE IN THE FINANCIAL CRISIS PERIODS**

**Yrd.Doç.Dr.Mehmet GENÇTÜRK\***

#### **ÖZET**

*Yaşanan finansal krizler; ülkenin gelişmesinde aktif rol oynayan sermaye piyasalarının etkinliğini azaltarak, yerli ve yabancı yatırımcıların piyasayı terketmelerine neden olmaktadır. Bu durum sermaye piyasasının elemanlarından biri olan ve fon talep eden şirketlerin performansını da olumsuz olarak etkilemektedir.*

*Şirketlerin performanslarını etkileyen unsurlardan bir diğeri de şirketlerin hisse yapılarıdır. Şirketlerin yönetimini ve kontrolünü hisse yapıları belirler. Bir şirketi yönetmek ve kontrol etmek önemlidir. Çünkü yönetimde bulunan ve kontrol yetkisine sahip olan taraflar maddi veya gayri maddi bir çok özel menfaatlardan faydalanabilirler. Anonim şirketler çoğunluk ilkesine göre yönetildiği için hisselerin büyük bir kısmını elinde bulunduran hissedarlar şirketin yönetimini ve kontrolünü de elde etmiş olurlar. Bu durum; şirketin hisselerinin küçük bir kısmına sahip olan azınlık hissedarların, çoğunluğun baskısından kurtulmalarını ve haklarını korumalarını zorlaştırmaktadır. Bu çalışmada finansal kriz dönemlerinde İMKB'de işlem gören işletmelerin sermaye yapılarının performanslarına olan etkisi incelenmiştir.*

#### **ABSTRACT**

*Financial crisis make native and foreign investors leave the market by reducing the effectiveness of the capital markets which play an active role in the development of the country. That situation, also effects the performance of the firms negatively which are one of members of the capital market demanding fund. One of the other elements effecting the performance of the firms is the share structure of the firms. Share structure defines the management and the control of the firm. To manage and to control a firm is important. Because the sides who are on the management and have the authority of control can benefit from too many special material and non-material advantages. Since the incorporated firms are administered according to the majority principle, the shareholders who have the great*

*amount of the shares obtain the management and the control of the firm. That situation makes it difficult for the minority shareholders who have the small amount of the shares, to escape from the pressure of the majority and to protect their rights. In that work the effect of the capital structures of the enterprises that are on operation at İMKB during the financial crises times to its performance is examined*

---

## GİRİŞ

İşletmelerde ortaklık hakkını hisse senetleri temsil eder. İşletmelerin hisse yapıları denetleme ve yönetme yetkisinin kime ait olduğunu gösterir. Denetleme ve yönetme yetkisinin bir gruba ait olması durumunda hisse yoğunluğu söz konusu olmaktadır. Hisse yoğunluğuna sahip olan grub, baskın hissedar olarak şirketi denetleme ve yönetme yetkisine de sahip olmaktadır. Buna bağlı olarak işletmenin performansı da etkilenmektedir. Çalışmada hisse ile ilgili temel kavramlar, Türkiye'deki işletmelerin hisse yapıları ve kriz dönemlerinde hisse yapılarının performanslarını nasıl etkilediği incelenmiştir.

## 1. İŞLETMELERDE HİSSE YAPISI VE YOĞUNLUĞU

Hisse yoğunluğunun işletme performansına olan etkilerinin açıklanabilmesi için hisse, hisse yoğunluğu kavramlarının açıklanması ve hisse yoğunluğunun nasıl meydana geldiğinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu bölümde bu kavramlar açıklanmıştır.

### 1.1. Hisse (Mülkiyet) Kavramı

Mülkiyet kavramı olarak, sadece toprak olarak düşünülmektedir. Gerçekte, mülkiyet terimi, bir varlığın kullanımını elinde bulundurma ve işleme hakkını ifade etmektedir. Bir kimse bir mülkiyete sahip olduğunda ekonomik güce sahip olur.<sup>1</sup> Mülkiyet varlığın üzerindeki kullanım hakkında karar verebilme yetkisidir ve bu yetki kanunlarla veya sözleşmelerle sağlanır.<sup>2</sup> Mülkiyet yasaları, herhangi bir piyasa ekonomisinin belirleyici ögesidir ve normal olarak ülkenin anayasası veya anayasal geleneği tarafından korunurlar. Bazı anayasalar veya hukuk sistemleri, (özellikle eski doğu bloku ülkelerinin sistemleri) özel mülkiyete hak tanımazlar. Son

---

\* Süleyman Demirel Üniversitesi Gölhisar Meslek Yüksekokulu Öğretim Görevlisi

<sup>1</sup> Şevki ÖZGENER, "Ekonomik Sistemler ve Ahlak", **Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:1, Isparta, 2000, s.178.

<sup>2</sup> Murat SEVER, "Efficient Ownership Patterns: Three Examples", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Bilkent Üniversitesi, Ankara, August, 1994, s.6.

yıllarda doğu ve orta Avrupa ülkelerinde, eski Sovyet Cumhuriyetleri'nde anayasa değişiklikleri yapılarak özel mülkiyete haklar tanınmıştır.<sup>3</sup>

Anonim şirketlerde ise mülkiyet hakkını hisse senetleri temsil etmektedir. Bir kişinin şirket üzerindeki hakkı elinde bulunan hisse ile temsil edilir. Ortaklık hakkını temsil eden hisse senetleri menkul kıymet sayılmış ve menkul kıymetler içerisinde tanımlanmıştır.

“Menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları kurulca belirlenen kıymetli evraktır.”<sup>4</sup>

Menkul kıymet sayılan ve sahibine belirli hak ve menfaatler sunan kıymetli evraklardan birisi de hisse senetleridir. Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde pay senedi çıkarabilen sermaye ortaklıklarının yasal şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir.<sup>5</sup>

Hisse senetleri örgütlenmiş sermaye piyasalarında veya örgütlenmemiş sermaye piyasalarında alınıp satılırlar. Sermaye piyasaları, “kısa süreli fonların uzun süreli fonlara, uzun süreli fonların yatırıma dönüştüğü; birikimi elde edenlerin gelir sağlama istemi ile bankaların kullanımına sunmaları ve başkalarına gelir verme karşılığında birikimi kullanma istemlerini karşılaştıran ve karşılıklı koşullarda anlaşan kişi ve kurumların toplamıdır.” Örgütlenmiş sermaye piyasaları menkul kıymet borsalarıdır. Bu piyasa, yatırım ve katılmalar gibi özellikle uzun süreli fonlara aracılık eder ve para bulma araçları olarak da genellikle hisse senedi ve tahvillerden yararlanır.<sup>6</sup>

Hisse senetleri sahibine bir takım haklar sunar. Ülkelerin düzenlemelerine bağlı olarak her ülkedeki hisse senedinin sahibine tanıdığı haklar farklı şekillerde oluşur. Örneğin, Çin'de borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin bazıları sahibine devir hakkı vermez yani bu hisseyi alan kişi bunu başkasına satamamaktadır. Aynı şekilde bazı hisse senetlerini ise sadece yabancılar alabilmektedir.<sup>7</sup>

<sup>3</sup> Işın ÇELEBİ, **Yeni Bir Düzen Anlayışı Özelleştirme**, Milliyet Yayınları, İnceleme/Ekonomi Dizisi, 2.Baskı, Nisan, 1995, s.s.150-151.

<sup>4</sup> Vural GÜNAL, **Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul 1997, s. 3.

<sup>5</sup> Selahattin TUNCER, **Türkiye'de Sermaye Piyasası**, İstanbul, 1985, s.205.

<sup>6</sup> Gültekin RODOPLU, **Türkiyede Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, No:459-692, İstanbul-1993, s.s. 9-10.

<sup>7</sup> Daqing QI, Woody WU, Hua ZHANG, “Shareholding Structure and Corporate Performance of Partially Privatized Firms: Evidence From Listed Chinese Companies”, **Pasific-Basin Finance Journal**, 8 February, 2000, s.s.592-593

## 1.2. Hisse Yoğunluğu (mülkiyet yoğunluğu) Kavramı

Hisse yoğunluğu kavramı yabancı literatürde “**Ownership Concentration**” olarak ifade edilmiştir. Hisse yoğunluğu, bir şirketin hisselerinin büyük bir kısmının tek bir kişi veya kişilerin elinde bulunmasıdır. Bir şirketin hisselerinin belirli kişiler elinde toplanması ve bu kişilerin hisse oranlarının diğer kişilerin hisse oranlarına göre büyük olması, şirket yönetiminin ve kontrolünün bu kişilere ait olması demektir.

Bir ortaklığı kontrol etme yetkisi değerlidir, çünkü kontrol eden tarafa bir çok özel menfaatler sağlamaktadır. Özel menfaatler hem maddi hem de gayri maddidir. Gayri maddi menfaatler kontrol pozisyonuyla ilgili güç ve prestij olmaktadır. Kontrol pozisyonundaki hissedarlar, genellikle azınlık hissedarlarında olmayan bir çok parasal menfaat kazanma yollarına sahiptirler. Örneğin, gerçek değerlerinin üstünde ücreti olan yönetim pozisyonlarında istihdam edilebilirler. Bunlar; aşırı miktarda harcama, lüks ofislerde çalışma, işletme imkanları ile seyahat giderlerinde bulunma gibi yarı finansal menfaatlerden yararlanabilirler. Ayrıca, ortaklık müşterilerinden onlarla ilgili bilgileri elde etme imkanları da vardır. Elde ettikleri bu bilgileri kendileri için kullandıkları ölçüde bu da kontrolün bir faydası olmaktadır. Bunların hiç biri olmasa bile temettü ödemelerini kendi yatırım ve tüketim cetvelleriyle uyuşacak şekilde ayarlamaları bile çoğunluk hissedarlarına kontrolün bir faydası olabilmektedir.<sup>8</sup>

Hisse yoğunluğuna sahip hissedarlar, (şirketi kontrol eden hissedarlar) şirket kazançlarını kendi çıkarları doğrultusunda yönünü değiştirerek rant elde edebilmekte veya şirket varlıklarını kendilerinin sahip olduğu diğer şirketler yararına kullanarak kazanç sağlayabilmektedirler.<sup>9</sup> Şirketin hisselerinin çoğunluğuna bir grup sahip olduğu zaman diğer azınlık hissedarlarının çok az değeri olmaktadır. Çünkü oylama haklarının bir kontrol mücadelesinde (eğer azınlıkta kalınıyorsa) çok az önemi vardır. Azınlık hissedarlarının oylama hakları ancak farklı yönetim kadroları arasındaki olanların oylarını elde etme mücadelesinde önemlidir. Veya bir çok hissedar olup ta kontrol eden bir grup (mülkiyet yoğunluğuna sahip) bulunmadığı zaman azınlık hissedarların oylama hakkı önemlidir.<sup>10</sup>

Anonim şirketler çoğunluk ilkesine göre yönetilirler, bunun sonucu olarak çoğunluk azınlığa karşı baskı kurabilmektedir. Fakat, çoğunluğun baskısından kurtulmak ve menfaatlerini diğer ortaklara karşı korunmak için azınlık haklarından yararlanılabilmektedir. Şirket esas sermayesinin onda birine sahip olanlar azınlık olarak kabul edilmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi şirketlerde yani halka açık anonim şirketlerde ise, küçük

<sup>8</sup> Kee. H. CHUNG, Jeong-Kuk KİM, “Corporate Ownership and the Value of a Vote in an Emerging Market”, *Journal of Corporate Finance*, May, 1999, s.s.35-36.

<sup>9</sup> B. Burçin YURTOĞLU, “Ownership Structure, Cash Flow, and Investment: Evidence from Turkish Business Groups”, Working Papers, University of Vienna, s.13.

<sup>10</sup> Kee. H. CHUNG, Jeong-Kuk KİM, a.g.m., s.37.

yatırımcıların borsada korunması için şirket esas sermayesinin yirmide birine sahip olanlar azınlık olarak kabul edilmektedir.

Anonim Şirketlerin kurucuları ve yönetim kurulu üyeleri doğrudan doğruya kendilerine ait olmayan bir mal varlığı üzerinde söz sahibi olmaktadır. Bu kurucu ve yöneticilerin, yetkilerini kötüye kullanarak ortaklığı ve dolaylı olarak da diğer hisse sahipleri ile ortaklık alacaklılarını zarara uğratmalarının önlenmesi bakımından denetlenmeleri zorunlu olmaktadır. Denetleme dar ve geniş anlamda iki türlü olmaktadır. Dar anlamda denetim şirketin devamlı denetleme organı olan denetçiler tarafından yapılırken, geniş anlamda denetleme azınlık tarafından yapılan denetleme işlemidir.<sup>11</sup>

Berle ve Means, şirket kontrolünü yönetim kurulunun çoğunluğunu seçme gücü olarak ifade etmiştir ve şirketleri kontrol edilme açısından aşağıdaki şekilde sınıflandırmıştır;<sup>12</sup>

- **Özel Mülkiyetli Şirketler (Privately Owned):** Şirketin baskın olan (largest) hissedarının, şirket hisselerinin %80 den fazlasına sahip olduğu şirketlerdir.

- **Çoğunluk Kontrollü Şirketler (Majority Controlled):** Şirketin baskın hissedarının, şirket hisselerinin %80'inden az %50'sinden fazlasına sahip olduğu şirketler ise çoğunluk kontrollü şirketlerdir.

- **Azınlık Kontrollü Şirketler (Minority Controlled):** Şirketin baskın olan paya sahip hissedarının, hisselerin %50'sinden az %20'sinden fazlasına sahip olduğu şirketlerdir. Bu şirketler, oylama hisselerinin yarısından az fakat önemli bir kısmını elinde bulunduran hissedarlar tarafından kontrol edilir.

- **Yasal Araçlar Tarafından Kontrol Edilen Şirketler (Controlled By Means Of A Legal Device):** Şirketlerin, yasal imkanların tanıdığı araçlar kullanılarak kontrol edildiği firmalardır. Örneğin, holdingler yatırım yaptıkları şirketlerde yönetimde ve kontrolde söz sahibi olmak için holdingleşerek şirket hisselerini toplamaktadırlar.

- **Yönetim Kontrollü Şirketler (Management Controlled):** Şirketin yönetim tarafından kontrol edildiği şirketlerdir. Yönetim şirket sahiplerinden olabileceği gibi dışarıdan atanmış kişilerden de oluşabilmektedir.

Monsen ve Downs ise şirketleri kontrol edilme açısından maliklerin yönettiği firmalar ve yönetimsel firmalar olarak ikiye ayırmışlardır;<sup>13</sup>

<sup>11</sup> Abdurrahman KAVASOĞLU, "Anonim Şirketlerde Özel Denetçi", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 1999, s.s.1-2.

<sup>12</sup> Selim SİDİ, "The Effects of Ownership Structure on Corporate Performance", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bilkent Üniversitesi, Ankara, 1996, s.s.4-5.

<sup>13</sup> R. J. MONSEN, A. DOWNS, "A Theory of Large Managerial Firms", *Journal of Political Economy*, 1965, s.73.

- **Maliklerin Yönettiği Şirketler:** Şirketin sahibi ve yöneticisinin aynı olduğu firmalardır.

- **Yönetimsel Şirketler:** Yöneticilerin şirkette hiçbir kontrol hissesine sahip olmadığı firmalardır. Yönetimsel firmaları da, bir kişi veya birkaç kişiden oluşan grubun kontrol ettiği **yoğunlaştırılmış yönetimsel şirketler** ve bir grubun kontrolünde olmayan **yaygınlaştırılmış yönetimsel şirketler** olmak üzere iki başlık altında incelemiştir.

### 1.3. Hisse Yoğunluğunu Etkileyen Temel Etkenler

İşletmelerin hisse yoğunlukları, yasal düzenlemelere ve ekonomik koşullara bağlı olarak değişmektedir. Halka açık olmayan veya halka açık olan işletmelerdeki hisse yoğunluğu; işletme sahiplerinin ekonomik tercihleri, yönetimde bulunma ve denetlemede aktif olma isteklerine, işletmelerin kurumsal yapısına, büyüklüğüne, kuruluş şekli ve hukuki yapısına göre değişebilmektedir. Aşağıda hisse yoğunluğuna etki eden unsurlar açıklanacaktır.

#### - Ortakların Kontrol Haklarının Daraltılması

Halka açık olmayan işletmelerde genellikle aile bireylerinden oluşan ortakların yönetimi söz konusu iken, halka açılma durumunda çok sayıda ortakla ve aile dışından yönetim söz konusu olabilmektedir. Bunun sonucu olarak da işletmenin eski ortakları daha önce alışmadıkları bir yönetim biçimi ile karşılaşabilmektedirler. Halka açılma oranı ne olursa olsun, toplumun dikkati işletme üzerinde toplanmakta ve yönetimi de eskisine göre daha dikkatli davranma zorunluluğu hissetmektedir. Ayrıca, bu durum yöneticileri, kontrol yetkisinin daralacağı düşüncesiyle halka açılmaktan vazgeçirebilmektedir.<sup>14</sup>

Fakat halka arz ile birlikte yönetimde kontrolün kaybına neden olunuyorsa, ilgili hisse senetlerinin dolaşıma çıkmayacağı konusunda halkın bilgilendirilip dolaşıma engel olunabilme imkanı bulunmaktadır. Önceden bilgilendirilmek suretiyle, imtiyazlı hisse senedi de çıkarılabilecek ancak dolaşıma sunulmayabilecektir. Türkiye’de şirketler yönetimde kontrolü kaybetmemek için, imtiyazlı hisse (Altın hisse) bastırılması yoluna gidebilmektedir.<sup>15</sup>

#### - İşletmeyle İlgili Bilgilerin Kamuoyuna Açıklanması

Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi halka açık anonim ortaklıkların zorunlu mali tabloları ile menkul kıymetin piyasa değerini etkileyebilecek üretim, finans ve yönetim faaliyetlerindeki gelişmelere ilişkin bilgilerin sürekli ve periyodik olarak kamuya açıklanması zorunlu tutulmaktadır.<sup>16</sup> Bu

<sup>14</sup> Hayrettin USUL, “İşletmelerin Halka Açılma Sürecinde Dış Denetimin Yatırımcı Kararına Etkileri”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, SDÜ, SBE, Isparta, 2000, s.17.

<sup>15</sup> Meral Varış TEZCANLI, Oral ERDOĞAN, **Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, İMKB Araştırma Yayınları, No:8, İstanbul, Mayıs 1996, s. 206.

<sup>16</sup> Meral Varış TEZCANLI, Oral ERDOĞAN, **Avrupa Birliği Sermaye...**, a.g.e, s.216.

durum, bilgilerin açıklanmasını istemeyen firmalar için halka açılmayı olumsuz kılan bir unsur olabilmektedir.<sup>17</sup>

### - İşletmenin Esnekliğini Kaybetmesi

Halka açık işletmeler halka karşı sorumluluklar yüklendiğinden, işletme sahipleri yönetimde bazı esneklikleri kaybetmektedirler. Halka açılmadan önce işletme sahipleri bir takım iş ve yatırım fırsatları için çok çabuk karar alabilirken, halka açılma sonucunda bu tip fırsatlarda hissedarları bir araya toplayıp karar almak uzun bir süreç gerektirdiğinden, halka açılan işletmelerin bu süreci yerine getirmesine kadar geçecek zaman içinde bu fırsatları kayıp etme riski söz olabilmektedir.<sup>18</sup>

### - Ortaklara Kar Payı Ödenmesi Gerekliliği

Yatırımcı ve “azınlık” hissedarlar ile yönetim arasında en çok tartışmalara neden olan konu kar payı politikasıdır. Genelde hissedarlar daha cömertçe kar payı dağıtılmasını talep etmektedirler. Yönetimde “şirketin gücünü arttırmak için” kazanılanı işletmede tutmaya öncelik vermektedir.<sup>19</sup> Bu nedenle kapalı bir işletme halka açılırsa belirli bir kar dağıtım politikası belirlemek zorundadır. Bu durumda kapalı bir işletmede alışılmamış yeni bir dağıtım politikasının saptanması gerekecek ve işletme kendini sürekli olarak bu baskı altında hissedebilecektir. Üstelik, kar paylarının ödenmesi zorunluluğu da işletmeyi finansman güçlükleri içine sokabilmektedir.<sup>20</sup>

## 2. TÜRKİYE’DEKİ İŞLETMELERİN HİSSE YOĞUNLUĞU

Türkiye’deki büyük işletmelerin tamamına yakın bir kısmı şirketler grubu içerisinde birbirine bağlı bulunmaktadır. Bu şirketler grubu bir holding şirketi etrafında teşkilatlanmış ve tek bir ailenin veya az sayıda ortak ailelerin yatırımlarının sonucu oluşmaktadır. Aileler bu şirketleri, gerektiğinde aralarında kaynaklar ve personelin değiştirilebileceği uyumlu bir gövde olarak bir arada tutmaktadırlar. Şirket gruplarından bazıları, grup şirketlerinin ana bankası olarak hizmet veren bir bankaya sahiptir. Şirketler grubu azınlık hissedarlarının oy haklarını çok sayıda firmaya yayarak ve nihai hissedarın oy haklarını en üstte yoğunlaştırmak suretiyle bir piramit oluşturmaktadırlar. Bu şekilde bir çok şirket, mülkiyet ilişkilerinden oluşan bir zincir vasıtasıyla piramidin en üstündeki aynı firma ile kontrol edilmektedir.<sup>21</sup>

<sup>17</sup> Cevat SARIKAMIŞ, Nurhan AYDIN, Güven SEVİL, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Açık Öğretim Fakültesi Yayınları, No:526, Eskişehir, 13 Kasım 2001, s.47.

<sup>18</sup> Hayrettin USUL, a.g.t., s.18.

<sup>19</sup> Benjamin GRAHAM, **Akıllı Yatırımcı**, Scala Yayıncılık, (Çev:Ali PERŞEMBE), Ocak, 1999, s.243.

<sup>20</sup> Hayrettin USUL, a.g.t., s.19.

<sup>21</sup> B. Burçin YURTOĞLU, “Ownership Structure, Cash Flow...”, a.g.m., s.s.5-6.

Aileler, bir holding şirketin çoğunluk kontrolünü ellerinde tutmaktadırlar ve aynı zamanda bu şirket de piramitsel bir yapının oluşmasına izin verecek şekilde bir çok diğer şirkette hisselerine sahiptir. Ayrıca, şirketlerin bir holding şirketi etrafında hiyerarşik bir biçimde birbirinin hisselerine sahip oldukları durumlarda görülmektedir. 1998 yılı itibariyle yapılan araştırmada Türkiye'deki en büyük 500 şirketin 314'ünün bir şirket grubuna bağlı olduğu belirlenmiştir.<sup>22</sup> Borsaya kayıtlı bulunan şirketlerin çoğunluğunda nihai hissedarlar aynı zamanda şirketi aktif olarak yöneten ailelerdir. Şirketlerin kurullarının büyük bir kısmı aile üyelerinden oluşmaktadır.<sup>23</sup>

1997 yılı itibariyle, 147 adet sanayi şirketinden 96 tanesi bir grup şirketine ait iken geriye kalan 51 şirket ise bağımsız şirket, yani hiçbir şirket grubuna ve holdinge bağlı olmayan şirkettir. Örneğin, 21 adet tekstil şirketinden 15'i bir şirket grubuna bağlı iken 6 adedi bağımsız şirketlere aittir.<sup>24</sup>

Hisse yoğunluğu olarak, bağımsız şirketlerde en büyük hissedar hisselerin ortalama olarak %49.75'ine sahiptir. Grup şirketlerinde en büyük hissedarın sahip olduğu hisse oranı ise ortalama olarak %40.79'dur. Tüm şirketlerde ise en büyük hissedar hisselerin %43.94'üne sahiptir. Oylama hakkına göre ise, bağımsız şirketlerde en büyük hissedar oyların (nihai olarak) %56.22'sine sahipken, şirket gruplarındaki en büyük nihai hissedar oyların %59.99'una sahiptir.<sup>25</sup>

Finansal şirketler (bankalar, sigorta şirketleri ve diğer finansal şirketler) kayıtlı 62 şirketin hisselerinin %28.29'unu ellerinde tutmaktadırlar. Aileler 128 şirketin hisselerinin %27.19'una sahipken, işçi birlikleri ve kooperatifler ise 6 şirketin yaklaşık olarak %34.76'sına sahip bulunmaktadır.<sup>26</sup>

Tablo 1: Hissedar Gruplarına Göre Hisse Payları (Doğrudan)

Hissedar Grupları	Şirket Sayısı	Oran (%)
Holding Şirketler	143	36.14
Finansal Olmayan Şirketler	139	31.67
Finansal Şirketler	62	28.29
Aileler	128	27.19
İşçi Birlikleri ve Kooperatifler	6	34.76

**Kaynak:** B. Burçin YURTOĞLU, "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", **Emprica**, Kluwer Academic Publishers, 2000, s. 202.

<sup>22</sup> A.g.m., s.s.5-6.

<sup>23</sup> A.g.m., s.15.

<sup>24</sup> A.g.m., s.31.

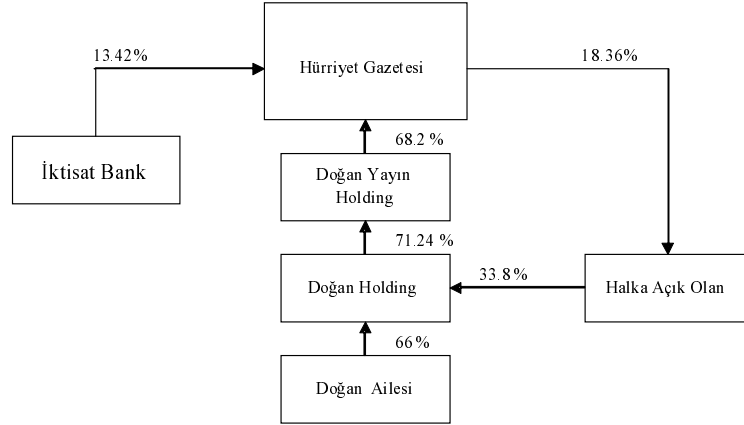
<sup>25</sup> A.g.m., s.27.

<sup>26</sup> B. Burçin YURTOĞLU, "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", **Emprica**, Kluwer Academic Publishers, 2000, s.s.200-202.



Türkiye’de de çoğu Avrupa ülkesinde olduğu gibi hisse yoğunlaşması iki farklı şekilde sağlanmaktadır. Nihai hissedar adı verilen Aileler veya az sayıdaki ailelerden oluşan şirket grubu, piramitsel veya kompleks yapılaşma yoluyla hisselerin çoğunluğuna sahip olabilmektedir. Aşağıda piramitsel ve kompleks yapılaşma ile hisse yoğunluğunun nasıl sağlandığı örneklerle açıklanmaya çalışılmıştır.

Şekil 1: Piramitsel Mülkiyet Yapısı (Hürriyet Gazetesi Örneği)

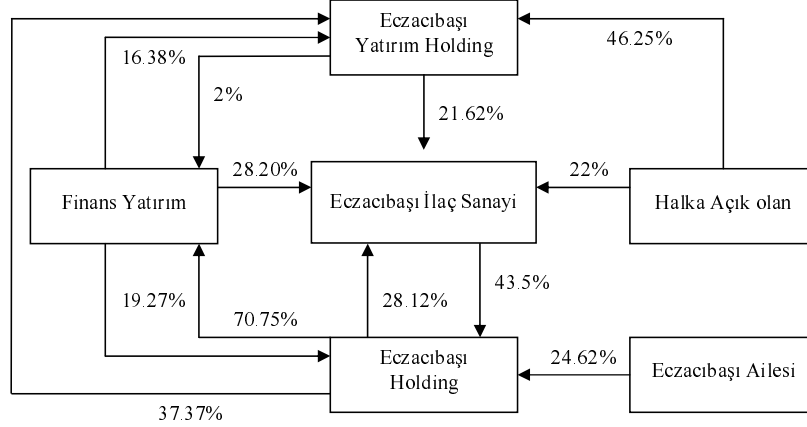


**Kaynak:** a.g.e., s. 203.

Piramitsel yapıda yukarıdaki şekle göre hisse yoğunluğunun nasıl elde edildiği görülmektedir. Hürriyet gazetesi halka açık bir şirkettir. Bu şirketin hisselerinin %18.36'sı halka açıktır. %13.42'lik kısmı ise İktisat Bankasına aittir. Geriye kalan %68.2'lik kısım ise, Doğan Yayın Holdinge aittir. Doğan Yayın holdingin de %71.24'ü Doğan Holdinge aittir ve Doğan holdingin %66'sıda Doğan Ailesine aittir. Bu durumda, Doğan Ailesi (Aydın Doğan) nihai olarak Hürriyet Gazetesinin hisselerinin çoğunluk kısmına sahip olmaktadır. Aydın Doğan, çoğunluk hisselerinin %68.2'sini ve gelirlerin ise %32.1'lik ( $\%68.2 \times \%71.2 \times \%66 = \%32.1$ ) bir kısmını kontrol etmektedir.<sup>27</sup>

<sup>27</sup>

Şekil2: Kompleks Mülkiyet Yapısı (Eczacıbaşı İlaç Sanayi Örneği)



**Kaynak:** a.g.e., s. 204.

Kompleks yapıda ise, birden fazla şirket bulunmakta ve her şirket diğer şirketin hisselerine karşılıklı olarak sahip olmaktadır ve bu şirketlerin temelinde de en büyük hisseye sahip olan bir aile bulunmaktadır. İlaç sektöründe faaliyet gösteren Eczacıbaşı ilaç şirketinin hisse yapısı aşağıdaki şekilde gösterilmektedir. Eczacıbaşı grubu Eczacıbaşı ailesi tarafından kurulan ve kontrol edilen iki holding şirkete sahip bulunmaktadır. Bu holding şirketlerden birisi borsada işlem görmeyen Eczacıbaşı Holding, diğeri ise borsada işlem gören Eczacıbaşı Yatırım Holding'tir. Bu iki holding şirketi de şirketler grubuna ait olan şirketlere sahip bulunmaktadır. Eczacıbaşı İlaç Sanayi Eczacıbaşı Holdingin %43.5'ine sahiptir. Bu holdingin geriye kalan iki en büyük hisseye sahip hissedarları ise yine bu gruba ait olan şirketlerden oluşmaktadır. Sonuçta nihai olarak Eczacıbaşı Ailesi Eczacıbaşı İlaç Sanayinin oy haklarının %78'ine sahip olmaktadır.<sup>28</sup>

### 2.1.Halka Açık Olmayan İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

Dünya'da ve Türkiye'de küçük ve orta ölçekli şirketlerin (ortaklıkların) önemli bir kısmı aile şirketi özelliklerine sahiptir. Türkiye'de kurulan her 100 ortaklıktan 90'ı aile şirkettir.<sup>29</sup> Yasal olarak ortak sayısı 250'nin üzerinde olan işletmeler halka açık sayıldığı için başlangıçta aile şirketi olarak kurulan işletmeler zamanla sermaye ihtiyacı dolayısıyla veya büyümeleri sonucunda halka açık şirketler şekline dönüşmektedirler.

Ocak-Kasım 2001 döneminde DİE tarafından hazırlanan verilere göre, Türkiye'de toplam 27.255 adet şirket kurulmuştur. En fazla tercih edilen şirket türü ise 24.448 adetle limited şirkettir. Bu dönemde kurulan

<sup>28</sup> B B in n s i nt a s  
<sup>29</sup> .  
 a n k İstan s **Büyüyen ve Gelişen Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma** a at

anonim şirket sayısı ise 1.899'dur. Yani yaklaşık olarak kurulan her 27 şirketten 1'i anonim şirkettir.

2001 yılında halka açılan şirket sayısı ise, 35 adettir. Bu şirketlerin büyük bir kısmı yeni kurulmayıp sermaye artırımını veya ortak satışı yoluyla halk açılan şirketlerdir. 2000 yılında LİO Yağ Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketi %45.15 oranında halka arz yapmıştır. Nuh Çimento Sanayii Anonim Şirketi ise, %5'lik bir oran ile sermaye artırımını yoluyla halka açılmıştır. Türkiye'de 1990-1998 döneminde toplam 31.909 adet anonim şirket kurulurken aynı dönemde halka açılan anonim şirket sayısı ise toplam 219'dur.<sup>30</sup>

Girişimin oluşması ve büyümesi büyük miktarlarda yabancı kaynaklara ihtiyaç duyulması, sahiplik ile yönetim arasındaki ilişkiyi farklılaştırmıştır. Fonları sağlayan finansal kuruluşlar normal olarak firmaların yönetim kurullarına part-time temsilciler yerleştirmişlerdir. Bu tip işletmelerde maaşlı yöneticiler özellikle büyük miktarda sermaye yükseltilmesi ve harcanması gibi önemli idari kararları bankaların ve diğer finansal kurumların yöneticileri ile paylaşmak zorunda kalmışlardır.<sup>31</sup> Bu gelişmeler ve işletmelerin hukuki yapısı, büyüklüğü, faaliyet gösterdiği sektör ve işletme sahiplerinin düşünceleri şirketlerin halka açılmasını engelleyebilmektedir.

## 2.2. Halka Açık İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

Halka açık işletmeler topladıkları tasarrufları güven, açıklık ve kararlılık içinde yatırımlara arz eden çok ortaklı bir anonim şirket türüdür.<sup>32</sup>

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 11. Maddesi halka açık şirketi, "pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortakların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar" şeklinde tanımlamıştır.

Kurumlar Vergisi Kanununun 2.Maddesi ise, halka açık işletmeleri "2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre Sermaye Piyasası Kurulu'nca halka açık anonim şirket olduğu kabul edilen şirketler bu kanunun ve Gelir Vergisi Kanunu uygulaması bakımından "halka açık şirket sayılır" şeklinde tanımlamıştır

Halka açık işletmeler kuruluşta halka açık olarak kurulabileceği gibi, sonradan hisselerini halka arz ederek de (halka açılma yoluyla) halka açık şirket haline gelebilirler. Halka açılma; Sermaye Piyasası Kurulunun "Hisse

<sup>30</sup> İ B tas n Halka Açılan Şirketler 1998 İ B a n a ki  
S S

<sup>31</sup> at ki t a s tkin ik İ i kisi k a i k a a n i  
a an a kt a i a a a ni sit si İ stan s

<sup>32</sup> t kin Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşları ve Analizleri  
at aas İ stan s

Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nde şöyle tanımlanmıştır:<sup>33</sup> “Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka açık anonim ortakların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını” ifade eder.

Sermaye Piyasası Kanunu' un 3-c ve 6. maddeleri halka arzı (halka açılmayı), sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan “halka çağrı” da bulunmak olarak belirlemiştir. Her türlü yoldan kavramı; ister yazılı, ister sözlü, isterse resimli olsun halka çağrı kavramına bağlanmaktadır.

Halka çağrı yolu ile halka arz “iradi” bir yoldur. İşletme yöneticileri belli usulleri uygulayarak, ama her şeyden önce kendi iradeleri ve oluşturdukları kişisel kararları ile halka arz yaparlar; başka bir ifade ile “halka çağrı ile halka arz yolu” ihraççının “olumlu bir karar almasını gerektiren bir yoldur”.<sup>34</sup>

İMKB'de işlem gören halka açık şirket sayısı, 1999 yılında 298 adettir. AB borsalarında ortalama bazda 1.058 şirket işlem görmektedir. Fakat bu oranın yüksek olması Almanya ve İngiltere borsalarında işlem gören şirketlerin fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Örneğin, Almanya'da 1999 yılı itibariyle 8.798 şirket borsada işlem görmektedir. Avrupa Birliği ülkeleri ile karşılaştığımız zaman, Türkiye'deki işlem gören şirket sayısı 15 Avrupa Birliği ülkesinin 9'undan daha fazladır.<sup>35</sup> 2000 yılı itibariyle 303 şirket İMKB' ye kote edilmiş olarak işlem görmektedir.

Tablo 2: İMKB' de İşlem Gören Şirketlerde Hisse Yapıları

	Şirket Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Halka Açıklık Oranı	303	0.92	99.89	32.94	19.08
En Büyük Hissedarın Payı	303	0.06	99.08	43.12	20.21
En Büyük Üç Hissedarın Payı	303	0.11	99.08	59.83	19.50

**Kaynak:** <http://www.imkb.gov.tr/sirket.htm>'deki şirketlerin hisse oranları verilerinden elde edilerek düzenlenmiştir. (2002)

<sup>33</sup> SPK, Tebliğ Seri:1

<sup>34</sup> a Hukuki Açından..., a s  
<sup>35</sup> a i ka tt k a i nt B a  
 i asa na i ka tt k a i asa İ B'nin i i i İMKB  
 Dergisi a isan a s a i an s

Yukarıdaki tabloya göre, İMKB’de işlem gören 303 şirketin halka açıklık oranı ortalama olarak %32.94’dür. Yani şirketlerin hisselerinin ortalama olarak %32.94’ü halka arzedilmiştir. Halka açıklık oranı %0.92 ile %99.89 arasında değişmektedir. Net Holding’in halka açıklık oranı %99.4 tür. Halka açıklık oranı %0.92 olan şirket ise Türkiye Kalkınma Bankasıdır.

Halka açıklık oranının düşük olması sebepleri ise, şirketlerin zorunlu halka açıklık oranları için belirtilen rakamların üzerine şirketler tarafından çıkılmaması ve genellikle gerekli olan en az oranla halka arz yapılmasıdır. Türkiye’de halka açıklık oranı en az %15 dir. Halbuki bu oran AB ülkelerindeki düzenlemelerde %25 dir. Türkiye’de bu oranın düşük tutulması halka açılmanın özendirilmesi amacını taşımaktadır.<sup>36</sup>

En büyük hissedarın payı, ortalama olarak %43.12’dir ve en büyük hissedarın 303 şirket içindeki hisse yoğunluk oranı ise %0.06 ile %99.08 aralığında değişmektedir. Net Holding’de en büyük hissedarın payı 0.06 iken Türkiye Kalkınma Bankası’nda %99.08’dir

En büyük üç hissedarın hisse yoğunluk oranı ise, ortalama olarak %59.83’ dür. İMKB’de halka açık şirketlerin hisselerinin yaklaşık olarak %60’ı üç hissedara aittir. Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de halka açık şirketlerin çoğunluk hisseleri az sayıdaki şirket ortağına aittir. Bu durum şirketin yönetimi ve kontrolü üzerinde çoğunluk hissedarlarına geniş yetkiler sağlayabilmektedir. Çünkü anonim şirketlerde, %50’ den fazla paya sahip olan ortak karar almada ve alınan kararları uygulamada geniş yetkilere sahip olabilmektedir. Ayrıca; şirket hisselerinin çok fazla ortak arasında dağılmış olduğu şirketlerde, %20 oranında hisseye sahip olan şirket ortağı denetleme ve yönetim konusunda geniş yetkilere sahip olabilmektedir.

### 3. UYGULAMADA KULLANILAN YÖNTEM VE MODELLERİN KURULMASI

Uygulamada; İMKB’de işlem gören şirketlerin hisse yoğunluklarının, şirket performansını nasıl etkilediğini belirleyebilmek için uygulamaya konu olan şirketlerin hisse yoğunluğu ve performans ölçütleri belirlenerek, backward yöntemi ile regresyon analizi yapılacaktır.

#### 3.1. Uygulamanın Konusu

Uygulamada; İMKB’de işlem gören şirketlerin hisse yoğunluklarının, 1994 finansal krizinin yaşandığı dönemde İMKB’de 1993 – 1995 yılları arasında işlem gören 112 şirketin hisse yoğunluklarının, şirketlerin performansına nasıl etki yaptığının belirlenmesi amacıyla regresyon modeli kullanılacaktır.

<sup>36</sup> a a . a . Avrupa Birliği Sermaye..., s

### 3.2. Uygulamanın Kapsamı

Uygulamaya konu olan şirketler İMKB’de işlem gören şirketlerden seçilmiştir. Bu şirketler belirlenirken uygulamaya esas alınan dönemler içerisinde sürekli işlem gören ve 1993-1997 yılları arasında faaliyet gösteren şirketler çalışmada esas alınmıştır. Belirtilen dönem içerisinde faaliyet gösteren şirketlerden mali sektöre ait şirketler çalışmada belirlenen performans ölçütlerine uygun performans ölçütlerine sahip olmadığı için çalışmaya dahil edilmemiştir. Dolayısıyla, mali sektör dışında İMKB’de işlem gören 112 şirketin verileri kullanılarak uygulama gerçekleştirilmiştir.

1994 finansal krizinin şirketlerin hisse yoğunluğu ile performansları arasındaki ilişkiyi daha iyi göstermesi açısından kriz öncesi yıl olan 1993 yılı, krizin yaşandığı 1994 yılı, krizden sonraki yıl olan 1995 yılları kriz dönemi olarak incelenmiştir.

### 3.3. Uygulamada Kullanılan Veriler

Çalışmada, 1993 - 1995 yıllarını kapsayan dönemde sürekli olarak İMKB’de işlem gören ve mali sektör dışında faaliyet gösteren 112 şirketin yıllık hisse yoğunluğu kriterine ve performans kriterlerine göre hazırlanan veriler kullanılmıştır. Her yıl itibarıyla 112 şirketin halka açıklık oranları, en büyük hissedarı ile en büyük üç hissedarının sahip olduğu sermaye payı, piyasa değeri, karlılık oranları ve büyüme hızı oranları tablolar halinde hazırlanarak regresyon modelinde kullanılmıştır.

Model için 1993 – 1995 döneminde 112 şirketin 17.920 adet hisse yoğunluk, hisse sahiplik ve performans verisi tablolar halinde düzenlenerek, SPSS programıyla sonuçlar alınmıştır.

### 3.4. Modelin Kurulması

Uygulamada şirket performansı bağımlı değişken, hisse yoğunluğu, devletin payı, yabancıların payı, yöneticilerin payı ve holdinglerin payı ise bağımsız değişken olarak alınmıştır. Hisse yoğunluğunun şirketlerin performanslarına olan etkisini ölçebilmek için aşağıdaki regresyon modeli kullanılmıştır.

$$\text{Model: } \text{PERFORMANS}_i = \alpha + \beta_1 \text{ Hisse Yoğunluğu} + \beta_2 \text{ Devlet} + \beta_3 \text{ Yabancı} + \beta_4 \text{ Yönetici} + \beta_5 \text{ Holding} + e_i$$

Modelde kullanılan notasyonlar şunlardır.

Performans = Piyasa değeri, karlılık oranı ve büyüme kriterlerine göre belirlenmektedir.

$\alpha$  = Sabit

$\beta$  = Bağımsız değişkenlerin regresyon katsayısı

$e_i$  = hata terimi

#### 4. VERİ SETİNİN HAZIRLANMASI

İMKB’de işlem gören 112 şirketin hisse yoğunlukları ile ilgili veriler İMKB tarafından yayınlanan ve şirketlerin sermaye payları ile halka açıklık oranlarının ayrıntılı olarak açıklandığı şirketler yıllığından elde edilmiştir. En büyük üç hissedarın sahip olduğu sermaye payı ise hisselerin çoğunluk kısmına sahip olan ortakların hisse oranları toplanarak elde edilmiştir.

Çalışmaya konu olan 112 şirketin 1993 – 1995 dönemlerinde her yıl için hisse yoğunluk oranları dört grup altında incelenmiştir. Tüm şirketler; belirli kıstaslara göre holdinglerin sahip olduğu ve olmadığı, devletin sahip olduğu ve olmadığı, yöneticilerin sahip olduğu ve olmadığı, yabancıların sahip olduğu ve olmadığı şirketler olarak gruplandırılmıştır. Eğer bir şirketin %1 ve daha fazla bir hissesine holdingler sahipse bu şirketler holdinglerin hissedar olduğu şirketler olarak kabul edilmiştir. Aynı şekilde devlet, yönetici ve yabancılar bir şirketin %1 ve daha fazla hissesine sahipse o şirketlerde devletin, yöneticilerin ve yabancıların hissedar olduğu şirketler olarak kabul edilmiştir.

Şirketlerin performansları ile ilgili veriler ise İMKB’nin web sayfasında yer alan finansal tablolardan elde edilerek tablolar haline getirilmiştir. Web sayfasında finansal tablolar bölümünde 1992 yılından 1997 yılına kadar olan tablolar; 3, 6, ve 12 aylık dönemler itibariyle verilmiştir. Çalışmada 12 aylık veriler kullanılmıştır.

##### 4.1. Uygulamada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

İMKB’de işlem gören 112 şirketin 1993, 1994 ve 1995 yıllarına ait hisse yoğunluk ve performans oranlarına göre bulunan tanımlayıcı istatistiklerine göre, HAO %0.67 ile %95.89 aralığında değişmektedir. Kriz dönemi itibariyle şirketlerin ortalama halka açıklık oranları %23.65’dir. EBHP ile EBÜHP %0 ile %99.28 aralığında değişiklik göstermektedir. Bazı şirketlerde en büyük hissedar hisselerin %99.28’ine sahiptir. EBHP ortalama olarak %29.11’dir. EBÜHP ise ortalama olarak %46.44’tür. Kriz döneminde İMKB’de işlem gören şirketlerde en büyük paya sahip olan üç hissedarın payı yaklaşık olarak %50’dir.

Performansları incelendiği zaman, KR2, KR3 ve KR4 ortalama olarak 112 şirket için bu dönemde sırasıyla %31.45, %11.31 ve %9.50 olarak bulunmuştur. Büyüme kriterleri açısından incelendiği zaman ise, B01 ve B03 oranları ortalama olarak %96.58 ile %93.22 olarak bulunmuştur. Büyüme kriterleri, karlılık kriterleri ve piyasa değeri kriterleri açısından karşılaştırıldığı zaman ortalama olarak daha yüksek oranlara sahip oldukları görülmektedir. BR5 oranı ise ortalama olarak %5.12 bulunmuştur.

Tablo 3: Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

	Min.	Max.	Ortalama	Standart Sapma
<b>Mülkiyet Yoğunluğu</b>				
B				
B				
<b>Performans Kriterleri</b>				
<b>Karlılık Kriterleri</b>				
<b>Piyasa Değeri Kriteri</b>				
B				
<b>Büyüme Kriterleri</b>				
B				
B				
B				

#### 4.2. Uygulama Sonuçları Ve Değerlendirme

Aşağıdaki tablolar kriz dönemindeki (1993 yılı, 1994 yılı ve 1995 yılı) İMKB'de işlem gören şirketlerin halka açıklık oranı (HAO), en büyük hissedarın payı (EBHP), en büyük üç hissedarın payı(EBHP) oranları ile ölçülen hisse yoğunluklarının şirketlerin net kar marjına (KR2), aktif karlılık oranına (KR3), öz sermaye karlılık oranına (KR4), piyasa değeri/defter değeri oranına (BR5) ve satışların büyüme hızı (B01) ile aktif büyüme hızı (B03) oranlarına olan etkilerini göstermektedir.

Bu modelde bağımlı değişken olarak KR2, KR3, KR4, BR5, B01 ve B03 belirlenmiştir. Bağımsız değişkenler ise şirketlerin halka açıklık oranı (HAO), en büyük hissedarın payı (EBHP), en büyük üç hissedarın payı(EBHP), devlet (D), yabancı (Y), yönetici (Y1) ve holding (H) dir.

Kriz dönemine ait olarak bağımlı değişkenler ve bağımsız değişkenler için yapılan korelasyon analizi sonuçları ekler kısmında verilmiştir. (Bkz. Ek 5)

Regresyon analizinde bacward yöntemi, modelde bütün değişkenleri analize sokmaktır. Aralarında anlamsız olanları modelden çıkararak geriye kalan değişkenlerle tekrar çalışmakta ve parametrelerin anlamlı olup olmadığını tekrar test etmektedir. Bu işlemi modelde bağımlı değişkeni açıklayan en anlamlı parametreler bulununcaya kadar devam ettirmektedir.



#### 4.2.1. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Net Kar Marjına Etkisi

4. tablo KR2 bağımlı değişkeni için yapılan analiz sonucunda elde edilen en anlamlı parametreleri göstermektedir. Yapılan analiz sonucunda, KR2 ile EBHP ve devlet arasında istatistiksel olarak önemli ilişkiler olduğu bulunmuştur. Ayrıca modelin sabit değerleri ve F istatistikleri de anlamlı bulunmuştur. KR2 ile EBHP arasında pozitif, devlet arasında negatif ilişki bulunmuştur. Kriz döneminde EBHP arttıkça şirketlerin net kar marjı artmaktadır. Fakat devletin sahip olduğu şirketlerde ise EBHP ile EBÜHP ve HAO artması durumunda, net kar marjı azalmaktadır. Şirketin en büyük hissedarının payının %1 oranında artması net kar marjını %1.006 oranında arttırmaktadır.

Tablo 4: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Net Kar Marjına Etkisi

$$\text{Model: } KR2_i = \alpha + \beta_1 \text{ HAO} + \beta_2 \text{ EBHP} + \beta_3 \text{ EBÜHP} + \beta_4 \text{ Devlet} + \beta_5 \text{ Yabancı} + \beta_6 \text{ Yönetici} + \beta_7 \text{ Holding} + e_i$$

Performans Kriteri	Sabit ( $\alpha$ )	EBHP	Devlet	R <sup>2</sup>	F
KR2	13.089	1.006	-42.114	0.027	4.706
(Önem Derecesi)	(0.339)	(0.005)	(0.051)		(0.010)

#### 4.2.2. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Aktif Karlılık Oranına Etkisi

KR3 bağımlı değişkeni ve diğer bağımsız değişkenler modele sokulmuş ve bağımlı değişkeni açıklayan en anlamlı bağımsız değişkenler 5. Tabloda gösterilmiştir.

Modelde KR3 ile EBHP arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca modelin F istatistikleri de anlamlı bulunmuştur. Kriz dönemlerinde EBHP artması sonucunda şirketin aktif karlılık oranı azalmaktadır.

Tablo 4: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Aktif Karlılık Oranına Etkisi

$$\text{Model: } KR3_i = \alpha + \beta_1 \text{ HAO} + \beta_2 \text{ EBHP} + \beta_3 \text{ EBÜHP} + \beta_4 \text{ Devlet} + \beta_5 \text{ Yabancı} + \beta_6 \text{ Yönetici} + \beta_7 \text{ Holding} + e_i$$

Performans Kriteri	Sabit ( $\alpha$ )	EBHP	R2	F
KR3	12.872	-0.050	0.011	3.777
(Önem Derecesi)	(0.000)	(0.053)		(0.053)

#### 4.2.3. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Öz Sermaye Karlılık Oranına Etkisi

KR4 bağımlı değişkeni modelde analize sokulmuş ve en anlamlı bulunan bağımsız değişkenler 6. Tabloda gösterilmiştir.

Modelde KR4 bağımlı değişkeni ile sabit ve EBHP arasında anlamlı ilişki bulunmuştur. F istatistikleri de önemli olarak bulunduğunu göstermektedir. Şirket hissedarlarından EBHP arttıkça öz sermaye karlılık oranı azalmaktadır. Kriz döneminde, şirketin en büyük hissedarının payının %1 artması öz sermaye karlılık oranını %1.197 oranında azaltmaktadır.

Tablo 5: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Aktif Karlılık Oranına Etkisi

**Model:**  $KR4_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit ( $\alpha$ )	EBHP	R <sup>2</sup>	F
<b>KR4</b>	44.352	-1.197	0.022	7.533
<b>(Önem Derecesi)</b>	(0.010)	(0.006)		(0.006)

#### 4.2.4. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Piyasa Değeri Oranına Etkisi

BR5 bağımlı değişkeni modelde uygulamaya sokulmuş ve elde edilen en anlamlı değişkenler 7. Tabloda gösterilmiştir. Krizin yaşandığı dönemde sabit ve EBHP arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Şirketteki EBHP artınca şirketin piyasa değeri/defter değeri oranı da artmaktadır. BR5 bağımlı değişkeni ile EBHP arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Tablo 6: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Piyasa Değeri Oranına Etkisi

**Model:**  $BR5_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit ( $\alpha$ )	EBHP	R <sup>2</sup>	F
<b>BR5</b>	3.029	0.045	0.009	3.186
<b>(Önem Derecesi)</b>	(0.031)	(0.075)		(0.075)

#### 4.2.5. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Satışların Büyüme Hızı Oranına Etkisi

8. tabloda B01 bağımlı değişkenine etki eden bağımsız değişkenler gösterilmiştir. Kriz döneminde yabancıların hisse yoğunluğu ile satışların büyüme hızı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler bulunmuştur. Modelde F istatistiği de anlamlı olarak bulunmuştur. Yabancıların hisse yoğunluklarında meydana gelen %1 oranında ki artışlar şirketin satışlarının büyüme hızında %16.185 oranında azalma meydana getirmektedir.

Tablo 7: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Satışların Büyüme Hızı Oranına Etkisi

**Model:**  $B01_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit ( $\alpha$ )	Yabancı	R <sup>2</sup>	F
<b>B01</b>	99.185	-16.185	0.010	3.244
<b>(Önem Derecesi)</b>	(0.000)	(0.073)		(0.073)

#### SONUÇ

Şirketler ile ilgili olarak sağlıklı verilerin bulunabilmesi amacıyla uygulama İMKB'de işlem gören şirketler üzerinde yapılmıştır. Çünkü İMKB'de işlem gören kayıtlı şirketler, hisse yapıları ile performanslarının belirlenebildiği mali tabloları düzenli ve standart bir şekilde kullanıma sunmaktadırlar. Uygulamada, İMKB'de 1993 ve 1997 yıllarında sürekli olarak işlem gören 112 şirketin verileri kullanılmıştır. Mali sektörün performans ile ilgili verilerinin farklı olması sebebiyle uygulama sadece reel sektör üzerinde yapılmıştır.

Elde edilen uygulama sonuçlarına göre, kriz dönemlerinde şirketin en büyük hissedarının payının artması şirketin karlılık oranlarından net kar marjını artırırken, aktif karlılık oranı ile öz sermaye karlılık oranlarını azaltmaktadır. Şirketin en büyük üç hissedarının payının artması ise şirketin büyüme oranını artırmaktadır. Bu dönemde devletin ve yabancıların sahip olduğu şirketlerdeki hisse yoğunluk oranlarının artması devletin sahip olduğu şirketlerde net kar marjını, yabancıların sahip olduğu şirketlerde ise satışların büyüme hızını azaltmıştır.

**KAYNAKÇA**

1. CHUNG Kee. H., KİM Jeong-Kuk, "Corporate Ownership and the Value of a Vote in an Emerging Market", **Journal of Corporate Finance**, May, 1999, s.s.35-36.
2. ÇELEBİ Işın, **Yeni Bir Düzen Anlayışı Özelleştirme**, Milliyet Yayınları, İnceleme/Ekonomi Dizisi, 2.Baskı, Nisan, 1995, s.s.150-151.
3. ÇOKGEZEN Murat, "Mülkiyet Yapısı Etkinlik İlişkisi Şeker Fabrikaları Örneği", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul, 1996, s.39.
4. GRAHAM Benjamin, **Akıllı Yatırımcı**, Scala Yayıncılık, (Çev:Ali PERŞEMBE), Ocak, 1999, s.243.
5. GÜNAL Vural, **Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul 1997, s. 3.
6. KARPUZOĞLU Ebru, **Büyüyen ve Gelişen Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma**, Hayat Yayıncılık, İstanbul, 2001, s. 12.
7. KAVASOĞLU Abdurrahman, "Anonim Şirketlerde Özel Denetçi", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 1999, s.s.1-2.
8. MONSEN R. J., DOWNS A., "A Theory of Large Managerial Firms", **Journal of Political Economy**, 1965, s.73.
9. ÖZGENER Şevki, "Ekonomik Sistemler ve Ahlak", **Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:1, Isparta, 2000, s.178.
10. QÍ Daqing, WU Woody, ZHANG Hua, "Shareholding Structure and Corporate Performance of Partially Privatized Firms: Evidence From Listed Chinese Companies", **Pacific-Basin Finance Journal**, 8 February, 2000, s.s.592-593
11. RODOPLU Gültekin, **Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşları ve Analizleri**, Yıldırım Matbaası. İstanbul, 1990, s.6.
12. RODOPLU Gültekin, **Türkiyede Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, No:459-692, İstanbul-1993, s.s. 9-10.
13. SARIKAMIŞ Cevat, AYDIN Nurhan, SEVİL Güven, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Açık Öğretim Fakültesi Yayınları, No:526, Eskişehir, 13 Kasım 2001, s.47.

14. SEVER Murat, "Efficient Ownership Patterns: Three Examples", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Bilkent Üniversitesi, Ankara, August, 1994, s.6.
15. SİDİ Selim, "**The Effects of Ownership Structure on Corporate Performance**", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bilkent Üniversitesi, Ankara, 1996, s.s.4-5.
16. TEZCANLI Meral Varış, ERDOĞAN Oral, **Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, İMKB Araştırma Yayınları, No:8, İstanbul, Mayıs 1996, s. 206.
17. TUNCER Selahattin, **Türkiye'de Sermaye Piyasası**, İstanbul, 1985, s.205.
18. USUL Hayrettin, "İşletmelerin Halka Açılma Sürecinde Dış Denetimin Yatırımcı Kararına Etkileri", Yayınlanmamış Doktora Tezi, SDÜ, SBE, Isparta, 2000, s.17.
19. VARIŞ Meral, KÜÇÜKOLAK Ali, ERDOĞAN Oral, ÖZER Levent, "AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi", **İMKB Dergisi**, Yıl:4, Sayı:14, Nisan- Mayıs-Haziran 2000, s.103.
20. YURTOĞLU B. Burçin, "Ownership Structure, Cash Flow, and Investment: Evidence from Turkish Business Groups", Working Papers, University of Vienna, s.13.
21. YURTOĞLU B. Burçin, "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", **Emprica**, Kluwer Academic Publishers, 2000, s.s.200-202.
22. İMKB Kotasyon Müdürlüğü, **Halka Açılan Şirketler 1998**, İMKB Yayınları, Ekim 1998, s.s.28-72.
23. **SPK, Tebliğ Seri:1**, No.26.