



Prof. Dr. Famil Şamiloğlu



Öğr. Gör. Ulaş Ünlü

Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: İMKB 100 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama

Doç. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU

Aksaray Üniversitesi, İİBF.

Öğr. Gör. Ulaş ÜNLÜ

Nevşehir Üniversitesi, MYO.

Özet

Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkileri inceleyen araştırmalarda son yıllarda artış olduğu gözlenmektedir. Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi saptamaya yönelik hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda farklı bulgular elde edilmiştir. Bu çalışmada İMKB 100 endeksinde işlem gören firmalar için sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki araştırılmıştır. Çalışma, İMKB 100 endeksinde işlem gören uygun veri yapısına sahip 70 firmayı kapsamaktadır. Çalışmanın örneklem periyodu ise 2002 - 2007 olarak belirlenmiştir. Sonuç olarak, bu çalışmada hem piyasa temelli hem de muhasebe temelli performans ölçütleri ile sahiplik yapısı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Anahtar Sözcükler: Sahiplik yapısı, firma performansı, İMKB.

JEL Sınıflaması: G12, G14, G32.

Abstract (The Relationship Between Ownership Structure and Firm Performance)

It is clearly seen that there has been an increase on the reasearches dealing with the ownership structure and price performance recently. Different findings to assign the realtionships between ownership structure and firm performance have been obtained in both developed and developing markets. This study investigates the relationship between ownership concentration and the firm performance for Turkish listed companies. (ISE 100). This study covers 70 firms which traded in ISE 100 index, having appropriate data structure. The sample period of the study has also been determined as 2002-2007. As a result, in this study a significant relationship couldn't be found statistically between ownership structure and both market and accounting based performance metrics.

Key Words: Ownership structure, ownership , firm perfomance, ISE.

JEL Classification: G12, G14, G32.

1. Giriş

Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki son zamanlarda finans literatüründe oldukça ilgi çekici konulardan birisi haline gelmiştir. Firmaların sahiplik yapısı genellikle; devlet sahipliği, yabancı sahiplik, yönetsel sahiplik, aile

sahipliği, kurumsal sahiplik ya da büyük pay sahipliği şeklinde incelenmektedir.

Ülkeler bazında sahiplik yapıları incelendiğinde çoğu Avrupa ülkesinde (Fransa, Hollanda, Belçika, İtalya, Almanya, İsveç ve İsviçre) piramidal yapı tespit edilmiştir (Nicodano, 1998;

Renneboog, 2000; Becht ve Böhmer, 1997; Zingales, 1994). Ayrıca Brezilya'da(Lins, 2003) ve Doğu Asya ülkelerinde de sahiplik yapısı piramidaldır (Claessens, Djankow ve Lang, 2000). Türkiye'de ise sahiplik yapısı piramidal ve kompleks bir yapı sergilemektedir(Yurtoğlu, 2000). Amerika ve İngiltere'de yapılan çalışma sonuçlarına göre sahiplik yapıları güçlü yasal korumaya dayanmaktadır. Alman ve Japon firmalarında ise zayıf yasal koruma hakimken daha yoğunlaşmış özsermaye sahipliğiyle temsil edilmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997). Gelişmekte olan ülkelerde ise genellikle sahiplik yapısı büyük pay sahipleri tarafından kontrol edilmektedir(Shleifer ve Vishny, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes, ve Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, ve Lang, 2000; Denis ve McConnell, 2002). Lins'in (2000) 22 gelişmekte olan piyasada yaptığı çalışmada bir ya da daha fazla pay sahibinin firmaların % 58'ini kontrol ettiği tespit edilmiştir. Avrupa ülkelerinde yapılan çalışmalarda ise çoğunlukla aile sahipliği görülmektedir(Faccio ve Lang, 2002).

Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki konusunda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda değişik sonuçlarla karşılaşmıştır. Berle ve Means(1932) çalışması bu alanda yapılan ilk çalışma olarak karşımıza çıkmaktadır. Berle ve Means(1932) sahiplik yüzdesi arttıkça profesyonel yöneticilerin kontrolü azalacağı için sahiplik yapısı ile performans arasında negatif bir ilişki olması gerektiğini savunmaktadır. Fakat Demsetz (1983) ve Demsetz ve Lehn(1985) sahiplik seviyesinin içsel faktörler tarafından belirlendiğini, birbirinden bağımsız olduğunu ve aralarında herhangi bir ilişki olmadığını ileri sürmektedir. Pek çok yazar da bu argümanı desteklemektedir(Agrawal ve Knoeber, 1996; Cho, 1998; Himmelberg

vd. 1999; Demsetz ve Villalonga, 2001 ve Welch, 2003). Diğer taraftan sahiplik yapısı ve firma performansı arasında anlamlı ve negatif ilişki bulan çalışmalar olmakla birlikte (Weigand ve Lehmann, 1999), anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit eden çalışmalarda bulunmaktadır(Gorton ve Schmid, 2000; Thomsen ve Pedersen, 2000; Çıtak, 2007).

Demsetz ve Lehn's(1985) sahiplik yapısının belirleyicilerini, McConnell ve Servaes (1990) sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi, Cho(1998) yönetici sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişkiyi, Himmelberg vd.(1999) yönetici sahipliğinin belirleyicilerini, Hermalin ve Weisbach(1991) yönetim kurulunun yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi, Cole ve Mehran (1998) yönetici sahipliğinin firma performansı üzerine etkisini araştırmıştır.

Sahiplik yapısının firma performansı üzerine etkisini inceleyen ilk ampirik çalışmalar ise Morck vd.(1988) ve McConnell ve Servaes(1990) tarafından yapılmıştır. Her iki araştırmada da sahiplik yüzdeleri ile Tobin's Q arasında curvilinear(çizgisel eğri) bir ilişki tespit edilirken, Demsetz ve Lehn(1985) ile Himmelberg vd.(1999) ise firmaya özgü faktörler tarafından belirlenen içsel bir ilişki tespit etmişlerdir.

Sahiplik yapısının içsel yakınlığı ile (endogeneity'siyle¹) ilgili ampirik kanıt bulunmasına rağmen Demsetz ve Villalonga (2001)'ya kadar, sahiplik yapısının performans üzerine etkisini tahmin ederken pek çok araştırma içsel yakınlığı

¹ Endogeneity(içsel yakınlık) problemi, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında iki yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığını ifade etmektedir. Bu durum ise hata terimi ile bağımsız değişkenler arasında yüksek bir korelasyona neden olmaktadır.

açıklamakta başarısız olmuştur(Morck, Shleifer ve Vishny, 1988; McConnell ve Servaes, 1990; Craswell, Taylor ve Saywell, 1997).

Türkiye’de ise bu konuda yapılan çalışma sayısı kısıtlıdır. Yurtoğlu(2000), Türkiye’de sahiplik yapısının ana karakteristiklerini araştırmış ve sahiplik seviyesinin bir hayli yüksek olduğunu ve aile şirketlerinin baskın olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca piramidal yapının performans üzerine negatif etkiye sahip olduğunu bulmuştur. Çıtak(2007), 2000-2004 yılları için, panel veri analizi kullanarak sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmış ve. firma performansı ve sahiplik yapısı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit etmiştir.

Arslan ve Karan (2006), 1997-2003 örneklem periyodunu kullandıkları çalışmalarında, sahiplik yapısı ve firma borçlarının vadesi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit etmiştir. Gönenç’in (2006) çalışması 1992-1998 döneminde 185 firmayı kapsamakta olup, sahiplik yapısının firmanın piyasa değeri/defter değeri ile ölçülen piyasa performansından ziyade ROA ile ifade edilen muhasebe performansında etkisi olduğunu tespit etmiştir.

Önder (2003) 1992-1997 örneklem döneminde 116 firmayı kapsayan çalışmasında, sahiplik yapısının belirleyicilerini ve sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Performans ölçütü olarak Tobin’s Q kullandığı çalışmasında sahiplik yapısı ile ROA arasında herhangi bir ilişki bulamamıştır. Gürsoy ve Aydoğan (1999) ise 1992-1998 dönemi için ROE, ROA, F/K oranı ve hisse senedi getirilerini kullanarak sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır.

Çalışmada sonuç olarak ise F/K oranı ile pozitif diğer muhasebe bazlı ölçütler ile negatif yönde bir ilişki tespit edilmiştir.

2. Veri Yapısı ve Yöntem

Bu çalışma, İMKB 100 endeksinde işlem gören uygun veri yapısına sahip 70 firmayı kapsamaktadır. Çalışmanın örneklem periyodu ise 2002 - 2007 olarak belirlenmiştir. Firmaların sahiplik yapısı verileri İMKB şirketler yıllığından, firmalarla ilgili muhasebe ve piyasa verileri ise İMKB’nin resmi internet sitesinden temin edilmiştir. Çalışmanın kısıtı olarak İMKB 100 endeksinde 6 yıl devamlı olarak işlem görmüş olmak dışında herhangi bir kısıt belirlenmemiştir. Bu şartlara uymayan 24 firma modele dahil edilmemiştir. Veriler normal dağılıma uygun hale getirilirken ise aşırı uç değer içeren 6 firma örneklemden çıkarılmıştır.

Bu çalışmanın amacı sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi hem muhasebe bazlı hem de piyasa bazlı olarak araştırmaktır. Bilindiği gibi performans ölçümünde sıklıkla Tobin’s Q (McConnell ve Servaes, 1990; Han ve Suk, 1998, Demsetz ve Villalonga, 2001; Fishman vd. 2005), Piyasa değeri/Defter değeri(Peterson, 1998; Thomsen ve Pedersen, 2000; Gönenç, 2006, Çıtak, 2007), ROA(Weigand ve Lehmann, 1999; Gönenç, 2006), ROE(Weigand ve Lehmann, 1999) kullanılmaktadır. Bu ilişkiyi sınamakta kullanılan yöntemler olarak; OLS(Demsetz ve Lehn, 1985; McConnell ve Servaes, 1990), 2SLS(Cho, 1998), OLS ve 2SLS(Demsetz ve Villalonga, 2001; Welch, 2003)ve Panel veri analizi(Himmelberg vd. 1999; Weigand ve Lehmann, 1999, Earle vd. 2005) sayılabilir. Bu çalışmada ise performans ölçütü olarak Tobin’s Q, M/B ve ROA, yöntem olarak ise doğrusal regresyon yöntemi OLS kullanılmıştır.

2.1. Modelde Kullanılan Değişkenler

Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırırken kullanılan değişkenler ve hesaplama biçimleri Tablo 1’de verilmiştir.

Tablo 1: Modelde Kullanılan Değişkenlerin Hesaplanma Şekli

Değişkenler	Hesaplanma Şekli
Q	Tobin's Q oranı (borcun yıl sonu defter değeri + firmanın yılsonu piyasa değeri) / varlıkların yıl sonu defter değerinin ortalamasını ifade eder.
M/B	Firmanın piyasa değeri/defter değerinin ortalamasıdır.
ROA	Net kar /Varlık toplamının ortalamasıdır.
LSH3	En yüksek üç pay sahibinin payları ortalamasıdır.
SIZE	Varlıkların defter değerinin ortalamasıdır.
LEV	Kaldıraç oranı olup toplam borç/toplam varlık değerinin ortalamasını ifade eder.

LEV ve SIZE değişkenleri çalışmada literatürle benzer şekilde kontrol değişkeni olarak modelde kullanılmıştır(Demsetz ve Lehn, 1985; Morck vd. 1988; McConnell ve Servaes, 1990; Welch, 2003; Fishman vd. 2005). LSH3 ise, sahiplik yapısı değişkeni olarak belirlenmiştir. En yüksek 5 ya da 10 pay sahibinin yüzdesini kullanan çalışmalar bulunmakla birlikte(Demsetz ve Vilalunga, 2001, Laporta vd. 2002, Fishman vd. 2005) bu çalışmada Türkiye'de daha önce yapılan çalışmalarda olduğu gibi(Gönenç, 2006; Gürsoy ve Aydoğan, 1999) en yüksek üç pay sahibinin yüzdesi tercih edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda, İMKB 100 endeksinde 2002- 2007 döneminde işlem gören 70 firmaya ait tanımlayıcı veriler görülmektedir. Değişkenlerin 6 yıllık ortalaması ve logaritmaları alınarak modele dahil edilmiştir.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistik(N=70)

	Q	ROA	M/B	LSH3	SIZE	LEV
Mean	0.75	0.04	0.93	0.36	20.66	0.41
Median	0.72	0.03	0.92	0.35	20.48	0.42
Maximum	1.12	0.13	1.88	0.60	24.70	0.65
Minimum	0.46	-0.06	0.35	0.09	17.47	0.00
Std. Dev.	0.15	0.04	0.29	0.11	1.62	0.15
Skewnes	0.27	0.07	0.54	-0.15	0.61	-0.52
Kurtosis	2.89	2.69	3.44	2.90	3.00	2.79
Jarque-Bera	0.87	0.33	3.93	0.29	4.39	3.24
Prob.	0.64	0.84	0.13	0.86	0.11	0.19
N	70	70	70	70	70	70

2.2. Ampirik Model

Bu çalışmada, Tobin's Q, M/B ve ROA olmak üzere üç ayrı performans değişkeni belirlenerek üç ayrı regresyon modeli oluşturulmuştur. Tobin's Q ile ilgili literatürde çeşitli hesaplama yöntemleri kullanılmakla birlikte (Zhuang vd. 2000; Klapper ve Love, 2004; Ishii ve Metric, 2003) bu çalışmada Tobin's Q oranı (borcun yıl sonu defter değeri + firmanın yılsonu piyasa değeri) / varlıkların yıl sonu defter değeri olarak hesaplanmıştır (Fishman vd. 2005; Welch, 2003). Sahiplik yapısı değişkeni olarak, en yüksek üç pay sahibinin yüzdesi alınmıştır. Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki, OLS yöntemi kullanılarak aşağıdaki eşitliklerle tahmin edilmiş olup sonuçlar Tablo 3, Tablo 4 ve Tablo 5'de raporlanmıştır.

$$Q = \beta_0 + \beta_1 LSH3 + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \xi$$

$$M / B = \beta_0 + \beta_1 LSH3 + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \xi$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 LSH3 + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \xi$$

Tablo 3: Tobin's Q Regresyon Sonuçları

Variable	Coefficient	
C	1,3347	
	(5,300)***	
SIZE	-0.0345	
	(-2,5217)**	
LSH3	0,0573	
	(-0,3656)	
LEV	0,279663	
	(2,0510)**	
Ad. R Squared	0,055	
Durbin-Watson	1,864	
F-Statistic	2,329	[0,0820]
White Test F%	2,001	[0,0551]
Ramsey Reset Test F(1)#	0,277	[0,6001]
Ramsey Reset Test F(3)#	0,396	[0,7563]

Parantez içindeki değerler t istatistikleri, köşeli parantez içindeki değerler ise prob. değerleridir.

Farklı uygunluk değerleri (number of fitted term) için test sonuçlarıdır. %5 anlam düzeyine göre ekonometrik modelin spesifikasyon hatası yoktur ($F_{Hesaplanan} > F_{Tablo}$)

(*) katsayı %10 anlam düzeyinde anlamlıdır

(**) katsayı %5 anlam düzeyinde anlamlıdır

(***) ise katsayı %1 anlam düzeyinde anlamlıdır

% Ekonometrik modelin % 5 anlam düzeyine göre değişen varyans problemi yoktur ($F_{Hesaplanan} > F_{Tablo}$)

Tablo 4: M/B Regresyon Sonuçları

M/B		
Variable	Coefficient	
C	0.649680 (1,3410)	
SIZE	-0,0019 (-0,0729)	
LSH3	0,2734 (0,9055)	
LEV	0,5436 (2,0690)**	
Ad. R Squared	0,059	
Durbin-Watson	1,963	
F-Statistic	2,423	[0,0730]
White Test F%	0,706	[0,7008]
Ramsey Reset Test F(1) [#]	0,303	[0,5837]
Ramsey Reset Test F(3) [#]	0,3075	[0,8198]

Parantez içindeki değerler t istatistikleri, köşeli parantez içindeki değerler ise prob. değerleridir.

[#] Farklı uygunluk değerleri (number of fitted term) için test sonuçlarıdır. %5 anlam düzeyine göre ekonometrik modelin spesifikasyon hatası yoktur ($F_{Hesaplanan} > F_{Tablo}$)

(*) katsayı %10 anlam düzeyinde anlamlıdır

(**) katsayı %5 anlam düzeyinde anlamlıdır

(***) ise katsayı %1 anlam düzeyinde anlamlıdır

% Ekonometrik modelin % 5 anlam düzeyine göre değişen varyans problemi yoktur ($F_{Hesaplanan} > F_{Tablo}$)

Tablo 5: ROA Regresyon Sonuçları

ROA		
Variable	Coefficient	
C	-0,0026 (-0,0380)	
SIZE	0,0046 (1,2260)	
LSH3	-0,0058 (-0,1358)	
LEV	-0,1178 (-3,1549)***	
Ad. R Squared	0,097	
Durbin-Watson	1,7042	
F-Statistic	3,456	[0,0213]
White Test F%	0,6956	[0,7101]
Ramsey Reset Test F(1) [#]	0,1279	[0,7218]
Ramsey Reset Test F(3) [#]	0,0518	[0,9843]

Parantez içindeki değerler t istatistikleri, köşeli parantez içindeki değerler ise prob. değerleridir.

Farklı uygunluk değerleri (number of fitted term) için test sonuçlarıdır. %5 anlam düzeyine göre ekonometrik modelin spesifikasyon hatası yoktur ($F_{Hesaplanan} > F_{Tablo}$)

(*) katsayı %10 anlam düzeyinde anlamlıdır

(**) katsayı %5 anlam düzeyinde anlamlıdır

(***) ise katsayı %1 anlam düzeyinde anlamlıdır

% Ekonometrik modelin % 5 anlam düzeyine göre değişen varyans problemi yoktur ($F_{Hesaplanan} > F_{Tablo}$)

4. Sonuç

Son yıllarda sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi tespit etmeye yönelik gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde çok sayıda araştırma yapılmış olup bu araştırmalarda farklı sonuçlar elde edilmiştir. Araştırma bulgularına göre; bağımlı değişkenler Q, M/B ve ROA ile bağımsız değişkenler LSH3, SIZE ve LEV arasında zayıf bir ilişki saptanmıştır. Kurulan regresyon modellerindeki gözlem değerlerinin uyumluluğunu gösteren belirlilik katsayılarına (R^2 ye) göre; bağımlı değişkenler Q'nun % 5.5'i, M/B'nin % 5.9'u ve ROA'nın % 9.7'si bağımsız değişkenler tarafından açıklanabilmektedir. Elde edilen sonuçlar sahiplik yapısı ve firma performansı arasında kuvvetli ilişki tespit edemeyen literatürdeki diğer çalışmaların sonuçlarıyla tutarlıdır (Agrawal and Knoeber, 1996, Demsetz & Villalonga, 2001; Welch, 2003). Bulgular, Türkiye'de daha önceki çalışmalarla karşılaştırıldığında, ROA için Önder (2003) ve Çıtak'ın (2007) çalışmasıyla tutarlıdır. M/B için ise Gönenç (2006), Çıtak'ın (2007) aksine sahiplik yapısı ve firma performansı arasında kuvvetli bir ilişki bulunamamıştır. Bundan sonra İMKB 100'de yapılacak benzer araştırmalarda performans ölçütü olarak kısa adı EVA olan ekonomik katma değer baz alınabilir.

Kaynakça

Agrawal, A., Knoeber C.R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency

problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol:31, p. 377-397.

Arslan, Ö. and Karan, M.B. (2006). Ownership and Control Structure as Determinants of Corporate Debt Maturity: a panel study of an emerging market. **Corporate Governance**, Vol. 14, No. 4, pp. 312-324.

Berle, A., Means, G. (1932). The Modern Corporation and Private Property. Harcourt, Brace, & World, New York.

Becht M. and Böhmer, E. (1997). Transparency of Ownership and Control in Germany. Sonderforschungsbereich, Humboldt Universitaet Berlin.

Claessens S. Simeon D. and Larry H.P.L. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, 58, pp.81-112.

Cho M.H. (1998). Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis. **Journal of Financial Economics** 47(1), pp 103-121

Claessens S., S. Djankov and L.H.P. Lang. (2000). The Separation of Ownership and Control In East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics** 58, (1) pp. 81-112.

Craswell, A.T., Taylor, S.L. and Saywell, R.A., (1997). Ownership structure and corporate performance. **Pacific-Basin Finance Journal** 5, pp. 301-323.

ÇITAK, 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, pp.231-245.

Cole R.A. and Mehran H. (1998). The effect of changes in ownership structure on performance: Evidence from the thrift industry. **Journal of Financial Economics** 50, pp 291-317.

Demsetz, H. and Lehn, H. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy** 93(6) pp. 1155-1177.

Denis, D.K and McConnell, J.J. (2003). International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 38, pp. 1-36.

Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. **Journal of Law & Economics** 26(2), pp 375-390.

- Demsetz, H. and K. Lehn. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy* **93(6)**, pp.1155-1177.
- Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* **7(3)**, pp. 209–233.
- Earle, J.S., Kucsera, C. and Telegdy, A. (2005). Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange; Do Too Many Cooks Spoil The Goulash?. *Corporate Governance*, **13(2)**, pp. 254-64
- Faccio, M., and Larry H.P.L.(2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, **65**, pp. 365-396.
- Fishman, J., Gannon, G. and Vinning, R., (2005). Ownership structure and corporate performance: Australian evidence, Unpublished working paper, Social Science Review Network.
- Gönenç, H. (2006). Ownership Concentration and Corporate Performance; A Simultaneous Equation Framework for Turkish Companies. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=498263.
- Gürsoy, G. and Aydoğan, K. (1999). Equity Ownership Structure, Risk Taking and Performance; An Empirical Investigation in Turkish Companies. *ERC/METU International Conference in Economics*, 1999 Ankara, Turkey.
- Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* **118**, pp. 107–115.
- Gorton, G. and Schmid, F.A. (2000). Universal Banking and The Performance of German Firms *Journal of Financial Economics* **58(1)**, pp. 29-80.
- Han, K., and Suk, D. (1998). The effect of ownership structure on firm performance: additional evidence. *Review of Financial Economics* **7**, pp.143-155
- Hermalin, B., Weisbach, M., (1988). The determinants of board composition. *RAND Journal of Economics* **19**, pp.589–606.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G. and Palia, D. (1999). Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics* **53(3)**, pp. 353-384.
- Klapper, L.F. and Love, I. (2002). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance* **10**, pp.703– 728.
- La-Porta, R., F., Lopez-De-Silanes, A. Shleifer and Vishny, R.. (1999). Corporate Ownership Around The World. *Journal of Finance* **54(2)**, pp. 471-517.
- La-Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer and Vishny, R.. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance* **57(3)**, pp. 1147-1170.
- Lehmann, E. and Weigand, J. (1999). Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany. *European Finance Review* **4**, pp. 157–195.
- Lins, K.V.(2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* **38**, pp.159-184.
- McConnell J.J. and Servaes, H. (1990). Additional Evidence On Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics* **27(2)**, pp. 595-612.
- McConnell, J. J., and Servaes.H.(1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, **27**, pp.595-612.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* **20**, pp. 293–315.
- Nicodano, G. (1998). Business Groups, Dual Class Shares and the Value of the Voting Right. *Journal of Banking and Finance* **22(9)**, pp. 1117-1137.
- Önder, Z. (2003). Ownership Concentration and Firm Performance; Evidence from Turkish Firms. *METU Studies in Development* **30** , pp. 181-203.
- Peterson, S., (1998). Essays on large shareholders and corporate control. Kompendiet-Göteborg.
- Renneboog, L. (2000). Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange. *Journal of Banking & Finance* **24(12)**, pp 1959-1995.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* **52(2)**, pp. 737-783.
- Thomsen S. and Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal* **21**, pp. 689-705.
- Welch, E. (2003) .The Relation between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies. *Australian Journal of Management*, **28(3)**, pp. 287-305.
- Yurtoğlu, B. (2000). Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms. *Empirica* **27(2)** pp.193-222.
- Zingales, L.(1994). The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience. *The Review of Financial Studies*, **7** , pp.125-148.
- Zhuang, J., Edwards, D. Webb, D. and Capulong, M.V. (2000). Corporate Governance and Finance in East Asia. Asian Development Bank, Philippines.