

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Aile İşletmelerinin Finansal Performanslarının Analizi*

The Analyses of Financial Performance of Family Businesses Traded in Borsa Istanbul

Sinan KIZILTOPRAK¹,
Mine AKSOY²

Orcid no: 0000-0002-8017-4881
Orcid no: 0000-0002-4773-1770

ÖZET

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören aile işletmelerinin finansal performansı diğer işletmeler ile karşılaştırılmıştır. Aile işletmeleri 'bir kişinin veya bir ailenin herhangi bir işletmenin hisselerinin en az %20'sine sahip olduğu işletme türü' olarak tanımlanmıştır. Finansal performans ölçütleri olarak toplam aktif kârlılığı, öz kaynak kârlılığı, toplam satış kârlılığı ve piyasa değerinin defter değerine oranı kullanılmıştır. Tüm regresyon sonuçlarında, öz kaynak kârlılığının bir işletmenin aile işletmesi olmasından negatif etkilendiği görülmüştür. Benzer şekilde şirketin tepe yöneticisinin aileden olmasının ise öz kaynak kârlılığı ile birlikte, piyasa değerinin defter değerine oranını negatif etkilediği izlenmiştir. Yönetim kurulu başkanının aileden olması ise performans ölçütlerinin hiçbirini istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilememiştir. Şirketin tepe yöneticisinin aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması ise aile ve aile olmayan tüm işletmeler için öz kaynak kârlılığını pozitif etkilemiştir. Toplam aktif kârlılığının ve piyasa değerinin defter değerine oranının finansal kaldıraçtan negatif, satışlardan pozitif etkilendiği görülmüştür. İşletmenin yaşı piyasa değerinin defter değerine oranını pozitif etkilerken, yönetim kurulu başkanının erkek olması toplam aktif kârlılığını pozitif etkilemiştir.

Anahtar Kelimeler: Aile işletmesi, Borsa İstanbul, Finansal Performans

ABSTRACT

In this study, the financial performance of family businesses were compared with the financial performance of other non-family businesses. Family business was defined as the type of business in which a person or a family has at least 20% of the shares of any business. Return on assets, return on equity, return on sales and ratio of market value to book value were used as financial performance measures. In all regression results, it was seen that the return on equity was negatively influenced by the fact that a business is a family business. Similarly, the top manager of the company from family member negatively affected the return on equity as well as the ratio of the market value to the book value. The fact that the chairman of the board was from the family has not affected any of the performance criteria statistically significantly. The fact that the top manager of the company was also the chairman of the board of directors has affected the return on equity for all family and non-family businesses positively. It was also observed that the return on assets and the ratio of market value to book value were negatively affected by financial leverage while positively affected by sales. The business age has positively affected the ratio of the market value to the book value, in addition to the fact that chairman of the board was male positively affected return on assets.

Keywords: Family Firm, Borsa Istanbul, Financial Performance

1. GİRİŞ

Aile işletmelerinin ülke ekonomilerinin gelişmesinde önemli katkıları bulunmaktadır. Özellikle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde büyük aile işletmelerinin sağlamış olduğu yüksek

miktarda istihdam, işsizlik oranlarının düşmesine önemli derecede katkı sağlamaktadır. Ayrıca bu büyük aile işletmeleri yaptıkları yüksek miktarda ihracat, yurt dışındaki büyük şirketler ile yaptıkları

*Bu makale Mine Aksoy Kavalcı danışmanlığında Sinan Kızıltoprak tarafından yürütülen "Borsa İstanbul'da İşlem Gören Aile İşletmelerinin Finansal Performanslarının Analizi" başlıklı yüksek lisans tezinden çıkartılmıştır.

¹ Araştırma Görevlisi, Düzce Üniversitesi İşletme Fakültesi, sinankiziltoprak@düzce.edu.tr

² Doç. Dr., Yalova Üniversitesi, maksoy@yalova.edu.tr

işbirlikleri ve yaptıkları yatırımlar ile buldukları ülkelere büyük miktarlarda döviz girdisi sağlamakta ülkelerin refahının artmasına da önemli katkıları bulunmaktadır. Aile işletmelerinin ülke ekonomisine sağlamış olduğu tüm bu faydalar ile birlikte özellikle kriz gibi zor, sıkıntılı ve yabancı kaynakları tedarik etmenin zor olduğu süreçlerde, aile fertlerinin uyumlu ve koordineli çalışmaları ve kendi öz kaynaklarına başvurarak daha güçlü bir duruş sergilemeleri ile bu süreçlerde kaybolup giden diğer işletmeler ile karşılaştırıldıklarında önemli derecede fark yaratmaktadır.

Aile işletmelerini diğer işletmelerden ayıran birtakım özellikler vardır. Aile işletmelerinde, aile işletmesi olmayan diğer işletmelerden farklı olarak, kuruluşlarının ilk yıllarında, kurucunun bireysel çaba ve emeklerinin sonucu kurulup, daha sonra büyük işletmeler olarak sahipliklerinin ve yönetimlerinin ailenin varislerine bırakıldığı görülür. Finansman tedariki açısından aile işletmelerinin diğer işletmelerden önemli derecede farklılaştıkları görülmektedir. Aile işletmesi şeklinde yapılmayan diğer işletmelerin, kriz gibi zor süreçlerde, finansman ihtiyacını ya yabancı kaynaklardan sağladıklarını ya da halka açıldıklarını görür iken; aile işletmelerinde aile üyelerinin kendi servetlerine başvurduklarını görmekteyiz (Barış, 2003:2). Ayrıca büyük ve kurumsallaşmayı başarmış aile işletmeleri dışındaki aile işletmelerinin genellikle 2-3 kuşak sonra yok olduğu görülmektedir. Aile işletmelerinde, yönetim kurulu başkanlığı, tepe yöneticiliği (CEO) gibi önemli temsil yetkilerinde, bazı aile işletmeleri dışarıdan atamalar yapsalar da, genellikle aile kurucularının veya onların varislerinin bulunduğu görülmektedir. Aile işletmelerinin diğer bir özelliği ise, şuanadaki veya daha önceki yöneticilerin çocuklarının çoğunlukla işletmenin yönetiminde görev almalarıdır. Bunun nedenlerinden biri, işletme sahiplerinin miras olarak bırakacakları işletmeyi, çocuklarının tanımasını istemeleridir. Diğer ise, çocuklarının geleceğini güvence altına almak istemeleri ve onların firmayı sahiplenmelerinin, işleri öğrenmelerinin önemli olduğunu düşünmeleridir (Karpuzoğlu, 2000:10).

Aile işletmelerinin diğer işletmeler ile karşılaştırıldığında bir takım güçlü ve zayıf yönlerinin olduğu görülmektedir. "Aile işletmeleri; diğer işletmeler gibi yabancı kaynaklara başvurmak ya da halka açılmak gibi yöntemlerin aksine öz kaynak oluşturma yolunu tercih ederler" (Karpuzoğlu, 2000: 21,22) . Aile işletmelerinin bu özelliğinden dolayı özellikle

kriz gibi zor süreçlerde diğer işletmelerin aksine daha sağlam bir duruş sergilerler. Ayrıca aile işletmeleri için bir emniyet kemeri olan karların dağıtılmaması ve yedek akçelerin oluşturulmasının aile işletmelerinde daha kolay olduğu görülür. Ayrıca aile işletmelerinde, yatırım yapma, işbirlikleri yoluna gitme, uluslararası pazarlara girme, işletmede yapısal değişikliklere gitme, fabrika da büyük teknolojik araçların kullanımı ve işletmeye genel müdür atama gibi büyük kararlardan en küçük kararlara kadar hızlı ve etkin hareket edebilme özelliği bulunmaktadır. Aile işletmelerinde ailenin soyadı ve prestijinden dolayı ekip ruhunun ve amaç birliğinin oluşumunun daha kolay olduğu görülür. Buna karşılık borçlanmanın işletme için faydalı olacağı zamanlarda işletmenin borçlanmayı tercih etmemesi, yetki ve sorumluluk belirsizliği, kardeşler arasında çıkabilecek çıkar çatışmaları, sert merkezîyetçi yönetim anlayışının benimsenmesi, atamalarda liyakat yerine kan bağıнын kriter olarak kabul edilmesi gibi unsurlar aile işletmelerinin zayıf noktalarını oluşturmaktadır (Karpuzoğlu, 2000:21,22).

Mevcut çalışmaları incelediğimizde dünyada ve özellikle ülkemizdeki şirketlerin büyük çoğunluğunu aile işletmeleri oluşturmaktadır. Ülkemizde özellikle küçük ve orta ölçekli işletmelerin yaklaşık olarak %95'ini aile işletmeleri oluşturmakla beraber çalışmamız için belirlediğimiz kriter olan 'aile işletmesi bir kişi veya bir ailenin herhangi bir işletme hisselerinin en az %20'sine sahip olduğu işletme türüdür' tanımımıza göre Borsa İstanbul'da işlem gören hisselerini halka arz etmiş şirketlerin yaklaşık 3'te 2'sini aile işletmeleri oluşturmaktadır.

Bu çalışma ile amaçlanan ilk olarak literatürde yapılan aile işletmelerinin tanımlamalarından hareketle Borsa İstanbul'da yer alan aile işletmeleri için bir tanım yapmak ve daha sonra bu tanıma uyan aile işletmelerinin finansal performansını, toplam aktif karlılığı (ROA), öz sermaye karlılığı (ROE), toplam satış karlılığı (ROS) ve piyasa değerinin defter değerine oranı (MV/BV) performans ölçütlerini dikkate alarak analiz etmek ve hisse senedi yatırımcıları ve finansal piyasalardaki finansal aracılar yardımcı olmaktadır. Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Literatür bölümünde ilk olarak aile işletmelerinin önemi, temel özellikleri, diğer işletmelerden farklılıkları ve güçlü-zayıf olduğu yönlerinden bahsedilmektedir. İkinci olarak literatürde aile işletmesi hakkında yapılan tanımlara ve aile işletmesi ile diğer işletmelerin finansal performansını karşılaştıran çalışmalara yer verilmiştir. Metodoloji bölümünde ise, araştırmanın

sorularına, yöntemine, kısıtlarına, kullanılacak tekniğe ve değişkenlerin tanımlarına yer verilmiştir. Analiz sonuçları bölümünde ise regresyon analizi sonuçları tartışılmıştır.

2. LİTERATÜR

Aile işletmeleri hakkında yapılan çalışmaları incelediğimizde genel anlamda aile işletmelerinin ortak bir tanımının yapılmadığını görmekteyiz. Tanımlar arasındaki farklılıklara neden olan etkenler ise, coğrafik, sektörel ve ülkelerin sahip olduğu piyasa yapılarındaki farklılıklar olarak sıralanabilir. Bununla birlikte aile işletmelerinin tanımlarını incelediğimizde mülkiyet payı, oylama hakkı miktarı, nesiller arası devamlılık, birden fazla aile üyesinin bulunup bulunmaması, aile fertlerinin yönetim ve denetim kurullarında aileyi temsil edip etmemesi, işletme CEO' sunun aileden seçilip seçilmemesi gibi kriterlerden birinin veya birden fazlasının göz önüne alındığını görmekteyiz.

Ailelerin sahip olduğu mülkiyet miktarını göz önüne alan Ang vd. (2000:85) aile işletmesini; "bir ailenin işletme hisselerinin %50' sinden fazlasına sahip olduğu işletmeler" olarak tanımlamıştır. Westhead ve Cowling (1997:32) ise "aile üyelerinin işletme hisselerinin yüzde 60' ına, ayrıca kontrol ve yönetime sahip olduğu işletmeler" olarak tanımlamıştır. Mülkiyet payının dikkate alındığı bir diğer tanımda ise Barth vd. (2005:108) aile işletmelerini; "işletme hisselerinin %33' den fazlasının bir kişi veya bir aile tarafından kontrol edildiği işletmeler" olarak tanımlamıştır. Oy kullanma hakkını kriter olarak kabul eden Barontini ve Caprio (2005:13) ise aile işletmesini; "en büyük hissedarın en az % 10 sahiplik haklarına sahip olduğu; ya ailenin ya da en büyük hissedarın doğrudan oylama haklarının %51' den fazlasını kontrol ettiği veya ikinci büyük hissedarın doğrudan oylama haklarının iki katından daha fazlasını kontrol eden işletmeler" olarak tanımlamıştır. Oy kullanma hakkını kriter olarak kabul eden bir diğer tanımda ise La Porta vd. (1999:476) aile işletmesini; "bir insanın doğrudan veya dolaylı oy hakkının %20' sinden fazlasına sahip olduğu işletmeler" olarak tanımlamıştır. Smith ve Amoako-Adu (1999:346) ise aile işletmesini; "bir insanın veya bir ailenin en büyük oy bloğuna ve toplam oyların en azından %10'nuna sahip olduğu işletmeler" olarak tanımlamıştır.

Oy kullanma hakkının yanı sıra yönetim kurulunda temsiliyet ve CEO'nun aileden seçilmesini kriter olarak kabul eden Allen ve Panian (1982) aile işletmesini "ailelerin veya onların çocuklarının işletmede en azın-

dan %5' inden daha fazla oy kullanma hakkına sahip olduğu ve yönetim kurulunda ailenin temsil edildiği ve CEO'nun aileden seçildiği işletme türü" olarak tanımlamıştır. Liang ve Jek (2010) ise aile işletmesini "çoğunluk hissenin bir aileye ait olduğu, akraba ve/ veya ikinci kuşaktan bir aile üyesi de dâhil en az bir aile üyesinin, işin kontrol ve yönetimi ile ilgili idari karar mekanizmasında yer aldığı işletmeler" olarak tanımlamaktadır".

Aile işletmelerinin tüm dünyada kullanılan ortak bir tanımı bulunmamaktadır. Ülkelerin sermaye piyasası yapısı, ekonomik gelişmişliği, şeffaflığa verdiği önem vb. birçok unsur aile işletmeleri hakkında yapılan tanımların farklılaşmasına sebep olmaktadır. Bu çalışmada ise aile işletmeleri bir kişinin veya bir ailenin herhangi bir işletmenin hisse senetlerinin/ oy kullanma miktarının en azından %20'sine (Sraer ve Thesmar, 2007; Miller vd., 2006) sahip olduğu işletmeler olarak tanımlanmıştır. Bu tanıma göre Borsa İstanbul'da işlem gören aile işletmelerinin sayısı 209 olarak belirlenmiştir. Sonuçların geçerliliğini test etmek amacıyla yaptığımız ikinci grup regresyon analizlerinde ise bu pay % 50 olarak değiştirilmiştir. Bu tanıma göre ise Borsa İstanbul'da yer alan aile işletmelerinin sayısı 155 'e düşmüştür.

Tablo 1 de sektörlere göre Borsa İstanbul'da işlem gören işletmelerin, aile işletmeleri ve aile işletmesi olmayan işletmeler şeklinde dağılım oranlarına yer verilmiştir. Tablo oluşturulurken sahiplik oranı olarak yüzde 20 kriteri dikkate alınmıştır. Deri, seramik, porselen, beyaz eşya, gaz, kâğıt kırtasiyecilik ve petrol sektörlerinde Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren işletmelerin tamamı aile işletmesi iken; cam sektöründe faaliyet gösteren aile işletmesi bulunmamaktadır.

Ülkemizde aile işletmeleri hakkında yapılmış çalışmaları incelediğimizde; aile işletmelerinde kurumsallaşma, aile işletmelerinin yönetimi, aile işletmelerinde çatışma, aile işletmelerinde kayırmacılık (nepotizm), aile işletmelerinde varislik, aile işletmelerinde profesyonellerin bulundurulması gibi konular üzerinde çalışmalar yapıldığı görülmektedir. Bu çalışmada ise önceki çalışmalardan farklı olarak Borsa İstanbul'da işlem gören aile işletmelerinin muhasebe ve borsa değerleri üzerinden hesaplanan finansal performansı araştırılarak aile olmayan diğer işletme türleriyle karşılaştırma yapılmıştır. Bu kapsamda literatüre katkı sağlamış olan çalışmalar incelenmiş ve Tablo 2 'de özetlenmiştir.

Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde, aile işletmelerinin finansal performansının diğer işletmeler ile karşılaştırıldığında buldukları kıtalara ve ülkelere göre değişiklik gösterdiği görülmektedir. Yapılan çalışmaların bazılarında aile işletmelerinin finansal performansı daha üstün iken; bir kısım çalışmada ise

aile işletmelerinin finansal performansının diğer işletmelerden daha kötü olduğu görülmektedir. Ayrıca bir kısım çalışmada ise aile işletmelerinin başarısının birtakım koşullara bağlı olarak gerçekleştiği, bu şartların yokluğu halinde bu başarının gerçekleşmediği görülmektedir.

Tablo 1: Faaliyet Alanlarına Göre İşletmelerin Dağılımı

Endüstri	Tüm İşletmeler	Aile İşletmeleri	Aile İşletmeleri/ Tüm İşletmeler
Deri, Deri Ayakkabı	2	2	%100
Seramik, Porselen	4	4	%100
Beyaz Eşya	4	4	%100
Gaz, Doğalgaz	1	1	%100
Kağıt, Kırtasiye	6	6	%100
Petrol, Petrol Ürünleri ve Tesisleri	5	5	%100
İnşaat, Yapı Konut	12	11	%91
Elektrik, Enerji Üretim ve Dağıtım	18	16	%88
Tekstil, Giyim, Dokuma	28	24	%85
Otomotiv, Oto Kiralama, Oto Yedek Parça	13	11	%84
Tarım, Tarım Ürünleri, Hayvancılık, Gübre	11	9	%81
Perakendecilik, Toptancılık	5	4	%80
Kimya, Boya	10	8	%80
Yatırım ve Pazarlama	9	7	%77
Medya, Dergi, Gazete, Basım	8	6	%75
İlaç	4	3	%75
Havacılık	3	2	%66
Turistik Tesis, Otel vb. Hizmetleri	9	6	%66
Mobilya	3	2	%66
Profil, Plastik, Plastik Boru	9	6	%66
Lastik, Jant	3	2	%66
Yiyecek, İçecek	27	17	%62
Elektromekanik, Mekanik, Elektronik Ürünler	21	13	%61
Y.Parça, Balata, Fırça, Köpük, Tecrit Maddesi	12	7	%58
Ambalaj	9	5	%55
Çelik, Metal, Alüminyum, Döküm	21	11	%52
Maden	2	1	%50
Danışmanlık, Sağlık, Eğitim, Güvenlik, Hizm.	7	3	%42
Çimento, Hazır Beton	19	8	%42
Telekomünikasyon	6	2	%33
Spor Ürünleri	5	1	%20
Cam	5	0	%0
TOPLAM	301	207	%68

Tablo 2: Kıtalara ve Ünelere Göre Sınıflandırılmış Literatür Özeti

Ülke	Yazar-Yıl-Yöntem	Konu	Sonuç
Amerika (K.Amerika)	Walker vd. (1998) ROA, Satış Artışı, Net Kar vb. Örn. Sayısı: 219	Aile İşletmelerinde Verimlilik ve Değer	Aile işletmeleri diğer işletmelerden finansal olarak daha etkili ve değerlidir. Finansal açıdan varislerin yönettiği firmalar kurucuların yönettiği firmalardan daha etkili, genç kurucu yöneticilerin yönettiği aile işletmeleri ise finansal açıdan daha büyük yaşta yöneticilerin yönettiği aile işletmelerinden daha etkilidir.
Amerika (K.Amerika)	Anderson vd. (2009) Tobin-q Örn. Sayısı: 5.609	Amerika'da Kuruculuk, Varislik ve Şeffaflık	İşletmeler şeffaflıktan uzaklaştıkça kurucuların ve/veya varislerin yönetimindeki işletmelerin, finansal performansı ile artan bir şekilde negatif olarak ilişkilidir.
Amerika (K.Amerika)	Chrisman vd. (2004) Satış Artışı Örn. Sayısı: 1.141	Aile İşletmelerinde Temsil Maliyetleri ve Finansal Performans	Aile üyelerinin yönetime katılımının genelde temsil maliyetlerini azaltmaktadır.
Amerika (K.Amerika)	Hoelscher (2002) Anket Yöntemi Örn. Sayısı: 403	Aile Sermeyesi Ve Aile İşletmesi Arasındaki İlişki	Aile işletmeleri ile finansal performans arasında pozitif yönlü ilişki vardır.

Tablo 2'nin devamı:

Kanada (K. Amerika)	Smith, Amoaku-Adu (1999) Industry-Adjusted ROA Örn. Sayısı: 124	Aile Kontrollü İşletmelerde Yönetim Devri ve Finansal Performans	Aile işletmelerinde varislerin yöneticiliğe atandıktan sonra borsa değerlerini 3 gün içinde 3.20 e kadar (-1 to +1) düşüş görülürken aile şirketi olmayan diğer şirketlerde yöneticinin içerden veya dışarıdan atandığında önemli bir düşüş yoktur.
Kanada (K. Amerika)	King, Santor (2007) ROA, Tobin-q, Debt/Asset Örn. Sayısı: 613	Kanadalı Firmaların Sahiplik Yapısı, Performans ve Sahiplik Yapısı	Aile işletmelerinin diğer işletmelerle benzer piyasa performansına sahiptir. Buna karşılık aile şirketlerinin benzer ROA ve finansal kaldıraç oranlarına sahip olmasına rağmen diğer işletmelere nispeten %17'ye kadar daha düşük finansal performansa sahiptir.
Kanada (K. Amerika)	Pukthuanthong vd. (2013) Tobin-q, ROA Örn. Sayısı:158	Aile Sahipliği ve İşletme Değeri	Aile kontrollü aile işletmelerinin işletmelere finansal olarak değer kattığını; aile işletmelerindeki sahiplik ve yönetim arasındaki temsil maliyetlerinin diğer işletmelerdeki çoğunluk ve küçük hissedarlar arasındaki temsil maliyetlerinden daha az olduğunu ve bunda işletmenin finansal değerini artırdığını; CEO olarak kurucu ailenin yönettiği aile işletmelerinin; çocuk ve torunlarının yönettiği aile işletmelerinden daha iyi finansal performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.
Meksika (Orta Amerika)	Garcia (2007) ROA, ROE, Tobin-q Örn. Sayısı: 142	Aile İşletmelerinde İç Sermaye Tahsisi ve Finansal Performans	Aile işletmelerinin ve grup şeklinde bir araya gelen işletmelerin diğer işletmelerden daha iyi finansal performans göstermektedir. Ayrıca dışarıdan profesyonel yöneticilerin ailenin varis yöneticilerinden daha iyi finansal performans gösterdiği; aile işletmelerinin kurucularının ise varis ve profesyonel yöneticilerden daha iyi finansal performans gösterdiğini belirtmiştir.
Şili (G.Amerika)	Martinez vd. (2007) ROA, ROE, Tobin-q Örn. Sayısı: 175	Aile Sahipliği Ve Firma Performansı	100 aile işletmesinin aile işletmesi olmayan 75 şirketten daha iyi finansal performans göstermektedir.
Tayvan (Asya)	Filatotchew vd (2005) ROCE, ROA, Satış Gelirleri, Piyasa Değeri Örn. Sayısı: 228	Aile Kontrollü Firmalarda Kurumsal Yönetim ve Performans	Aile kontrolü ile finansal performans arasında bir ilişki yoktur. Yönetiminin aileden bağımsız olduğu, ailenin yönetim kurulu üzerinde kontrolünün olmadığı aile işletmelerinin, finansal performans üzerinde olumlu etkiye sahiptir.
Tayvan (Asya)	Chu (2011) ROA Örn. Sayısı: 786	Aile Sahipliği Ve Firma Performansı	Aile sahipliği ile firma performansı arasında özellikle aile üyesinin CEO olduğunda olumlu ilişki vardır. Ayrıca aile üyelerinin yönetime ve denetime müdahil olmadığında ise bu ilişkinin zayıf olduğu bulunmuştur.
Tayvan (Asya)	Chu (2009) ROA, Tobin-q Örn. Sayısı: 341	Aile Sahipliğinin Küçük ve Orta Büyüklükte İşletmeler Üzerinde Etkisi	Aile sahipliğinin küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin performansı üzerinde etkisi pozitifdir.
Tayvan (Asya)	Shyu (2011) Tobin-q, ROA Örn. Sayısı:465	Aile Sahipliği Ve Firma Performansı	Aile sahipliğinin firma performansı üzerinde pozitif olarak etkilediğini, ailelerin şirketin %30'undan daha fazlasına sahip olduklarında ise firma performansının düşmeye başladığı sonucunu bulunmuştur.
Tayland (Asya)	Khaemasunun (2004) ROA, ROE, Tobin-q Örn. Sayısı: 346	Gelişen Ekonomilerde Aile Şirketlerin de Karlılık, Risk ve Devamlılık	"Aile işletmeleri" ve "aile şeklinde yapılanmayan işletmelerin" "ailesel ortaklık" şeklinde yapılan işletmelerden daha yüksek Tobin-q değerine sahip olduğunu belirtmiştir.
Tayland (Asya)	Bertrand vd. (2008) ROA, Leverage Örn. Sayısı:93	Tayland da İşletme Grupları Ve Arkalarındaki Aileler	Erkek çocuklarının daha fazla sayıda katılımının daha düşük işletme performansı ile ilişkilendirilmiştir. Ayrıca daha fazla sayıda aile üyesinin yönetime katılımının şahıslar arasındaki çatışmadan dolayı finansal performansı olumsuz etkilemektedir.
İtalya (Avrupa)	Minichilli vd. (2010) ROA, ROI Örn. Sayısı: 500	Aile Kontrollü İşletmelerde Üst Yönetim Takımı	CEO'nun aileden seçilmesinin işletme için faydalı olduğu, aile ve aile olmayan işletmelerde üst yönetim takımı içindeki bölünmelerin alt gruplar arasında bölünmelere sebep olduğu ve bu da finansal performansa zarar verdiği belirtilmiştir.
İtalya (Avrupa)	Sciascia, Mazzola (2008) ROA, Tobin-q Örn. Sayısı:620	İşletme Yönetimine ve Sahipliğine Ailenin Katılımı	Ailenin işletmeye sahip olmasının işletmelerin finansal performansı üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Aile üyelerinin yönetime katılımıyla sahiplik arasında quadratik negatif bir ilişki vardır.
İtalya (Avrupa)	Caselli ve Giuli (2009) ROA, ROI Örn. Sayısı: 708	Aile İşletmelerinde Finans Müdürü (CFO) Önemli midir?	Aile işletmelerinde aileden olmayan finans müdürünün işletme performansını pozitif yönde etkilemektedir. En iyi performansın CEO'nun aile içinden finans müdürünün ise aile dışından seçildiğinde gerçekleşmektedir.

Tablo 2'nin devamı:

İtalya (Avrupa)	Cucculelli, Micucci (2007) ROA, ROS	İşletmelerde Varislik ve Firma Performansı	Aile içinden yönetimin sürdürülmesinin işletmelerin finansal performansı üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Aile işletmelerinin yapısında varislerinin bulunmasının üstünlüğü yoktur.
Kıta Avrupa (11 Avrupa Ülkesi)	Baronti, Caprio (2005) ROA, Tobin-q Örn. Sayısı: 675	İşletme Değeri Ve Performansı Üzerinde Aile Kontrolünün Etkisi	Kıta Avrupa'sında aile kontrolü işletmelerin finansal değeri ve operasyonel performans açısından olumludur. Bu ise sadece kurucunun hayatta olduğu işletmelerde değil, aynı zamanda büyük hisseye sahip varislerin yönetim kurulunda olduğu fakat CEO olmadığı durumlarda gerçekleşmektedir.
Batı Avrupa (13 Ülke)	Maury (2006) ROA, Tobin-q Örn. Sayısı: 1672	Aile Sahipliği Ve Firma Performansı	Aktif aile kontrolünün olduğu işletmelerin daha karlı olduğu, pasif aile kontrolünün ise karlılığa etkisinin olmadığı bulunmuştur. Ayrıca aile kontrolünün sahip ve yöneticiler arasındaki temsil maliyetlerini düşürdüğü; buna karşılık küçük hissedarların haklarının korunmasının düşük ve aile kontrolünün yüksek olması aile ve küçük hissedarlar arasında çatışmalara neden olabileceğini belirtilmiştir.
Fransa (Avrupa)	Thesmar, Sraer (2007) ROA, ROE, Örn. Sayısı: 1000	Aile İşletmelerinin Performansı ve Davranışları: FR	Aile işletmelerinin aile işletmesi olmayan diğer işletmelerden büyük çoğunlukla daha iyi finansal performans göstermektedir.
Almanya (Avrupa)	Andres (2008) ROA, Tobin-q Örn. Sayısı:275	Büyük Hissedarlar Ve Firma Performansı	Aile işletmeleri sadece diğer işletmelerden daha karlı değil; aynı zamanda blok hissedarlara sahip aile işletmesi olmayan işletmelerden de daha iyi finansal performans göstermektedir. Fakat aile işletmelerinin performansını sadece aile üyelerinin yönetim veya denetim kurulunda aktif olduğu işletmelerde daha üstündür.
İngiltere (Avrupa)	Westhead, Howorth (2006) Satış Gelirleri, Net Kar Örn. Sayısı: 887	Sahiplik ve Yönetim ile Aile İşletmesinin Performansı ve Hedefleri	Aile işletmelerinin sahipliği ve daha fazla aile üyesinin yönetime katılımının işletme performans göstergeleri ve finansal olmayan işletme hedefleri ile ilişkilendirilmiştir.
Hollanda (Avrupa)	Eelderink (2014) ROA, ROE, MV/BV Örn. Sayısı: 80	İşletme Performansı Üzerinde Sahiplik Yapısının Etkisi	Ailesel sahiplik ve işletme performansı arasında anlamlı pozitif bir ilişki vardır.
Norveç (Avrupa)	Barth vd. (2005) Satışlar, Tobin-q Örn. Sayısı: 438	Aile Şirketleri Ve Verimlilik	Norveç İş ve Endüstri Konfederasyonu ile ilişkili aile işletmelerinin diğer firmalardan finansal açıdan daha az verimlidir. Ayrıca dışarıdan profesyonellerin yönettiği aile işletmeleri ile aile işletmesi olmayan diğer işletmeler ile arasında finansal açıdan bir fark bulunmazken; aile içinden şahısların yönettiği aile işletmelerinden daha az verimlidir.
Norveç (Avrupa)	P.Kortelainen (2007) ROA Örn. Sayısı: 1842 Örn. Sayısı: 416	İşletme Performansı Üzerinde Sahiplik Yapısının Etkisi	416 firma üzerinde yaptığı lineer regresyon analizi sonucunda aile işletmelerinin diğer işletmelerden daha iyi finansal performans göstermemiştir.1842 firma üzerinde yapılan çalışma da ise ROA ile yapılan ölçümde aile işletmelerinin karlılığı ve finansal performansının diğer işletmelerden önemli derecede daha yüksektir.
Polonya (Avrupa)	Kowalewski vd. (2010) ROA, ROE Örn. Sayısı: 217	İşletme Performansı Üzerinde Aile Sahipliğinin Etkisi	Aile fertlerinin katılımı ve işletmelerin finansal performansı arasında Ters U-Şekilli bir ilişki vardır. Ayrıca CEO'nun ailenin içinden seçildiği aile işletmelerinin aile dışından seçilen CEO'nun yönettiği aile işletmelerinden daha iyi finansal performans göstermektedir.
Finlandiya (Avrupa)	Alestalo (2010) ROA, ROE, Satışlar, Toplam Varlıklar Örn. Sayısı: 196	İşletme Varisliyi Üzerinde Cinsiyet Etkisi, Aile Karakteristikleri ve İşletme Performansı	İşletme CEO'sunun cinsiyetinin işletme performansı üzerinde etkisi yoktur.
S&P 500	Anderson, Reeb(2003) Tobin-q, ROA Örn. Sayısı: 403	Kurucu Aile Sahipliği Ve İşletme Performansı	Aile işletmelerinin diğer işletmelerden daha iyi finansal performans göstermektedir. Ayrıca aile işletmeleri ile finansal performans arasında doğrusal olmayan bir ilişki vardır. Aile kontrolü arttıkça işletme performansı düşer ve aile üyelerinin CEO olarak bulunduğu ve dışarıdan profesyonel yönetici bulundurulduğunda aile işletmelerin performansı varis CEO olarak çalışan aile işletmelerinden daha üstündür.
S&P 500	Lee (2006) Satış Gelirleri, Net Kar Örn. Sayısı: 166	Aile İşletmelerinin Performansı	Aile işletmelerinin daha yüksek istihdam sağladığı, daha karlı ve gelirlerinin arttığı tezini doğrulamıştır. Ayrıca yapmış olduğu analizler ile aile üyelerinin yönetime katılımı durumunda finansal performansının arttığı tezini desteklemiştir.

Tablo 2'nin devamı:

S&P 500	Anderson vd. (2003) Leverage Örn. Sayısı: 500	Kurucu Aile İşletmeleri ve Temsil Maliyetleri	Kurucu aile işletme yapısının çoğunlukla halka açık işletmelerdir. Hem istatistiksel olarak hem de ekonomik açıdan daha düşük temsil maliyetlerine sahiptir.
Fortune 500	Villalonga vd (2004) Tobin-q, ROA, Debt/Equity, Sales Örn. Sayısı: 500	Aile Sahipliği, Yönetimi ve Kontrolü İşletme Değerini Nasıl Etkiler?	Aile işletmelerinin kurucusunun veya dışarıdan profesyonellerin CEO olarak bulunduğu değer üretmektedir. Varislerin CEO olarak bulunduğu aile şirketleri ise başarısızdır.
Fortune 1000	Miller vd (2007) Tobin-q Örn. Sayısı: 1000 Örn. Sayısı: 100	Aile Firmaları Üstün Performans Gösterirler mi?	Fortune 1000'de hem sahip hem de yönetici olarak aile üyelerinin bulunduğu aile işletmelerinin finansal açıdan iyi bir performans göstermediğini, tek kurucu işletmelerin ise iyi performans gösterdiğini; 100 küçük işletme üzerinde yaptıkları çalışmada ise hem aile işletmelerinin hem de tek kurucu işletmelerin üstün bir performans göstermediği sonucuna ulaşılmıştır.
	Millers (2006)	İşletme Yönetimi ve İşletme Performansı	Genel olarak aile işletmelerinin temsil maliyetlerini azaltmaktadır. Liderler ve sahipler arasındaki idarecilik davranışları ortaya çıktığında ise finansal performans açısından aile işletmeleri daha da başarılıdır.
Japonya	Saito (2008) Tobin-q Örn. Sayısı: 1818	Aile İşletmeleri ve İşletme Performansı	Aile işletmelerinin finansal performansı aile olmayan diğer işletmelerden az da olsa daha yüksektir. Aile işletmelerinin iyi performansının kurucunun işletme de aktif olduğundadır. İşletmenin varislere devrinden sonra ise sonuçların hem olumlu hem de olumsuzdur.
Japonya	Amann, Jaussaud (2012) ROA, ROE, ROI Örn. Sayısı: 98	Ekonomik Krizlerde Aile Ve Aile Olmayan İşletmelerin Esnekliği	Krizlerde ve sonrasında aile şirketleri daha güçlü bir esnekliğe sahiptir.
İran	Alipour (2013) ROA, ROE, Tobin-q Örn. Sayısı: 60	Sahiplik Yapısı Ve Kurumsal Performans Arasındaki İlişki	Şirketlerin ROA, ROE ve Tobin-q değerlerine bakarak devlet, birey, aile türü sahiplik ile finansal performans arasında negatif yönde bir ilişki vardır. Firma ve kurumsal sahiplik ile finansal performans arasında pozitif yönde bir ilişki vardır.

3. METODOLOJİ

Borsa İstanbul'da işlem gören aile işletmelerinin finansal performansını araştırdığımız bu çalışmada Eviews paket programı yardımıyla, regresyon analizleri yapılarak Borsa İstanbul'da işlem gören aile işletmelerinin finansal performansının diğer şirketlerden farklı olup olmadığı incelenmiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören işletmelerin verileri Kamu Aydınlatma Platformu ve işletmelerin web adreslerinden elde edilerek ortaklık yapıları ve yönetim kurulları incelenmiş ve bir ailenin elindeki hisse miktarı %20'nin üzerinde olan işletmeler (Miller, 2006; Sraer ve Thesman, 2007) aile işletmesi olarak kabul edilmiştir.

Bu çalışmanın kısıtları aşağıda listelenmiştir.

1. Bu çalışma da reel sektör ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da yer alan 331 işletme incelenmiştir.
2. Bu çalışmaya holdingler, leasing şirketleri, factoring şirketleri, gayri menkul yatırım ortaklıkları, finansman şirketleri, bankalar, sigorta şirketleri ve menkul değerler ortaklıkları dâhil edilmemiştir.

3. İşletmelerin 2014 ve 2015 yıllarına ilişkin finansal tabloları dikkate alınarak; 2015 yılına ilişkin finansal performansları ölçülmüş ve bu değerler analiz çalışmasında bağımlı değişkenler olarak kullanılmışlardır.
4. Finansal performans ölçütü olarak toplam aktif karlılığı (ROA), öz sermaye karlılığı (ROE), toplam satış karlılığı (ROS) ve piyasa değeri/defter değeri (MV/BV) kullanılmıştır.

Bu araştırmada aşağıdaki temel sorulara yanıt aranmıştır:

1. Aile işletmelerinin finansal performansı diğer işletmelerden farklı mıdır?
2. CEO' su ailenin ferdi olduğu işletmelerin finansal performansı, CEO'su aileden olmayan işletmelere göre farklılık göstermekte midir?
3. Yönetim kurulu başkanının ailenin ferdi olduğu işletmelerin finansal performansı, yönetim kurulu başkanı aileden olmayan işletmelere göre farklılık göstermekte midir?
4. CEO'nun cinsiyetinin işletmenin finansal performansı üzerinde etkisi var mıdır?

5. Yönetim kurulu başkanının cinsiyetinin işletmenin finansal performansı üzerinde etkisi var mıdır?
6. Yönetim kurulu başkanı ve CEO'su aynı olan işletmelerin finansal performansı, yönetim kurulu başkanı ve CEO'su aynı olmayan işletmelere göre farklılık göstermekte midir?

Tablo 3'de çalışmamızın regresyon denkleminde yer alan bağımlı değişkenler, bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleri listelenmiştir. Analiz çalışmasında modellere dahil edilen değişkenler, Miller vd.'nin (2007) tarihli çalışması dikkate alınarak belirlenmiştir.

Tablo 4 de bağımsız değişkenler olan aile işletmelerinin ($FML = 1$) ve aile olmayan diğer işletmelerin

($FML = 0$), CEO'su aileden olan işletmelerin ($CEO = 1$) ve CEO'su aileden olmayan diğer işletmelerin ($CEO = 0$), yönetim kurulu başkanının aileden olduğu işletmelerin ($CH = 1$) ve yönetim kurulu başkanının aileden olmayan işletmelerin ($CH = 0$), CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı olduğu işletmelerin ($CEOCH = 1$) ve CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı olmadığı işletmelerin ($CEOCH = 0$), CEO'su ve yönetim kurulu başkanının kadın olduğu işletmelerin ve CEO'su ve yönetim kurulu başkanının erkek olduğu işletmelerin sahip olduğu ROA, ROE, ROS, MV/BV ortalamalarıyla birlikte şirket yaşlarının, 2015 yılında yapmış oldukları toplam satışların doğal logaritmalarının ve 2015 yılında sahip oldukları toplam varlıkların doğal logaritmalarının ortalamalarına ve standart sapmalarına yer verilmiştir.

Tablo 3: Araştırmanın Değişkenleri

Değişkenler	Tanım	Türü
<i>FML</i>	"0" ve "1" değerlerini alır."1" Aile Şirketi olduğunu belirtir. Aile şirketi bir kişi veya bir ailenin şirket oy kullanma hakkının en az %20'sine sahip olduğu şirket türüdür	Bağımsız Değişken
<i>CEOFML</i>	"0" ve "1" değerlerini alır. "1" CEO'nun aile fertlerinden atandığını belirtir. CEO'nun aileden olduğu işletmeler; CEO'nun işletme hisse senetlerinin en az %5'ine sahip olduğu işletme türüdür.	Bağımsız Değişken
<i>CHRFML</i>	"0" ve "1" değerlerini alır. "1" yönetim kurulu başkanının aile fertlerinden atandığını belirtir. Yönetim kurulu başkanının aileden olduğu işletmeler; yönetim kurulu başkanının işletme hisse senetlerinin en az %5'ine sahip olduğu işletme türüdür.	Bağımsız Değişken
<i>CEOCH</i>	"0" ve "1" değerlerini alır. "1" Hem yönetim kurulu başkanının hem de CEO'nun aynı fertlerden oluştuğunu gösterir.	Bağımsız Değişken
<i>CEOGEN</i>	"0" ve "1" değerlerini alır. "1" CEO'nun erkek olduğunu; "0" ise CEO'nun kadın olduğunu ifade eder.	Bağımsız Değişken
<i>CHRGEN</i>	"0" ve "1" değerlerini alır. "1" yönetim kurulu başkanının erkek olduğunu; "0" ise yönetim kurulu başkanının kadın olduğunu ifade eder.	Bağımsız Değişken
<i>ROA</i>	Aile işletmesinin net aktif karlılığını ifade eder. Net karın işletmenin toplam aktifine oranıdır.	Bağımlı Değişken
<i>ROE</i>	Aile işletmesinin öz sermaye karlılığını gösterir. İşletmenin net karının öz kaynaklara oranıdır.	Bağımlı Değişken
<i>ROS</i>	Aile işletmesinin toplam satış karlılığını gösterir. İşletmenin net karının toplam satışlarına oranıdır.	Bağımlı Değişken
<i>MV/BV</i>	Piyasa değeri/defter değeri; hisse senedinin piyasa değerini öz sermayeye oranlanması ile bulunan değerdir.	Bağımlı Değişken
<i>LEVERAGE</i>	Kaldıraç oranı; toplam borçların toplam varlıklara oranıdır. İşletmenin varlıklarının ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklarla temin edildiğini gösterir.	Kontrol Değişkeni
<i>ROA_{t-1}</i>	Bir önceki yıla dair işletmenin net aktif karlılığını ifade eder.	Kontrol Değişkeni
<i>ROE_{t-1}</i>	Bir önceki yıla dair işletmenin net öz sermaye karlılığını ifade eder.	Kontrol Değişkeni
<i>ROS_{t-1}</i>	Bir önceki yıla dair işletmenin net toplam satış karlılığını ifade eder.	Kontrol Değişkeni
<i>FIRM AGE</i>	t yılından işletmenin kuruluşuna kadar olan farkını ifade eder.	Kontrol Değişkeni
<i>LNSALES</i>	t yılındaki toplam satışların logaritmasıdır.	Kontrol Değişkeni
<i>LNASSETS</i>	t yılındaki toplam varlıkların logaritmasıdır.	Kontrol Değişkeni

Tabloda yer alan ROA, ROE, ROS, MV/BV değerleri 2015 yılına ait finansal tablolardan hesaplanmıştır ve işletmelerin bu değerlerinin ortalaması alınmıştır.

Tablo 4 de aile işletmelerinin (FML=1) öz sermaye karlılığı (ROE) negatif (-0,0377) iken; aile işletmesi olmayan diğer işletmelerin (FML=0) toplam satış karlılığı (ROS) negatif (-0,3596) çıkmıştır.

Ayrıca CEO'su aileden olan işletmelerin (CEO=1) toplam aktif karlılığı (ROA) negatif (-0,0079); öz sermaye karlılığı (ROE) negatif (-0,0617); toplam satış karlılığı (ROS) negatif (-0,3645) çıkarken; yönetim kurulu başkanının aileden olduğu işletmelerin (CHR=1) öz sermaye karlılığı (ROE) negatif (-0,0056); yönetim kurulu başkanının aileden olmadığı (CHR=0) işletmelerin ise toplam satış karlılığı negatif (-0,2253) çıkmıştır.

Ayrıca CEO'su ile yönetim kurulu başkanının aynı olduğu işletmelerin (CEOCHR=1) toplam aktif karlılığı (ROA) negatif (-0,0085) ve toplam satış karlılığı (ROS) negatif (-0,0187) iken; CEO'su ile yönetim kurulu başkanı aynı olmadığı işletmelerin (CEOCHR=0) öz sermaye karlılığı (ROE) negatif (-0,0043), toplam satış karlılığı (ROS) negatif (-0,0355) çıkmıştır.

Ayrıca CEO'nun erkek olduğu işletmelerin toplam satış karlılığı negatif (-0,0388) iken; CEO'nun kadın olduğu işletmelerin ise öz sermaye karlılığı (ROE) negatif (-0,0535) çıkmıştır. Ayrıca yönetim kurulu başkanının erkek olduğu işletmelerin ROS ortalaması negatif iken (-0,0301); yönetim kurulu başkanının kadın olduğu işletmelerin hem ROE ortalaması (-0,0920) hem de ROS ortalaması (-0,0316) negatif çıkmıştır.

Tablo 4: Tanımlayıcı İstatistikler

		ROA	ROE	ROS	MV/BV	AGE	LEVERAGE	LNSALES	LNASSETS
FML = 1 (209)	Ortalama	0,0116	-0,0377	0,1188	2,0488	31,2	0,5748	17,955	18,762
	Standart Sapma	0,0143	0,0374	0,3597	0,1585	1,1106	0,0266	0,2170	0,1361
FML = 0 (92)	Ortalama	0,0276	0,1500	-0,3596	2,4073	34,2	0,5180	17,827	18,812
	Standart Sapma	0,0124	0,0360	0,2481	0,2918	1,6933	0,0398	0,3778	0,2206
CEO = 1 (124)	Ortalama	-0,0079	-0,0617	-0,3645	1,4188	27,1	0,5850	17,788	18,515
	Standart Sapma	0,0224	0,0484	0,4003	0,1745	1,3088	0,0390	0,1865	0,1507
CEO = 0 (177)	Ortalama	0,0338	0,0786	0,2054	2,6629	35,7	0,5391	18,223	18,972
	Standart Sapma	0,0084	0,0340	0,3395	0,1981	1,2185	0,0257	0,2583	0,1650
CHR = 1 (199)	Ortalama	0,0124	-0,0056	0,0711	1,8551	29,8	0,5653	17,895	18,651
	Standart Sapma	0,0146	0,0310	0,3744	0,1544	1,0869	0,0264	0,2010	0,1291
CHR = 0 (102)	Ortalama	0,0246	0,0722	-0,2253	2,7265	36,9	0,5437	18,336	19,043
	Standart Sapma	0,0125	0,0581	0,2270	0,2807	1,6444	0,0399	0,3149	0,2295
CEOCHR = 1 (111)	Ortalama	-0,0085	0,0638	-0,0187	1,5364	26,4	0,5649	17,391	18,295
	Standart Sapma	0,0254	0,0253	0,1539	0,1930	1,4593	0,0447	0,2612	0,1794
CEOCHR = 0 (190)	Ortalama	0,0312	-0,0043	-0,0355	2,5090	35,6	0,5540	18,424	19,069
	Standart Sapma	0,0075	0,0426	0,4008	0,1889	1,1311	0,0233	0,2186	0,1469
CEOMEN (284)	Ortalama	0,0140	0,0252	-0,0388	2,0585	31,7	0,5648	18,059	18,789
	Standart Sapma	0,0110	0,0265	0,2745	0,1371	0,9541	0,0230	0,1764	0,1188
CEOWOMEN (17)	Ortalama	0,0594	-0,0535	0,1293	2,9954	40,7	0,4450	16,742	18,687
	Standart Sapma	0,0260	0,2454	0,0665	0,7080	3,5037	0,0685	1,2169	0,5270
CHRMEN (282)	Ortalama	0,0168	0,0273	-0,0301	2,1022	31,6	0,5672	17,874	18,733
	Standart Sapma	0,0111	0,0299	0,2764	0,1395	0,9634	0,0231	0,1997	0,1218
CHRWOMEN (19)	Ortalama	0,0043	-0,0920	-0,0316	2,2068	40,2	0,4330	18,679	19,574
	Standart Sapma	0,0191	0,0812	0,0965	0,5738	3,0888	0,0590	0,4577	0,2642

Not: Parantez içindeki değerler kayıt sayısını göstermektedir. ROA, ROE, ROS, MV/BV değerleri 2015 yılına ait finansal tablolardan hesaplanmıştır ve işletmelerin bu değerlerinin ortalaması alınmıştır.

4. Analiz Sonuçları

Finansal performans ölçütü olarak toplam aktif karlılığı (ROA), öz sermaye karlılığı (ROE), toplam satış karlılığı (ROS) ve piyasa değeri/defter değeri (MV/BV) kullanılmıştır. ROA, ROE, ROS ve MV/BV değişkenlerinin sırası ile bağımlı değişken olarak kullanıldığı üç farklı model tahmin edilmiştir.

Birinci modelde sırası ile bağımlı değişkenler ROA, ROE, ROS ve MV/BV ile bağımsız değişkenler olan işletmelerin aile işletmesi olup olmaması (FML), CEO'nun aileden olup olmaması (CEOFML), yönetim kurulu başkanının aileden olup olmaması (CHRFML) ve CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olup olmaması (CEOCH) arasındaki ilişki OLS regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir.

$$Y_{2015} = \beta_0 + \beta_{FML} FML + \beta_{CEOFML} CEOFML + \beta_{CHRFML} CHRFML + \beta_{CEOCH} CEOCH$$

İkinci modelde sırası ile bağımlı değişkenler ROA, ROE, ROS ve MV/BV ile bağımsız değişkenler olan işletmelerin aile işletmesi olup olmaması (FML), CEO'nun aileden olup olmaması (CEOFML), yönetim kurulu başkanının aileden olup olmaması (CHRFML), CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olup olmaması (CEOCH), CEO'nun cinsiyetinin kadın olup olmaması (CEOGEN) ve yönetim kurulu başkanının cinsiyetinin kadın olup olmaması (CHRGEN) arasındaki ilişki OLS regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir.

$$Y_{2015} = \beta_0 + \beta_{FML} FML + \beta_{CEOFML} CEOFML + \beta_{CHRFML} CHRFML + \beta_{CEOCH} CEOCH + \beta_{CEOGEN} CEOGEN + \beta_{CHRGEN} CHRGEN$$

Üçüncü modelde sırası ile bağımlı değişkenler ROA, ROE, ROS ve MV/BV ile bağımsız değişkenler olan işletmelerin aile işletmesi olup olmaması (FML), CEO'nun aileden olup olmaması (CEOFML), yönetim

kurulu başkanının aileden olup olmaması (CHRFML), CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olup olmaması (CEOCH), CEO'nun cinsiyetinin kadın olup olmaması (CEOGEN) ve yönetim kurulu başkanının kadın olup olmaması (CHRGEN) arasındaki ilişki OLS regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Ayrıca regresyon denkleminde işletmelerin 2015 yılına ait kaldıraç oranları (LEVERAGE), toplam satışları (LNSALES), toplam varlıkları (LNASSETS), işletmelerin 2014 yılına ait ROA, ROE, ROS değerleri ile işletmelerin yaşları (AGE) kontrol değişkeni olarak eklenmiştir.

$$Y_{2015} = \beta_0 + \beta_{FML} FML + \beta_{CEOFML} CEOFML + \beta_{CHRFML} CHRFML + \beta_{CEOCH} CEOCH + \beta_{CEOGEN} CEOGEN + \beta_{CHRGEN} CHRGEN + \beta_{LEVERAGE} LEVERAGE + \beta_{Y_{2014}} Y_{2014} + \beta_{AGE} AGE + \beta_{LNSALES} LNSALES + \beta_{LNASSETS} LNASSETS$$

Tablo 5'de ROE ile bağımsız değişken olan aile işletmeleri arasında negatif yönlü bir ilişki (-,165) mevcut iken bu sonuç %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç aile işletmelerinin öz sermaye karlılığında finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. ROE ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'nun aileden olması ile arasındaki negatif yönlü bir ilişki (-,269) mevcut iken bu sonuç istatistiksel olarak %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO'nun aileden olduğu işletmelerin öz sermaye karlılığında finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. Son olarak ise ROE ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olduğu işletmeler arasında pozitif yönlü bir ilişki (,217) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç işletme CEO'su ile yönetim kurulu başkanının aynı olduğu işletmelerin öz sermaye karlılığı finansal performansının olumlu olduğunu göstermektedir.

Tablo 5: Birinci Model İçin Regresyon Sonuçları

$$Y_{2015} = \beta_0 + \beta_{FML} FML + \beta_{CEOFML} CEOFML + \beta_{CHRFML} CHRFML + \beta_{CEOCH} CEOCH$$

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişkenler (Y_{2015})							
	ROA ₂₀₁₅		ROE ₂₀₁₅		ROS ₂₀₁₅		MV/BV ₂₀₁₅	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
β_{FML}	-,010	,699	-,165	,018**	,605	,353	,270	,434
β_{CEOFML}	-,036	,252	-,269	,001***	-1,600	,039**	-,904	,028**
β_{CHRFML}	,018	,530	,112	,147	,762	,291	-,399	,298
β_{CEOCH}	-,022	,430	,217	,003***	,751	,262	-,379	,286
C	,034	,112	,091	,107	,567	,283	2,740	,000
F-Value	1,240	,294	5,649	,000	1,256	,287	5,564	,000
R-Squared	,016		,071		,017		,070	
Adj.R-Squared	,003		,058		,003		,057	

Not : ***, ** ve * sırası ile %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı gösterir.

ROS ile bağımsız değişkenlerden olan CEO'nun aileden olduğu işletmeler arasında ise negatif yönlü bir ilişki mevcuttur (-1,600) ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO'nun aileden olduğu işletmelerin satış karlılığında finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. Piyasa değeri defter değeri oranı ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'nun aileden seçildiği işletmeler arasında ise negatif yönlü (-,904) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Bu sonuç CEO'nun aileden seçildiği işletmelerin piyasa değeri defter değeri oranı açısından finansal performansını olumsuz etkilediğini göstermektedir.

Tablo 6'da bağımlı değişken olan ROE ile bağımsız değişken olan aile işletmeleri arasındaki ilişki negatif yönlüdür (-,158) ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç aile işletmelerinin öz sermaye karlılığında finansal olarak performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. ROE ile bağımsız değişken olan CEO'nun aileden olduğu işletmeler arasında negatif yönlü bir ilişki (-,282) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO'nun aileden olduğu işletmelerin öz sermaye karlılığında finansal olarak performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. ROE ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olduğu işletmeler arasında pozitif yönlü bir ilişki (,217) mevcuttur ve bu sonuç %1

güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olduğu işletmelerin öz sermaye karlılığının finansal performansının olumlu olduğunu göstermektedir. Bir diğer bağımlı değişken olan ROS ile bağımsız değişken olan CEO'nun aileden olduğu işletmeler arasında negatif yönlü bir ilişki (-1,642) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO'nun aileden olduğu işletmelerin öz sermaye karlılığında finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. Piyasa değeri defter değeri oranı ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'nun aileden seçildiği işletmeler arasında ise negatif yönlü (-,930) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Bu sonuç CEO'nun aileden seçildiği işletmelerin piyasa değeri defter değeri oranı açısından finansal performansını olumsuz etkilediğini göstermektedir.

Tablo 7'de bağımlı değişken olan ROA ile bağımsız değişken olan yönetim kurulu başkanının kadın olup olmaması arasında ise negatif yönlü bir ilişki (-,086) vardır ve bu sonuç ise istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç yönetim kurulu başkanının kadın olduğu işletmelerin toplam aktif karlılığının finansal performansının olumsuz olduğunu; yönetim kurulu başkanının erkek olduğu işletmelerin ise toplam aktif karlılığının finansal performansının olumlu olduğunu göstermektedir.

Tablo 6: İkinci Model İçin Regresyon Sonuçları

$$Y_{2015} = \beta_0 + \beta_{FML} FML + \beta_{CEOFML} CEOFML + \beta_{CHRFML} CHRFML + \beta_{CEOCH} CEOCH + \beta_{CEOGEN} CEOGEN + \beta_{CHRGEN} CHRGEN$$

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişkenler (Y)							
	ROA ₂₀₁₅		ROE ₂₀₁₅		ROS ₂₀₁₅		MV/BV ₂₀₁₅	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
β_{FML}	-,011	,684	-,158	,025**	,616	,349	,248	,476
β_{CEOFML}	-,039	,221	-,282	,001***	-1,642	,037**	-,930	,025**
β_{CHRFML}	,022	,460	,120	,125	,796	,275	-,355	,357
β_{CEOCH}	-,021	,449	,217	,003***	,756	,261	-,364	,306
β_{CEOGEN}	,047	,346	-,032	,808	,187	,879	,846	,192
β_{CHRGEN}	-,039	,412	-,124	,322	-,466	,691	-,431	,487
C	,033	,126	,096	,092	-,563	,290	2,713	,000
F- Value	1,025	,409	3,978	,001	,859	,526	4,008	,001
R-Squared	,020		,075		,017		,076	
Adj.R-Squared	,000		,056		-,003		,057	

Not : ***, ** ve * sırası ile %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı gösterir.

Tablo 7: Üçüncü Model İçin Regresyon Sonuçları

$$Y_{2015} = \beta_0 + \beta_{FML} FML + \beta_{CEOFML} CEOFML + \beta_{CHRFML} CHRFML + \beta_{CEOCH} CEOCH + \beta_{CEOGEN} CEOGEN + \beta_{CHRGEN} CHRGEN + \beta_{LEVERAGE} LEVERAGE + \beta_{Y2014} Y_{2014} + \beta_{AGE} AGE + \beta_{LNSALES} LNSALES + \beta_{LNASSETS} LNASSETS$$

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişkenler (Y_{2015})							
	ROA ₂₀₁₅		ROE ₂₀₁₅		ROS ₂₀₁₅		MV/BV ₂₀₁₅	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
β_{FML}	,005	,805	-,158	,026**	,586	,369	,285	,384
β_{CEOFML}	-,028	,264	-,284	,001***	-1,787	,022**	-,864	,028**
β_{CHRFML}	,019	,403	,115	,145	,594	,414	-,198	,589
β_{CEOCH}	-,015	,488	,209	,005***	,750	,273	-,062	,856
β_{CEOGEN}	,037	,353	-,026	,845	,318	,795	,849	,169
β_{CHRGEN}	-,086	,023**	-,121	,342	-,390	,740	-,924	,118
$\beta_{LEVERAGE}$	-,304	,000***	-,040	,590	-,973	,160	-1,508	,000***
$\beta_{ROA2014}$,003	,958						
$\beta_{ROE2014}$,002	,391				
$\beta_{ROS2014}$,007	,011**		
β_{AGE}	,000	,623	-,001	,762	-,024	,170	,028	,001***
$\beta_{LNSALES}$,006	,061*	,007	,559	,106	,323	,165	,002***
$\beta_{LNASSETS}$,002	,672	-,011	,572	-,190	,277	-,070	,423
C	,020	,809	,221	,444	2,642	,321	,761	,568
F- Value	18,830	,000	2,264	,012	1,536	,118	6,990	,000
R-Squared		,417		,079		,055		,194
Adj.R-Squared		,395		,044		,019		,166

Not : ***, ** ve * sırası ile %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı gösterir.

ROA ile diğer kontrol değişkenlerinden birisi olan 2015 yılı kaldıraç oranı ile arasında negatif yönlü bir ilişki (-,304) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç işletmelerin yabancı kaynakları daha az kullandığında toplam aktif karlılığının arttığını göstermektedir. Eğer işletmeler yabancı kaynaklara daha fazla başvururlar ise toplam aktif karlılığının düştüğünü göstermektedir. ROA ile bir diğer kontrol değişkeni olan satışlar arasında pozitif yönlü bir ilişki (,006) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %10 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç işletmelerin satışlarının arttıkça toplam aktif karlılığının da arttığını göstermektedir. Bir diğer bağımlı değişken olan ROE ile bağımsız değişken olan aile işletmeleri arasında negatif yönlü bir ilişki (-,158) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç aile işletmelerinin öz sermaye karlılığının finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. ROE ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'su aileden olan işletmeler arasında negatif yönlü bir ilişki (-,284) vardır ve bu sonuç istatistiksel olarak %1 güvenilirlik

düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO'su aileden olan işletmelerin öz sermaye karlılığının finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. ROE ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'su ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olduğu işletmeler arasında ise pozitif yönlü bir ilişki (,209) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO'su ile yönetim kurulu başkanı aynı olan işletmelerin öz sermaye karlılığının finansal performansı olumludur. ROS ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'su aileden olan işletmeler arasında ise negatif yönlü bir ilişki (-1,787) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. ROS ile bir diğer kontrol değişken olan işletmelerin 2014 yılına dair ROS değerleri arasında ise pozitif yönlü bir ilişki (,007) vardır ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Piyasa değeri defter değeri oranı ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'nun aileden seçildiği işletmeler arasında ise negatif yönlü (-,864) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Bu sonuç CEO'nun aileden seçildiği işletmelerin piyasa değeri defter değeri oranı

açısından finansal performansını olumsuz etkilediğini göstermektedir. Piyasa değeri defter değeri oranı (MV/BV) ile kontrol değişkenlerinden birisi olan işletmelerin 2015 yılına ait kaldıraç oranları ile arasında negatif yönlü (-,1,508) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Bu sonuca göre işletmeler yabancı kaynak finansmanına ne kadar az başvurursa o kadar çok piyasa değeri defter değeri oranı açısından karlılığı artacaktır. Piyasa değeri defter değeri oranı (MV/BV) ile kontrol değişkenlerinden işletmelerin yaşları ile pozitif yönlü (,028) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Bu sonuca göre işletmelerin yaşı arttıkça piyasa değeri defter değeri oranı açısından karlılığı artacaktır. Piyasa değeri defter değeri oranı (MV/BV) ile kontrol değişkenlerinden işletmelerin 2015 yılına ait toplam satışları arasında pozitif yönlü (,165) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Bu sonuca göre işletmelerin toplam satış karlılığı arttıkça piyasa değeri defter değeri oranı açısından karlılığı da artacaktır.

5. Geçerlilik Testi (Robustness Test)

Çalışmamızın bu kısmında daha önce aile işletmelerinin tanımı için belirlemiş olduğumuz " bir kişinin veya bir ailenin herhangi bir işletmenin hisselerinin en az % 20'sine sahip olma" kriteri, "bir kişinin veya bir ailenin herhangi bir işletmenin hisselerinin en az % 50'sine sahip olma" şeklinde değiştirilmiştir. Daha önceki analizlerde kullanılan regresyon modelleri ROA, ROE, ROS ve MV/BV bağımlı değişkenleri için sırası ile çalıştırılmıştır.

Tablo 8'de bağımlı değişken olan ROA ile bağımsız değişken aile işletmeleri arasında negatif yönlü bir ilişki (-,038) vardır ve bu ilişki istatistiksel olarak %10

güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç aile işletmelerinin toplam aktif karlılığında finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. Bir diğer bağımlı değişken olan ROE ile bağımsız değişken olan aile işletmeleri arasında negatif yönlü bir ilişki (-,159) mevcut iken bu sonuç %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç aile işletmelerinin öz sermaye karlılığında finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. ROE ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'nun aileden olması ile arasındaki negatif yönlü bir ilişki (-,283) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO'nun aileden olduğu işletmelerin öz sermaye karlılığında finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. Son olarak ise ROE ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olduğu işletmeler arasında pozitif yönlü bir ilişki (,232) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç işletme CEO'su ile yönetim kurulu başkanının aynı olduğu işletmelerin öz sermaye karlılığı finansal performansının olumlu olduğunu göstermektedir.

Bir diğer bağımlı değişken olan ROS ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'nun aileden olduğu işletmeler arasında ise negatif yönlü bir ilişki mevcuttur (-1,532) ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO'nun aileden olduğu işletmelerin satış karlılığında finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. Bir diğer bağımlı değişken olan piyasa değeri defter değeri oranı ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'nun aileden seçildiği işletmeler arasında ise negatif yönlü (-,833) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur.

Tablo 8: Birinci Model İçin Regresyon Sonuçları

$$Y_{2015} = \beta_0 + \beta_{FML} FML + \beta_{CEOFML} CEOFML + \beta_{CHRFML} CHRFML + \beta_{CEOCH} CEOCH$$

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişkenler (Y)							
	ROA ₂₀₁₅		ROE ₂₀₁₅		ROS ₂₀₁₅		MV/BV ₂₀₁₅	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
β_{FML}	-,038	,091*	-,159	,007***	,329	,551	-,396	,176
β_{CEOFML}	-,035	,263	-,283	,001***	-1,532	,047**	-,833	,041**
β_{CHRFML}	,026	,350	,092	,209	,914	,186	-,159	,663
β_{CEOCH}	-,021	,441	,232	,001***	,694	,298	-,408	,247
C	,041	,041**	,072	,169	-,427	,384	2,952	,000
F- Value	1,933	,105	6,094	,000	1,128	,343	5,893	,000
R-Squared	,025		,076		,015		,074	
Adj.R-Squared	,012		,064		,002		,061	

Not : ***, ** ve * sırası ile %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı gösterir.

Bu sonuç CEO'nun aileden seçildiği işletmelerin piyasa değeri defter değeri oranı açısından finansal performansını olumsuz etkilediğini göstermektedir.

Tablo 9'da bağımlı değişken olan ROA ile bağımsız değişkenlerden olan aile işletmeleri arasında negatif yönlü bir ilişki (-,039) vardır ve bu ilişki istatistiksel olarak %10 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç aile işletmelerinin toplam aktif karlılığında finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. Bir diğer bağımlı değişken olan ROE ile bağımsız değişken olan aile işletmeleri arasındaki ilişki negatif yönlüdür (-,150) ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç aile işletmelerinin öz sermaye karlılığında finansal olarak performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. ROE ile bağımsız değişken olan CEO'nun aileden olduğu işletmeler arasında negatif yönlü bir ilişki (-,293) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO'nun aileden olduğu işletmelerin öz sermaye karlılığında finansal olarak performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. ROE ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olduğu işletmeler arasında pozitif yönlü bir ilişki (,231) mevcuttur ve bu sonuç %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olduğu işletmelerin öz sermaye karlılığının finansal performansının olumlu olduğunu göstermektedir.

Bir diğer bağımlı değişken olan ROS ile bağımsız değişken olan CEO'nun aileden olduğu işletmeler arasında negatif yönlü bir ilişki (-1,575) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO'nun aileden olduğu işletmelerin öz sermaye karlılığında finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. Bir diğer bağımlı değişken olan piyasa değeri defter değeri oranı ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'nun aileden seçildiği işletmeler arasında ise negatif yönlü (-,848) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Bu sonuç CEO'nun aileden seçildiği işletmelerin piyasa değeri defter değeri oranı açısından finansal performansını olumsuz etkilediğini göstermektedir. Tablo 10'da bağımlı değişken olan ROA ile bağımsız değişken olan yönetim kurulu başkanının kadın olması arasında ise negatif yönlü bir ilişki (-,082) vardır ve bu sonuç ise istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur.

Bu sonuç yönetim kurulu başkanının kadın olduğu işletmelerin toplam aktif karlılığının finansal performansının olumsuz olduğunu; yönetim kurulu başkanının erkek olduğu işletmelerin ise toplam aktif karlılığının finansal performansının olumlu olduğunu göstermektedir. ROA kontrol değişkenlerinden birisi olan 2015 yılı kaldıraç oranı ile arasında negatif yönlü bir ilişki (-,301) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur.

Tablo 9: İkinci Model İçin Regresyon Sonuçları

$$Y_{2015} = \beta_0 + \beta_{FML} FML + \beta_{CEOFML} CEOFML + \beta_{CHRFML} CHRFML + \beta_{CEOCH} CEOCH + \beta_{CEOGEN} CEOGEN + \beta_{CHRGEN} CHRGEN$$

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişkenler (Y)							
	ROA ₂₀₁₅		ROE ₂₀₁₅		ROS ₂₀₁₅		MV/BV ₂₀₁₅	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
β_{FML}	-,039	,086*	-,150	,012**	,350	,534	-,434	,143
β_{CEOFML}	-,037	,239	-,293	,000***	-1,575	,044**	-,848	,040**
β_{CHRFML}	,029	,303	,099	,183	,948	,174	-,122	,739
β_{CEOCH}	-,020	,466	,231	,001***	,698	,297	-,389	,270
β_{CEOGEN}	,054	,281	-,021	,874	,192	,876	,966	,136
β_{CHRGEN}	-,032	,500	-,107	,395	-,485	,680	-,322	,604
C	,039	,052	,075	,153	-,425	,391	2,914	,000
F- Value	1,503	,177	4,200	,000	,776	,589	4,305	,000
R-Squared	,030		,079		,016		,081	
Adj.R-Squared	,010		,060		-,005		,062	

Not : ***, ** ve * sırası ile %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı gösterir.

Tablo 10: Üçüncü Model İçin Regresyon Sonuçları

$$Y_{2015} = \beta_0 + \beta_{FML} FML + \beta_{CEOFML} CEOFML + \beta_{CHRFML} CHRFML + \beta_{CEOCH} CEOCH + \beta_{CEOGEN} CEOGEN + \beta_{CHRGEN} CHRGEN + \beta_{LEVERAGE} LEVERAGE + \beta_{Y2014} Y_{2014} + \beta_{AGE} AGE + \beta_{LNSALES} LNSALES + \beta_{LNASSETS} LNASSETS$$

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişkenler (Y_{2015})							
	ROA ₂₀₁₅		ROE ₂₀₁₅		ROS ₂₀₁₅		MV/BV ₂₀₁₅	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
β_{FML}	-,016	,363	-,151	,013**	,356	,524	-,284	,311
β_{CEOFML}	-,026	,298	-,295	,000***	-1,727	,027**	-,792	,042**
β_{CHRFML}	,026	,237	,094	,214	,734	,292	,005	,989
β_{CEOCH}	-,016	,477	,222	,003***	,701	,305	-,091	,790
β_{CEOGEN}	,040	,307	-,016	,902	,323	,793	,946	,126
β_{CHRGEN}	-,082	,032**	-,101	,430	-,418	,723	-,834	,160
$\beta_{LEVERAGE}$	-,301	,000***	-,033	,659	-,977	,160	-1,459	,000***
$\beta_{ROA2014}$,010	,875						
$\beta_{ROE2014}$,002	,358				
$\beta_{ROS2014}$,007	,011**		
β_{AGE}	,000	,642	-,001	,717	-,023	,176	,028	,001***
$\beta_{LNSALES}$,006	,065*	,005	,650	,111	,302	,165	,002***
$\beta_{LNASSETS}$,002	,674	-,010	,599	-,193	,269	-,072	,410
C	,027	,745	,214	,456	2,737	,304	,948	,475
F-Value	18,950	,000	2,383	,008	1,497	,132	,7,023	,000
R-Squared		,419		,083		,054		,195
Adj.R-Squared		,397		,048		,018		,167

Not : ***, ** ve * sırası ile %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı gösterir.

Bu sonuç işletmelerin yabancı kaynakları daha az kullandığında toplam aktif karlılığının arttığını göstermektedir. Eğer işletmeler yabancı kaynaklara daha fazla başvururlar ise toplam aktif karlılığının düştüğünü göstermektedir. ROA ile bir diğer kontrol değişkeni olan satışlar arasında pozitif yönlü bir ilişki (,006) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %10 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç işletmelerin toplam satışlarının arttıkça toplam aktif karlılığının da arttığını göstermektedir. Bir diğer bağımlı değişken olan ROE ile bağımsız değişken olan aile işletmeleri arasında negatif yönlü bir ilişki (-,151) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç aile işletmelerinin öz sermaye karlılığının finansal performansının olumsuz olduğunu göstermektedir. ROE ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'su ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olduğu işletmeler arasında ise pozitif yönlü bir ilişki (,222) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %1 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bu sonuç CEO'su ile yönetim kurulu

başkanı aynı olan işletmelerin öz sermaye karlılığının finansal performansı olumludur. Bir diğer bağımlı değişken olan ROS ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'su aileden olan işletmeler arasında ise negatif yönlü bir ilişki(-1,727) mevcuttur ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. ROS ile kontrol değişkenlerinden işletmelerin 2014 yılına dair ROS değerleri arasında ise pozitif yönlü bir ilişki (,007) vardır ve bu sonuç istatistiksel olarak %5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir sonuçtur. Bir diğer bağımlı değişken olan piyasa değeri defter değeri oranı ile bir diğer bağımsız değişken olan CEO'nun aileden seçildiği işletmeler arasında ise negatif yönlü (-,792) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Bu sonuç CEO'nun aileden seçildiği işletmelerin piyasa değeri defter değeri oranı açısından finansal performansını olumsuz etkilediğini göstermektedir. Piyasa değeri defter değeri oranı (MV/BV) ile kontrol değişkenlerinden birisi olan işletmelerin 2015 yılına ait kaldıraç oranları ile arasında negatif yönlü (-,1,459) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki

mevcuttur. Bu sonuca göre işletmeler yabancı kaynak finansmanına ne kadar az başvurursa o kadar çok piyasa değeri defter değeri oranı açısından karlılığı artacaktır. Piyasa değeri defter değeri oranı (MV/BV) ile kontrol değişkenlerinden işletmelerin yaşları ile pozitif yönlü (.028) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Bu sonuca göre işletmelerin yaşı arttıkça piyasa değeri defter değeri oranı açısından karlılığı artacaktır. Piyasa değeri defter değeri oranı (MV/BV) ile kontrol değişkenlerinden işletmelerin 2015 yılına ait toplam satışları arasında pozitif yönlü (.165) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Bu sonuca göre işletmelerin toplam satış karlılığı arttıkça piyasa değeri defter değeri oranı açısından karlılığı da artacaktır.

SONUÇ

Aile işletmeleri ile ilişkilendirilebilecek maliyetler ve faydalar işletmelerin performanslarını etkileyebilir. Literatürde aile işletmelerinin performansını diğer işletmeler ile karşılaştıran pek çok çalışma mevcuttur. Ancak aile işletmelerinin diğer işletmeler ile karşılaştırıldığında daha iyi performans gösterdiği konusunda fikir birliği yoktur. Farklı ülkelerde ve farklı piyasalarda aile işletmeleri için bu çalışmalar hala yapılmaktadır.

Aile işletmelerinin finansal performansını aile işletmesi olmayan diğer işletmelerin finansal performansı ile karşılaştırdığımız bu çalışmada, aile işletmeleri "bir kişinin veya bir ailenin herhangi bir işletmenin hisselerinin en az %20'sine sahip olduğu işletme türü" olarak tanımlanmıştır ve bu tanıma göre Borsa İstanbul'da işlem gören aile işletmesi sayısı 209 olarak belirlenmiştir. Ayrıca çalışmamızın sonuçlarının geçerliliğini test edebilmek amacıyla aile işletmelerinin tanımı "bir kişinin veya bir ailenin herhangi bir işletmenin hisselerinin en az %50'sine sahip olduğu işletme türü" olarak değiştirilmiştir. Bu tanıma göre ise Borsa İstanbul'da işlem gören aile işletmelerinin sayısı 155 olarak belirlenmiştir. Her iki durum için de test sonuçları tutarlı çıkmıştır. Finansal performans ölçütleri olarak toplam aktif karlılığı, öz kaynak karlılığı, toplam satış karlılığı ve piyasa değerinin defter değerine oranı kullanılmıştır. Tüm regresyon sonuçlarında, özkaynak karlılığının bir işletmenin aile işletmesi olmasından negatif yani olumsuz olarak

etkilendiği görülmüştür. Benzer şekilde şirketin tepe yöneticisinin aileden olması ise özkaynak karlılığı ile birlikte piyasa değerinin defter değerine oranını da negatif etkilemektedir. Yönetim kurulu başkanının aileden olması ise performans ölçütlerinin hiçbirini istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilememiştir. Şirketin tepe yöneticisinin aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması ise aile ve aile olmayan tüm işletmeler için özkaynak karlılığını olumlu yani pozitif etkilemektedir. Regresyon denklemlerine kontrol değişkenleri eklendiğinde sonuçlar değişmemiştir. Aile işletmelerini tanımlarken "bir kişinin veya bir ailenin herhangi bir işletmenin hisselerinin en az %20'sine sahip olduğu işletme türü" kriterini %50 olarak değiştirip yaptığımız geçerlilik testi regresyon sonuçları da bu sonuçları doğrulamıştır. Kontrol değişkenlerini ekleyerek oluşturduğumuz regresyon sonuçları incelendiğinde ise, toplam aktif karlılığının ve piyasa değerinin defter değerine oranının finansal kaldıraçtan negatif, satışlardan pozitif etkilendiği görülmüştür. İşletmenin yaşı piyasa değerinin defter değerine oranını pozitif etkilerken, yönetim kurulu başkanının erkek olması toplam aktif karlılığını pozitif etkilemektedir.

Sonuç olarak finansal performans ölçütü olarak toplam aktif karlılığı dikkate alındığında aile işletmeleri ile diğer işletmeler arasında bir fark oluşmamıştır. Ölçüt olarak özkaynak karlılığı dikkate alındığında, aile işletmelerinin ve tepe yöneticinin aile bireyi olduğu işletmelerin performansının diğer işletmelerin performanslarından daha kötü olduğu, ölçüt olarak piyasa değerinin defter değerine oranı alındığında ise yine sadece tepe yöneticinin aile bireyi olduğu işletmelerin finansal performansının diğer işletmelerin performanslarından daha kötü olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Geçerlik testleri bu sonuçları doğrulamıştır. Bu çalışmada yapılan analizlerin sadece 2015 yılı için yapılmış olması çalışmanın kısıtlarından birini oluşturmaktadır. Bir diğer kısıt ise aile işletmeleri için yapılan tanımdır. Literatürde farklı tanımlamalar mevcuttur. İleride bu çalışmanın daha geniş bir zaman dilimi için yapılması faydalı olacaktır. Benzer şekilde aile işletmeleri tanımının genişletilip analizlerin tekrar yapılması literatüre katkı sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

DERGİLER:

Akdoğan, A. (2000) Aile İşletmelerin Özellikleri ve Aile İşletmelerinde Kurumsallaşma İhtiyacı, *Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Kayseri, Sayı:16,

Alipour, M. (2013) An investigation of the association between ownership structure and corporate performance Empirical evidence from Tehran Stock Exchange (TSE): *Management Research Review* Vol. 36 No. 11, 2013 pp. 1137-1166

Alpugan, Oktay (1998) *Küçük İşletmeler*, Per Yayınları, Trabzon

Amann, B. ve Jaussaud, J. (2012) Family and non-family business resilience in an economic downturn: *Asia Pacific Business Review*, 18:2, 203-223,

Andres, C. (2008) Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership : *Journal of Corporate Finance* 14 (2008) 431–445

Anderson, R. C., Duru, A., Reeb, D. M. (2009) Founders, heirs, and corporate opacity in the United States: *Journal of Financial Economics* 92 (2009) 205–222

Anderson, R. C., Reeb, D. M. (2003) Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 : *The Journal of Finance* No. 3 (Jun., 2003), pp. 1301-1328

Anderson, R. C., Mansi, S. A., Reeb, D. M. (2003) Founding family ownership and the agency cost of debt: *Journal of Financial Economics* 68 (2003) 263–285

Ang, J. S., Cole, R. A., Lin, J. W. (2000) Agency Costs and Ownership Structure [Vekalet Maliyeti ve Sahiplik Yapısı]. *The Journal Of Finance*, 55, 81-106.

Baek, Jae, S., Kim, J. (2015) Cofounders and the Value of Family Firms: *Emerging Markets Finance and Trade*, 51:sup3, 20-33

Barontini, R., Caprio, L. (2005) The effect of family control on firm value and performance. *Evidence from Continental Europe* (2005)

Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharak, K., Schoar, A. (2008) Mixing family with business: A study of Thai-business groups and the families behind them: *Journal of Financial Economics* 88 (2008) 466–498

Barth, E., Gulbrandsen, T., Schone, P. (2005) Family ownership and productivity: the role of owner-management: *Journal of Corporate Finance* 11 (2005) 107– 127

Caselli, S., Di Giuli, A. (2010) Does the CFO matter in family firms? Evidence from Italy: *The European Journal of Finance*, 16:5, 381-411,

Chu, W. (2011) Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size : *Asia Pac J Manag* (2011) 28:833–851

Chu, W. (2009) The influence of family ownership on SME performance: evidence from public firms in Taiwan: *Small Bus Econ* (2009) 33:353–373

Chua, JH., Chrisman JJ., Sharma P. (1999) Defining the family business by behavior. *Entrep Theory Pract* 23(4):19–39

Chrisman, J. J., Chua, J. H., Litz, R. A., (2004) Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence: *ENTREPRENEURSHIP THEORY and PRACTICE* Summer, 2004

Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. H. (2000) The separation of ownership and control in East Asian Corporations: *Journal of Financial Economics* 58 (2000) 81-112

Cucculelli, M., Micucci, G. (2007) Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms.: *Journal Of Corporate Finance* 2007

Erdoğan, N. (2007) *Aile İşletmeleri: Yönetim Devri ve İkinci Kuşağın Yetiştirilmesi*, İstanbul:İGİAD Yayınları, 2007.

Filatotchew, I., Lien, Y. C., Piesse, J. (2005) Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan: *Asia Pacific Journal of Management*, 22,257–283, 2005

Garcia, Bustani, D. M. (2013) Internal Capital Allocation And Financial Performance In Family Business Groups: Evidence From MEXICO

Khaemasunun, K., (2004) Three Essays on the Profitability, Risk, and Viability of Family Firms in a Developing Economy Division of Economics and Finance Morgantown, West Virginia 2004

Kırım, A. (2001) *Aile Şirketlerinin Yönetimi*, Sistem Yayıncılık, İstanbul.

Kowalewski, O., Talavera, O., Stetsyuk, I. (2009) Influence of Family Involvement in Management and Ownership on Firm Performance: Evidence From Poland, *Family Business Review* 23(1) 45–59

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around The World [Dünya'da Kurumsal Sahiplik]. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

Lee, J. (2006) Family Firm Performance: Further Evidence *Family Business Review* · June

Martinez, J. I., Stöhr, B. S., Quiroga, B. F. (2007) Family Ownership and Firm Performance: Evidence From

Public Companies in Chile: *FAMILY BUSINESS REVIEW*, June 2007

Maury, B. (2006) Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations: *Journal of Corporate Finance* 12 (2006) 321– 341 January 2006

McConaughy, D. L., Walker, M. C., Henderson, Jr. G.V., Mishra, C. S. (1998) Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value: *REVIEW OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 7, NO. 1,

Miller, D., Miller, I., Le, B. (2006) Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities: *Family Business Review* · March 2006

Miller, D., Miller, I., Le, B., Lester, R. H., Cannella, Jr. A. A. (2007) " Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance* 13 (2007) 829–858

Minichilli, A., Corbetta, G., MacMillan, I. C. (2010) Top Management Teams in Family-Controlled Companies: 'Familianness', 'Faultlines', and Their Impact on Financial Performance: *Journal of Management Studies* 47:2 March 2010

Pukthuanthong, K., Walker, T. J., Thiengtham, D. N. (2013) Does family ownership create or destroy value? Evidence from Canada: *International Journal of Managerial Finance* Vol. 9 No. 1, 2013 pp. 13-48

Sciascia, S., Mazzola, P. (2008) Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance : *Family Bus. Review*; Dec 2008; 21, 4; pg. 331

Shyu, J. (2011) Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms: *International Journal of Managerial Finance* Vol. 7 No. 4, 2011 pp. 397-411

Smith, F. B., Amoaku-Adu, B. (1999) Management succession and financial performance of family controlled firms: *Journal of Corporate Finance* 5 (1999) 341–368

Sraer, D., Thesmar, D. (2007) "Performance And Behavior Of Family Firms: Evidence From The French Stock Market: *Journal of the European Economic Association*

Westhead, P., Howorth, C. (2006) Ownership and Management Issues Associated With Family Firm Performance and Company Objectives: *Family Business Review*; Dec 2006; 19, 4; pg. 301

Westhead, P., Cowling, M. (1997), "Performance Comtrasts between Family and non family Unquoted Companiesin the UK.

Villalonga, B., Amit, R. (2004) How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value? March 11, 2004

YÜKSEKLİSANS-DOKTORA TEZLERİ

Alestalo, A. (2010) "Gender effect, family characteristics and firm performance on succession decisions - Evidence from Finnish family firms" (Master Thesis)

Karpuzoğlu, E. (2000) "Aile İşletmelerinin Kurumsallaşma Düzeylerini Belirlemeye Yönelik Bir Araştırma", Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2000.

Kortelainen, P. (2007) "The Effect of Family Ownership on Firm Performance": Emprical Evidence From Norway (Master Thesis)

Saito, T. (2008) "Family Firms and Firm Performance" (Master Thesis)

Shu, X. (2013) "Firm Performance, Entrepreneurship and Business Succession in Family Firms :Short-term market reaction to intra-family succession Evidence from Chinese Listed Firms" (Master Thesis)

İNTERNET KAYNAKLARI

Liang, T. W., and Jek, G. F. (2010) The Determinants of Family Business Growth And Performance in Singapore, http://www.cdnnet.edu.cn/mirror/singap_college/smu/www.smu.edu.sg/research/pdfs/WeeLiang2K.pdf (10.09.2010)

Tharawat Magazine for Family Business And Entrepreneurs (Family Firm Institute, Inc. Global Data Points(2014)

SEMPOZYUM, KONGRELER:

PAZARCIK, Orhan (2004) "Aile İşletmelerinin Tanımı Kurumsallaşması Ve Yönetişimi", 1.Aile İşletmeleri Kongresi Kongre Kitabı, İstanbul Kültür Üniversitesi Yayınları Yayın No:40, 17-18-Nisan-2004, İstanbul Kültür Üniversitesi

ARAŞTIRMA,ÇALIŞMA METİNLERİ:

King, R. M., Santor, E. (2007) Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms: Bank of Canada Working Paper 2007-40