

İşletmelerde Sahiplik Yapısına İlişkin Faktörlerin Firma Değerine Etkisi: BİST 30 Şirketleri Üzerine Bir Uygulama

Serhat Konuk[1]¹

¹ Arş. Gör., Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, Adana
skonuk@atu.edu.tr

Geliş/Received: 30.06.2019

Kabul/Accepted: 01.07.2019

Özet

Bu çalışmanın amacı, firmaların sahiplik yapılarının, işletme değerine ne şekilde etki ettiğini incelemektir. Bu bağlamda, Borsa İstanbul'a kayıtlı, Ulusal-30 endeksinde yer alan işletmelerin sahiplik yapılarının firma değerleri üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Araştırma, 2006-2010 yılları arasında, aylık veriler kullanılarak, regresyon analizi ile tamamlanmıştır. Sermaye sahipliği kavramı sermaye yoğunluğu boyutuyla ele alınmıştır. Firma değeri kavramı, piyasa temelli bir değişken olan Tobin Q oranı yardımı ile ölçülmüştür. Sonuç olarak; araştırmanın yapıldığı dönemde, işletmelerde sermaye yoğunluğunun artmasının, işletmelerin değerlerini azalttığı gözlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Firma değeri, Tobin Q, Sermaye Yoğunluğu, Sermaye Sahipliği

The Effects of Ownership Structure Factors on Firm Value: An Application on BIST 30 Companies

Abstract

The purpose of this study is to examine the effect of ownership structure on firms' market value. Therefore the ownership structures of the firms, registered in Borsa Istanbul BIST-30 index, were employed in the regression analysis. The research was conducted between 2006 and 2010 with monthly data. The ownership structure in firms is proxied by capital density. The market value of the firms' is measured using the Tobin Q ratio, a market-based variable. Results show that within the period of the analysis, an increase in the capital density in the firms would lead to a decreased in the market values of the businesses.

Keywords: Market Value, Tobin Q, Capital Density, Ownership Structure

[1] Sorumlu Yazar (Corresponding Author): Serhat Konuk, skonuk@atu.edu.tr

1. Giriş

Değer kavramı, satın alınmaya uygun olan bir mal ve ya hizmet için, zorunluluğun olmadığı durumlarda, alıcı ve satıcı tarafından belirlenecek olan fiyatı temsil eden ekonomik bir kavramdır (Hitchner, 2006, 3). Bir varlığın değerinin tespit edilmesi süreci ise, değerlendirme faaliyetlerini oluşturmaktadır (Chambers, 2009, 6). Finans alanında öncelikli amaç, firmanın değerini ve firma sahiplerinin servetlerini en yüksek düzeye çıkarmak olarak belirlenmektedir (Akgüç, 1998, 1). Dolayısıyla değer maksimizasyonunu hedefleyen firmaların, bu hedeflerine ne ölçüde ulaşabildikleri değerlendirme teknikleri ile mümkün olabilmektedir. Farklı teknikler ile değerlendirilebilen firmaların değerini etkileyen birçok farklı faktör bulunmaktadır. Bu faktörlerden bazıları; firmanın varlık ve sermaye yapısı ile likidite durumu, geçmişte elde ettiği karlar ile gelecekte kar yaratma gücü, geçmişte uyguladığı kar payı politikası ve kar payı dağıtılabilirlik kapasitesi, gelecekte yapmayı planladığı yatırımlar ve bu yatırımlardan doğacak nakit akımları, kullandığı teknoloji ve araştırma geliştirme çabaları, sahip olduğu şerefiye ve diğer hakları, sahiplik yapısı ve genel ekonomi ile sektöre ait değişimler olarak sıralanabilir (Hitchner, 2006, 8; Chambers, 2009, 17). Bu çalışmanın amacı, firmaların sahiplik yapılarının, işletme değerine ne şekilde etki ettiğini incelemektir. Bu bağlamda, Borsa İstanbul'a kayıtlı, Ulusal-30 endeksinde yer alan işletmelerin sahiplik yapılarının firma değerleri üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

2. Sahiplik Yapısının Firma Değerine Etkisi

Sahiplik, nakit akımı üzerindeki hakları ifade eden bir kavram olup temettü gelirlerinden pay almayı ifade etmektedir. Sahipliğin bir diğer önemli fonksiyonu ise kontrolü elde tutabilmektir. Kontrol, hisse senedi sahibine yönetim kurulunun seçimi, imtiyazlı hisse senedi ihracı, hisse bölünmesi ve faaliyetlerde önemli değişiklikler gibi meselelerde oy kullanma imkânı sağlayan hakları ifade etmektedir (Sakınç, 2008, 107).

Herhangi bir firmada sahiplik ve kontrol nadir olarak tam anlamıyla ayrılmıştır. Çoğunlukla kontrolü elinde tutanlar, kontrol ettikleri firmalarda bir kısım özsermayeye sahiptirler. Bazı sahipler ise özsermaye pozisyonlarının büyüklüğünün sonucu olarak sahip oldukları firmalar üzerinde kontrolün bir kısmını ellerinde tutarlar (Kıyılar ve Belen, 2006, 108). Bu noktada, hisse sahibi olan sermayedarların ve işletme içinde karar verme yetkisine sahip olanların arasındaki çıkar çatışmalarını açıklamayı hedefleyen vekâlet teorsinden yola çıkarak, Jensen ve Meckling (1976), bu çıkar çatışmalarını ortaya koydukları temsil maliyeti kavramı ile birlikte daha çok tartışılmaya başlanmıştır. Araştırmacılar genel olarak, şirketlerde sahiplik ve kontrol tam olarak çakışmadığında, sahipler ve kontrol edenler arasında çıkar çatışmaları potansiyeli var olduğunu savunmuşlardır (Jense ve Meckling, 1976, 5). Genel olarak sahiplik ve kontrol ne kadar örtüşürse çıkar çatışmalarının o kadar azalacağı ve dolayısıyla firma değerinin o derece artacağı söylenebilir. Aynı zamanda, sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın artması ile şirket için değer artırıcı kararların alınmasındaki etkinliğin de o derece düşmesi beklenmektedir (Garcia-Meca ve Sanchez-Ballesta, 2010, 3). Fakat Jensen ve Meckling'den (1976) sonra yapılan bir çok çalışmanın sonuçları oldukça karmaşık bir yapıdadır. Konu üzerine yapılan birçok araştırma, şirketlerde sahiplik yapısını; sermayedar kimliği ve sermayedar yoğunluğu üzerinden ele almıştır. Bazı araştırmalarda sermayedar yoğunluğu, işletmenin en büyük beş hissedarının şirkete sahiplik yüzdesi üzerinden incelenirken bazı araştırmalarda yoğunluk yalnızca üç hissedarın payı olarak ele alınmıştır. Sermayedar kimliği üzerinden yapılan çalışmalarda da oldukça geniş bir yelpaze bulunmaktadır. Bazı çalışmalarda sermayedar kimliği olarak yalnızca devlet ve özel ayırımına gidilirken, bazı çalışmalarda ise bu ayırım, aile sahipliği, holding sahipliği, banka sahipliği, yabancı sahipliği gibi farklı alt dallarda incelenmiştir. Konuya ilişkin yapılan önceki çalışmalar, ilerleyen bölümde ayrıntılı olarak yer almaktadır.

3. Konuya İlişkin Yapılan Çalışmalar

Firma değerini etkileyen faktörlerin neler olduğu birçok çalışmaya konu olmuş ve günümüzde de olmaya devam etmektedir. Yapılan uygulamalı çalışmalarda, sahiplik yapısının firma değerine etkisi, şirket sahiplerinin kimliği ve sahiplerin yoğunlaşma oranı olarak iki boyutta incelendiği görülmektedir. Garcia-Meca ve Sanchez-Ballesta (2010), çalışmalarında Madrid borsasına kote olan, 76 işletmenin sahiplik yapısının firma değerini etkileyip etkilemediğini araştırmışlardır. Bu işletmelerin içine banka ve diğer finansal kuruluşlar dâhil edilmemiştir. Garcia-Meca ve Sanchez-Ballesta (2010), finansal kuruluşların bu çalışmaya dâhil olmamasının sebebini, bu kuruluşların üzerinde devlet düzenlemelerinin daha yoğun olması ve sahiplik yapılarının kontrol altında tutulması olarak göstermişlerdir.

Çalışmada işletmelerin verileri yıllık bazda ve 1999-2002 yılları arasında incelenmiştir. Çalışmada firma değerini temsilen işletmelerin Tobin's Q oranı kullanılmıştır. Tobin Q oranı kullanılırken; piyasa değerinin varlıkların yerine konma değerine oranı ele alınmıştır. Firma değerini etkileyen açıklayıcı değişkenler de; sahiplik yoğunluğu, yönetim sahipliği ve banka sahipliği, ayrıca kontrol değişkenleri olarak da firma büyüklüğü (satışların logaritması), kaldıraç oranı (toplam borç/toplam aktif), maddi olmayan duran varlık/toplam varlık oranıdır. Analiz hem yatay kesit hem de zaman serisi verileri içerdiğinden, uygulamada panel veri yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına bakıldığında, yönetim sahipliğinin ve banka sahipliğinin firma değeri ile arasında ilişki bulunmadığı; buna karşılık en büyük 5 ortağın firmanın toplam %60'nın sahibi ise firma değerini arttırdığı, %60 dan fazla oranda sahibi iseler firma değerini azalttığı ortaya konulmuştur. Kontrol değişkenlerinde ise kaldıraç oranının firma değerini etkilemediği, maddi olmayan duran varlıkların ise firma değeri ile %1 seviyesinde anlamlı ve aynı yönde ilişkili olduğu görülmektedir.

Isshaq, Bokpin ve Onumah (2009), çalışmalarında, 2001-2007 yılları arasında Gana'da borsaya kote olan işletmelerin, yönetim yapılarının, sahiplik yapılarının ve nakit yönetimlerinin firma değerini ne yönde etkilediğini ortaya koymayı amaçlamışlardır. Çalışmada gözlemler yıllık bazda ele alınmıştır. Panel veri yöntemi ile analiz edilen çalışmanın bağımlı değişkeni işletmelerin hisse başına fiyatıdır. Firma değerini temsilen ele alınan birim hisse fiyatlarını etkileyen faktörler olarak da; şirketlerin yönetim kurulunun büyüklüğü, şirketlerin yönetici ve çalışanları tarafından sahip olunan hisse miktarı, yılsonu nakit büyüklüğü (logaritmik olarak), kaldıraç oranı, kar dağıtım oranı, riski temsilen aktif karlılığındaki değişkenlik (3 yıllık dönemde aktif karlılık oranındaki standart sapma) ve Tobin's Q oranı ele alınmıştır. Çalışmanın sonuçları incelendiğinde, yönetimin yüksek oranlarda pay sahibi olmasının ve karlılığındaki dalgalanmaların işletmelerin firma değerlerini ters yönde, kaldıraç oranı ve kar payı dağıtım oranının yüksek olması ile yönetim kurulu büyüklüğünün ise firma değerini aynı yönde etkilediği görülmüştür.

Griffith (1999), çalışmasında, işletmelerde CEO sahipliğinin firma değerine ne yönde etki ettiğini ortaya koymaya çalışmıştır. Çalışmada firma değerini temsilen Tobin's Q oranı kullanılmıştır. Çalışma 1980- 1995 yılları arasında kapsamaktadır. Çalışmanın açıklayıcı değişkenleri olarak ise, CEO sahipliğinin % olarak oranı ve yönetimin %'sel sahiplik oranı, AR-GE giderlerinin toplam aktiflere oranı, pazarlama giderlerinin toplam aktiflere oranı ve uzun vadeli borçlarının aktiflere oranı ele alınmıştır. Çalışmada çoklu regresyon analizi uygulanmış fakat açıklayıcı değişkenlerin açıklanan değişken üzerindeki etkileri farklı açılardan ele alınmak istendiğinden analizde kuadratik ve kübik modeller uygulanmıştır. Çalışmanın sonuçlarına bakıldığında açıklayıcı değişkenlerin firma değerinin doğrusal bir fonksiyonu olmadığı gözlemlenmiştir. Ele alınan 966 işletmede genel olarak CEO sahipliğinin %0-15 oranlarında olduğunda firma değeri artmakta, %15-50 arasında ise azalmaktadır. Sonrasında ise yeniden arttığı ortaya konulmuştur.

Andres (2008), çalışmasında, işletmelerin aile sahipliğinde olmasının firma değerine etkisi olup olmadığını ortaya koymaya çalışmıştır. Çalışmada 275 Alman işletmesinin 1998-2004 yılları arasındaki verileri, panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Andres, çalışmasında firma değerinin temsilcisi olarak işletmelerin Tobin's Q oranlarını ve aktif karlılıklarını ele almıştır. Aile sahipliğinin etkisini ölçmek içinse, işletmelerde aile fertlerinin %25'den fazla oy hakkına sahip hissesinin varlığını veya %25'den az hissese sahip olduğu durumlarda da yönetim kurulunda oy hakkına sahip olup olmamasını kriter olarak belirlemiş ve bu değişkeni analize kukla atayarak yerleştirmiştir. Aynı zamanda aile sahipliğinin geçerli olduğu işletmeleri de 3 alt kategoriye bölmüştür. İlk kategori kurucunun halen aktif CEO olduğu işletmeler, ikinci kategori kurucunun aktif görevi bıraktığı fakat varislerinden birinin CEO olduğu işletmeler ve son olarak ailenin sahip olduğu fakat yönetimin profesyonellere bırakıldığı işletmelerdir. Firma değerini açıklayan diğer değişkenler arasında firmanın büyüklüğü (toplam varlıklarının logaritması), firmanın yaşı, dağıttığı karpayının özsermayesine oranı, kaldıraç oranı ve hisse fiyatındaki dalgalanma oranıdır. Sonuçlara bakıldığında halen aktif olarak kendisinin veya varislerinden birinin yönetimde aktif olarak yer aldığı aile işletmelerinin firma değerine etkisinin olumlu yönde olduğu ortaya konulmaktadır. Kontrol değişkenlerine bakıldığında ise karpayı/özsermaye oranının firma değerini olumlu yönde, kaldıraç oranının ise olumsuz yönde etkilediği görülmektedir.

Bayrakdaroğlu (2010), çalışmasında, İMKB' de faaliyet gösteren şirketlerin finansal performansları ile mülkiyet yapıları arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlamıştır. Çalışmanın veri setini İMKB-100 şirketleri oluşturmaktadır. Çalışmada genel olarak mülkiyet yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi ve mülkiyet yapısını oluşturan unsurların finansal performansa etkisinin ne olduğunu araştırmak için 2005-2009 yılları arasındaki 5 yıllık şirket verileri kullanılmıştır. Çalışmada firma performansını temsilen 3 farklı bağımlı değişken kullanılmıştır. Bu değişkenler firmanın aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve Tobin's Q oranıdır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler ise, en büyük ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı, en büyük beş ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı,

yabancı payı ve yönetici sahipliğidir. Çalışmada Tobin's Q oranı toplam pasif kaleminden özkaynaklar çıkarılarak şirketin piyasa değeri eklenmiş ve bu şekilde bulunan değer toplam aktife bölünerek hesaplanmıştır. Bu değişkenlerin yanında firmanın satışlarının büyüklüğü ve kaldıraç oranı da bağımsız değişkenler arasında yer almıştır. Yapılan panel veri regresyon analiz sonuçlarına göre mülkiyet yoğunlaşması ile Tobin's Q ile ölçülen finansal performans arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Halka açıklık oranı ile firma değeri arasında da ters yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yönetici sahipliği ve şirketlerde yabancı ortağın sermaye payının olması ise firma değeri değişkeni ile anlamlı bir ilişki göstermemiştir.

Wei, Xie ve Zhang (2005), çalışmalarında, Çin'de faaliyette bulunan ve kısmen özelleştirilmiş kamu işletmelerinin, 1991-2001 yılları arasında, sahiplik yapılarının firma değerini nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Panel veri analizi uygulanan çalışmada finansal işletmeler, 6 aydan daha az verisi bulunan işletmeler ve defter özsermayesinin değeri negatif olan işletmeler analizin dışında bırakılmıştır. Firma değerini temsil etmesi açısından işletmelerin Tobin's Q oranları kullanılmıştır. Tobin's Q oranı işletmenin özsermayenin piyasa değeri ve borçlarının defter değeri toplamının işletmenin toplam aktiflerinin defter değerine bölünmesi ile hesaplanmıştır. Firma değerini etkileyen ve sahiplik yapısını temsilen kullanılan açıklayıcı değişkenler olarak da, işletmenin devlet, kurum ve yabancı sahipliğinde yer alan hisse oranları kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak yalnızca analizde yer alan firmaların aktif büyüklüklerine yer verilmiştir. Analizde çoklu doğrusal bağlantıdan kaçınmak için her bir denklem ayrı olarak kurulmuştur. Ayrıca yapılan analizde doğrusal olmayan bir ilişki beklendiğinden her bir açıklayıcı değişkenin de üssel değerlerine de kurulan denklemlerde yer verilmiştir. Yapılan analizin sonuçlarına bakıldığında, kamu ve kurumsal sahipliği yüksek olan işletmelerin firma değerlerinin ters yönde, yabancı sahipliğinde olan işletmelerin ise firma değerini aynı yönde etkilediği ortaya konulmuştur.

Anderson ve Reeb (2003), çalışmalarında kurucu ailenin sahipliğinde yer alan şirketlerin firma performanslarının nasıl etkilendiğini araştırmayı amaçlamışlardır. Çalışma S&P 500'de yer alan 403 firma üzerinde, 1992-1999 yılları arasında uygulanmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak işletmelerin Tobin's Q oranı ve aktif karlılıkları kullanılmıştır. Tobin's Q oranı, çalışmada; şirketin toplam varlıkların piyasa değerinin varlıklarının yerine koyma maliyetine bölünmesi yoluyla hesaplanmıştır. Bu oran Yermack'ın (1996) algoritması ile tahminlenmiştir. Çalışmada ayrıca bağımsız değişken olarak aile sahipliği kukla değişken atanarak analizde yer almıştır. Bununla birlikte firmanın aktif büyüklüğü, Ar-Ge harcamalarının toplam satışlara oranı, uzun süreli borçların toplam varlıklara oranı, firma yaşı ve 60 aylık dönemde incelenen aylık hisse senedi getirilerinin standart sapması da çalışmada kontrol değişkenleri olarak yer almıştır. Panel veri analizi uygulanan çalışmanın sonuçları incelendiğinde; aile sahipliğinde olan işletmelerin firma değerini olumlu yönde etkilediği görülmektedir. Araştırmanın ortaya koyduğu en önemli bulgu, aile şirketlerinde temsil maliyetlerinin etkisinin düşük olması ile birlikte, karar almadaki etkinliğin düşmediği ve bu durumun da aile şirketlerinin piyasa değerini artırdığı yönünde olmaktadır.

Demsetz ve Villalonga (2001), çalışmalarında sahiplik yapısının firma performansını etkileyip etkilemediği üzerinde durmuşlardır. Çalışma 1976-1980 yılları arasında Fortune 500 şirketleri arasından 135 şirket üzerinde yapılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak Tobin's Q oranı kullanılmıştır. Demsetz ve Villalonga (2001) çalışmalarında Tobin Q oranını; firmanın hisse senetlerinin, imtiyazlı hisse senetlerinin pazar değeri ve borcunun defter değeri toplamını varlıklarının defter değerine bölerek hesaplamışlardır. Analizde yer alan bağımsız değişkenler; firmanın sahiplik yapısını temsilen en büyük beş yatırımcının sahip olduğu hisselerin oranını (yoğunlaşma oranını), yöneticilerin sahip olduğu hisse oranını ve diğer kontrol değişkenleri olarak da reklam ve pazarlama giderlerinin satışlara oranını, Ar-Ge giderlerinin satışlara oranını ve borcun toplam varlıklara oranını analizlerinde kullanmışlardır. Analizin sonunda firmaların sahiplik yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar bulunamamıştır. Bunun yanında pazarlama ve reklam giderlerindeki ile ar-ge giderlerindeki artış firma değerini olumlu yönde etkilerken, borcun toplam aktif içerisindeki payının artması ise firma değerini ters yönde etkilemektedir.

Lixin ve Master (2010), çalışmalarında sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın firma değerini ne şekilde etkilediğini araştırmışlardır. Çalışmada 2003-2006 yılları arasında Çin'de, Şanghay ve Şenzen borsalarına kote olan ve imalat sektöründe faaliyette bulunan işletmeler incelenmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak firmaların Tobin's Q oranları, firmaların pazar değerinin yerine koyma maliyetine oranı olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak da, en fazla kontrole sahip yatırımcının sahip olduğu hisse oranı, en yüksek kontrole sahip 5 yatırımcının hisse oranı ve işletmenin kaldıraç oranı, net nakit akımlarının aktiflere oranı, faaliyet karındaki artış ile aktif büyüklüğü uygulanan panel veri analizinde yer almıştır. Bu çalışmada eğer en büyük yatırımcı firmanın %30 hissesinden az bir paya sahipse,

işletmede tam olarak kontrolünün var olmadığı görüşüne dayanılarak analiz dışı bırakılmıştır. Yapılan analizin sonuçlarına bakıldığında firmada sahiplik yapısındaki yoğunluk arttıkça, firmanın değerinin de arttığı; bununla birlikte firma büyüklüğünün değeri ters yönde, nakit akımlarının ve kaldıraç oranının ise firma değerini aynı yönde etkilediği görülmüştür.

Sakinç (2008), çalışmasında, imalat sanayi işletmelerinin sermaye sahiplik yapıları ve firma değeri ilişkisini araştırmıştır. Araştırma 2002 – 2006 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında faaliyette bulunan 169 imalat sanayi işletmesi üzerinde yapılmıştır. Araştırmada panel veri yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada sermaye sahipliği kavramı hem sermaye yoğunluğu hem de sermayedar kimliği boyutuyla ele alınmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak işletmelerin Tobin's Q oranı ile birlikte, işletmelerin aktif karlılıkları, özsermaye karlılıkları, HBK oranları, PD/DD oranı, F/K oranı ve faaliyet nakit akış oranları kullanılmıştır. Çalışmada işletmelerin Tobin's Q oranı işletmenin özsermayesinin piyasa değeri ve toplam yabancı kaynaklarının defter değeri toplamı işletmenin aktiflerin defter değerine oranlanması yoluyla hesaplanmıştır. Sakinç (2008), işletmelerde sermaye yoğunluğunun ve sermayedar kimliğinin etkilerini görebilmek için ayrı ayrı iki denklem kurmuştur. Sermaye yoğunluğu bağımsız değişkenleri, en büyük ortağın sahip olduğu pay, en büyük üç hissedarın payı ve halka açıklık oranından oluşmaktadır. Sermayedar kimliği değişkeninin belirleyici unsuru olarak da, o şirketin hâkim ortağını 9 ayrı değişken ile incelemeye çalışmıştır. Hakim ortak Aile sahipliği şirketleri, Bir holdinge veya gruba bağlı işletmeler, Aile ve holdinge bağlı işletmeler birlikteliği, Herhangi bir aileye, holdinge veya gruba bağlı olmayan bağımsız işletmeler, Yabancı sermayedarla işbirliği yapan işletmeler, Yabancıların hâkim ortak olduğu işletmeler, Devletin ortağı olduğu işletmeler; Hâkim ortağın olmadığı dağınık işletmeler ve yöneticilerin ortaklığı bulunduğu yönetici sahipliği işletmeler olarak gruplanmıştır. Kurulan modelde ayrıca aktif büyüklük ve işletmenin kaldıraç oranları da yer almaktadır. Araştırmanın sonuçları incelendiğinde en büyük 3 ortağın %50'den fazla paya sahip olduğu işletmelerin ve devletin ortaklığı olan işletmelerin Tobin's Q oranlarının daha yüksek olduğu gözlenmektedir. Ayrıca halka açıklık oranı ile işletmelerin Tobin's Q oranları arasında ters yönlü bir ilişki bulunduğu da gözlenmiştir.

4. Araştırmanın Yöntemi ve Veri Seti

Araştırmada, işletmelerin sermaye sahiplik yapılarının özellikle de yoğunlaşma oranlarının firma değeri üzerindeki etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu bağlamda, 2006-2010 yılları arasında, BİST 30'da faaliyet gösteren işletmelerin sermayedar payları ve halka açıklık oranları incelenmiştir. Çalışmada mali işletmelerin verileri, bilanço yapılarındaki farklılıklar ve devletin bu işletmeler üzerinde kontrolünün daha yüksek olması sebebiyle, analiz dışında bırakılmıştır. Çalışmada, işletmelerin sermaye sahiplik yapıları ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olup olmadığını ve bu ilişkinin yönünün ne şekilde olduğunu ortaya koyabilmek için çoklu doğrusal regresyon analizi uygulanmıştır. Ayrıca çalışmada sermayedar sahipliği kavramı yalnızca sermayedar yoğunluğu kavramı ile ele alınmıştır. Sermayedar yoğunluğu hissedarların şirketlerde sahip oldukları hisse oranına karşılık gelmektedir. Çalışmada da sermayedar yoğunluğunun firma değerine etkisi, aşağıdaki model ile açıklanmaya çalışılacaktır.

$$TQ = C(1) + C(2)*H1 + C(3)*H3 + C(4)*HA + C(5)*KAL + C(6)*BUY \quad (1)$$

Kurulan modelde bağımlı değişken, şirketlerin Tobin's Q (TQ) oranları ile temsil edilecektir. Modelde yer alan bağımsız değişkenler ise, şirketin en büyük hissedarının hisse payı (H1), en büyük üç hissedarının hisse payı (H3), işletmenin halka açıklık oranı (HA), işletmenin kaldıraç oranı (KAL) ve işletmenin aktif büyüklüğüdür (BUY).

İşletmelerde Tobin Q oranı finansal göster arasında önemli bir yere sahiptir. Tobin's Q oranı işletmelerin piyasa değerinin, varlıklarını yerine koyma maliyetine oranlanmasıyla hesaplanmaktadır (Chung ve Pruitt, 1994, 1). Q değeri genel olarak işletmeye ait birçok olguyu açıklamaya çalıştığı için hesaplanmasındaki güçlükler, Chung ve Pruitt'in (1994) yaklaşık bir Tobin's Q oranı hesaplaması ve bu hesaplamasının gerçek Tobin's Q oranının %96.6'sını açıklamasıyla son bulmuştur. Chung ve Pruitt'in (1994) yaklaşık Tobin's Q oranı; işletmenin özsermayesinin piyasa değeri ve toplam yabancı kaynaklarının defter değeri toplamının işletmenin aktiflerin defter değerine oranlanması yoluyla hesaplanmaktadır. Literatürde yer alan önceki çalışmaların da firma değerini temsilen yaklaşık Tobin's Q oranını kullanması, bu çalışmada da firma değeri için aynı temsilcinin kullanılmasına yol açmıştır.

Çalışmada, firma değerini etkileyen değişkenlerin araştırılmasında ise, sermaye yoğunluğu değişkenleri ve kontrol değişkenleri olarak da işletmenin Toplam Borç/Toplam Aktif oranları ve aktif büyüklüğü yer almaktadır. Aktif büyüklük firmanın potansiyel ölçek etkisini, kaldıraç oranı ise firma değerinde finansal bir krizin etkisini kontrol edebilmek için, çalışmaya kontrol değişkenleri olarak eklenmiştir.

5. Analiz ve Bulgular

Çalışmanın uygulaması, yukarıda açıklanan değişkenler kullanılarak, E-views 6.0 programında panel veri yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Çalışmada yer alan değişkenlere ilişkin özet istatistikler, Tablo 1’de yer almaktadır.

Tablo 1- Şirket Değerine Etki Eden Faktörlere İlişkin Özet İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Medyan	Max.Değer	Min.Değ.	Standart Sapma
TQ	1.975155	1.254440	9.581413	0.326892	2.161625
H1	0.439145	0.492900	0.543200	0.000000	0.146194
H3	1.707856	0.613200	63.22000	0.000000	8.450542
HA	0.401984	0.386800	1.000000	0.122700	0.231141
BUY	21.76126	22.57613	23.43770	18.42145	1.504911
KAL	0.402554	0.379607	0.719706	0.036021	0.197894

TQ; Bağımlı değişken, Tobin’s Q değerleri
H1;Bağımsız değişken, en büyük hissedarın payı
H3; Bağımsız değişken, en büyük 3 hissedarın payı
HA; Bağımsız değişken, halka açıklık oranı
BUY; Bağımsız değişken, toplam aktiflerin logaritması
KAL; Bağımsız değişken, toplam borcun toplam aktiflere oranı

Kullanılan değişkenlerin, özellikleri yukarıdaki tabloda yer almaktadır. Tabloda, modelde kullanılan değişkenlerin ortalaması, medyanı, minimum ve maksimum değerleri ile standart sapmaları yer almaktadır. Çalışmada yer alan işletmelerin Tobin’s Q değerleri ortalaması 2’ ye yaklaşık olup, bu değer oldukça yüksek sayılmaktadır. İlk hissedarın payı ortalama % 44 civarında olup, çalışmada yer alan işletmelerin yoğunlaşma oranlarının oldukça yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca işletmelerin borç oranlarının da, ortalama %50’nin altında kaldığı görülmektedir.

Tablo 2- Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler İçin Korelasyon Matrisi

	TQ	H1	H3	HA	KAL	BUY
TQ	1.000000	-0.005880	-0.016579	-0.374846	-0.475918	-0.633607
H1	-0.005880	1.000000	0.064270	-0.696440	0.031693	0.252586
H3	-0.016579	0.064270	1.000000	-0.187001	-0.021186	0.122861
HA	-0.374846	-0.696440	-0.187001	1.000000	0.155389	-0.038222
KAL	-0.475918	0.031693	-0.021186	0.155389	1.000000	0.637124
BUY	-0.633607	0.252586	0.122861	-0.038222	0.637124	1.000000

Tablo 2’ de, değişkenlerin korelasyon matrisi yer almaktadır. Aşağıda yer alan tablodan Tobin’s Q oranlarının, sermayedar payları ile ters yönlü korelasyona sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca, bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının hiçbiri %70’i geçmemektedir. Bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının %80’i aşması halinde, çoklu doğrusal bağlantı ciddi bir sorun haline gelebilmektedir (Gujarati & Porter, 2003, 359).

Bu durumda, bu modelde çoklu doğrusal bağlantı probleminin bulunmadığı gözlenmektedir. Tablo 3'te uygulanan panel veri analizinin sonuçları özetlenmiştir.

Tablo 3- Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımlı Değişken: TQ				
Yöntem: Panel Veri Analizi				
Örnekleme: 2006-2010				
Gözlem Sayısı: 55				
	Katsayı	Standart Hata	t-ist.	Olasılık
C	24.06864	3.540169	6.798725	0.0000
H1	-3.950124	1.997219	-1.977812	0.0536
H3	-0.009876	0.024222	-0.407719	0.6853
HA	-5.508392	1.254758	-4.390004	0.0001
KAL	-0.086939	1.333337	-0.065204	0.9483
BUY	-0.831416	0.181192	-4.588597	0.0000
R²: 0,5935	Düzeltilmiş R²: 0,5520	F ist: 14.3103	Olasılık:0,00000	

Tablo 3'de raporlanan sonuçlara bakıldığında, en büyük hissedarın payı (H1) %10 seviyesinde; işletmelerin aktif büyüklük (BUY) ve halka açıklık oranları (HA) ise % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Diğer değişkenler olan; toplam borcun toplam aktiflere oranı (KAL) ve en büyük ilk 3 hissedarın payı (H3) ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır.

Uygulama sonuçları, H1, HA ve BUY değişkenlerinin, işletmelerin firma değerlerine istatistiksel olarak etki ettiğini ortaya koymaktadır. Bu etkileşimin yönünü, bu oranların katsayılarının işaretlerinin eksi veya artı değerli olması belirlemektedir. Uygulamada genel olarak, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü %60'a yakındır. Bu oran panel veri analizinde kabul edilebilir bir değer aralığıdır.

En büyük hissedarın sahiplik payını gösteren ve işletmelerde sahiplik yoğunlaşmasını temsil eden H1 değişkeninin, firma değerini ters yönde etkilediği görülmektedir. Bu sonuç, Isshaq, Bokpin ve Onumah (2009) çalışmaları ile paralellik göstermektedir. İşletmelerde sahiplerin kontrol yetkisi arttıkça, firma değerinin azaldığı gözlenmektedir. İşletmelerde halka açıklık oranı arttıkça da, firma değerinde azalma olduğu sonuçlar ile desteklenmektedir. Halka açıklık oranı ne kadar yüksek olursa, şirket hisselerinin birden fazla hissedar arasında paylaştırılmış olması o kadar yüksek olacaktır. Temelde, yoğunlaşma ve halka açıklık oranı ters yönlü ilişkilidirler. Ortaya çıkan bu sonuç Bayrakdaroğlu (2010) ve Sakınç (2008)'in analiz sonuçları ile örtüşmektedir. Kontrol değişkeni olarak analize dâhil edilen ve işletmelerin aktif büyüklüklerini temsil eden BUY bağımsız değişkeni ile firma değeri arasında da ters yönlü bir ilişki ortaya çıkmıştır. İşletmelerin aktifleri temel alınarak büyüklükleri arttığında, firma değerlerini azaltıcı bir etkiye sahip oldukları görülmüştür.

6. Sonuç

Çalışma, 2006 – 2010 yılları arasında BİST'e kayıtlı ve Ulusal 30 endeksinde yer alan işletmelerin sermaye sahipliğinin firma değeri ile ilişkisi olup olmadığını tespit etmek amacıyla yapılmıştır. Sermaye sahipliği kavramı bu çalışmada yalnızca sermaye yoğunluğu boyutuyla ele alınmıştır. Sermaye yoğunluğu kavramı da, üç değişken yardımı ile açıklanmıştır. Bu değişkenler; en büyük ortağın payı (H1), en büyük üç ortağın payı (H3) ve halka açıklık oranıdır (HO). BİST'deki şirketleri incelediğimizde, bu şirketlerin sermaye yoğun şirketler olduğu görülmüştür. Tüm sektör içerisinde en büyük ortak hisselerin ortalama %43'ünü elinde tutmaktadır. İşletmelerin halka açıklık oranı ise ortalama %40 civarındadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak yer alan firma değeri kavramı ise, piyasa temelli bir değişken olan Tobin's Q oranı yardımı ile ölçülmüştür. Sonuç olarak; işletmelerde sermaye yoğunluğunun artmasının işletmelerin değerlerini azalttığı gözlenmiştir. Hâkim ortakların hisse oranı yoğunluğunun artması ile firma değeri olumsuz yönde etkilenmektedir. Sermaye yoğunluğu yüksek olan işletmelerin hissedar açısından olumsuz algılanması bu çalışma ile ortaya konulmuştur. Firma değerlemesi yapılırken sermaye sahipliği kavramı da göz ardı edilmemelidir. Ayrıca çalışmanın bulgularının sermaye piyasası yatırımcılarına da yararlı olabileceği düşünülmektedir. Yatırımcılar, hissesini satın almayı düşündüğü firmaların sermaye sahipliği yapılarını da göz önünde bulundurmalıdır.

KAYNAKÇA

- Anderson ve Reeb (2003), Founding Family Ownership And Firm Performance, The Journal Of Finance, Vol 58, No 3, 2003, pp 1301- 1328
- Andres (2008), Large Shareholders and Firm Performance-An Emprical Examination Of Founding-Family Ownership, Journal Of Corporate Finance , Vol.14, 2008, pp.431-445
- Bayrakdaroğlu (2010), Mülkiyet Yapısı Ve Finansal Performans: Imkb Örneđi, Ekonomi Bilimler Dergisi, Cilt 2, Sayı 2, 2010, pp 11-21
- Chambers, Nurgül (2009), Firma Değerlemesi, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul
- Demsetz ve Villalonga (2001), Ownership Structure And Corporate Performance, Journal Of Corporate Finance, June 2001, pp.207-293
- Chung ve Pruitt (1994), Financial Management, Vol. 23, No. 3, Autumn 1994, pages 70-74
- Garcia-Meca and Sanchez-Ballesta (2010), Firm Value And Ownership Structure In The Spanish Capital Markets, Corporate Governance Vol.11, No.1, 2011 pp 41-53
- Griffith (1999), CEO Ownership and Firm Value / Managerial and Decision Economics, Vol. 20, No. 1, 1999, pp. 1-8
- Gujarati, D., & Porter, D. (2003). Multicollinearity: What happens if the regressors are correlated. Basic econometrics, 363.Hitchner, James R. (2006), Financial Valuations; Applications and Models, John Wiley and Sons
- Isshaq, Bokpin ve Onumah (2009), Corporate Governance, Ownership Structure, Cash Holdings And Firm Value On The Ghana Stock Exchange, The Journal of Risk Finance Vol.10, No.5, 2009, pp.488-499
- Jensen ve Meckling (1976), Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360
- Kıyılar ve Belen (2006), Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri; Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding yapılanma Biçimlerinin Deđerlendirilmesi, I. Uluslararası Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu
- Lixin ve Jin (2010), Research On The Relationship Between Firm Value And Ownership Structure On The Context Of Centralized Qwnership / 2010 İnternational Confrence On E Business And E Government
- Sakınç (2008), Sermaye Sahipliği Ve Firma Değeri İle İlişkisi, Gazi Üniversitesi, Doktora Tezi
- Wei, Xie ve Zhang (2005), Ownership Structure And Firm Value İn China’s Privatized Firms:1991-2001, Journal Of Financial And Quantitive Analysis, Vol 40 No 1 2005, pp. 87-108