

## HALKA AÇIKLIK ORANININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ: BİST’DE BİR UYGULAMA

### EFFECT OF FREE FLOAT RATE ON FIRM VALUE: AN APPLICATION IN BORSA ISTANBUL

Faruk DAYI\* 

#### Öz

Firma değerine etki eden birçok faktör olup bunlardan biri olan halka açıklık oranının da firma değeri üzerinde etkisi olabileceği ifade edilmektedir. Halka açıklık oranındaki artış ile kontrol gücüne sahip hissedarların paylarındaki oransal değişimin firma değerini etkilemesi beklenmektedir. Firmaların sermaye ile halka açıklık oranını artırmaları, sermayenin geniş bir tabana yayılmasını sağlamaktadır. Hissedar sayısının ve pay oranının artmasıyla firmanın borsa değerinin artması beklenir. Bu amaç doğrultusunda çalışmada halka açıklık oranının firma değerine etkisi araştırılmaktadır. Borsa İstanbul’da işlem gören 30 firmanın 2010-2019 dönemine ait 10 yıllık verileri kullanılmıştır. Aktif değeri, piyasa değeri, özkaynaklar toplamı, ödenmiş sermaye, halka açıklık oranı, en yüksek paya sahip ortağın payı ve en yüksek paya sahip 3 ortağın payı değişkenlerinden oluşan model ile panel veri analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda firmaların halka açıklık oranının firma değeri üzerinde etkisi olmadığı tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Halka Açıklık Oranı, Firma Değeri, Panel Veri Analizi

**Jel Kodları:** H10, D46, C23

#### Abstract

There are many factors that affect the firm value, and it is stated that the free float ratio, which is one of them, may also have an effect on the firm value. It is expected that the increase in the free float rate and the proportional change in the shares of the controlling shareholders will affect the firm value. Increasing the free float ratio of firms with capital increases ensures that the capital is spread to a wide base. With the increase in the number of shareholders and share ratios, it is expected that the stock market value of the company will increase. For this purpose, the effect of free float ratio on firm value is investigated in this study. It was used the 10-year data of 30 companies traded in Borsa Istanbul for the period 2010-2019. Panel data analysis was carried out

\* Do. Dr., Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, fdayi@kastamonu.edu.tr, ORCID: 0000-0003-0903-1500

with the model consisting of the variables of asset value, market value, total equity, paid-in capital, free float ratio, share of the partner with the highest share and the share of the 3 partners with the highest share. As a result of the analysis, it has been determined that the free float ratio of the companies has no effect on the firm value.

**Keywords:** Free Float Rate, Firm Value, Panel Data Analysis

**Jel Codes:** H10, D46, C23

## Giriş

Menkul kıymet borsalarında işlem gren hisse senetlerinin değerlerini etkileyen birçok faktör vardır. Faiz oranları, döviz kuru, siyasi risk, uluslararası konjonktür, coğrafi konum, dış ticaret, milli gelir, tasarruf düzeyi, yatırımcıların tutum ve davranışları, borsaların derinliği, işlem hacmi, arz ve talep gibi birçok faktör hisse senetlerinin fiyatlarını etkilemektedir. Tasarrufların artması, nitelikli yatırımcılar artması ve sermaye piyasalarının gelişmesi ile tasarruf sahipleri farklı yatırım araçlarını tercih etmektedir. Yatırım araçlarının işlem gördüğü piyasalar kadar ekonomik gelişmelerde oldukça önemlidir. Çünkü ekonominin büyüklüğü ve ülkenin gelişmişlik düzeyi sermaye piyasalarının gelişmesini doğrudan etkilemektedir (Aksoy & Tanrıöven, 2007, s. 6-7). Ekonominin gelişmesi için üretim artması; üretim artması içinde yatırımların artması gerekmektedir. Güven, algılanan risk ve yatırımcıların korunması gibi faktörler yatırımcıların kararlarını etkilemektedir. Menkul kıymet borsalarında yatırım yapılması için uygun koşulların sağlanması ve firmaların halka arzları teşvik edilerek borsada işlem gören hisse senetlerinin sayısının artırılması gerekmektedir. Yatırımcılar tasarruflarını korumak, biriktirmek ve değerlendirmek amacıyla yatırım yapmakta; firmalar ise tanınmak, itibar kazanmak, geniş yatırımcı kitlesine ulaşmak ve hedefledikleri piyasa değerine ulaşmak için halka arz edilerek borsada işlem görmektedir. Böylece borsada işlem gören firmaların sermayesi geniş bir tabana yayılmakta ve birçok hissedar firmaya ortak olmaktadır. Sermayenin geniş bir tabana yayılması yatırımcıların sayısını artırdığı gibi şirkete duyulan güveni de artırmaktadır. Yatırımcılar güven duydukları ve değerinin yükseleceğine inandığı hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Yatırımcıların şeffaf ve güvenilir bir piyasada işlem yapabilmeleri için sermaye piyasası kurumları gerekli yasal düzenlemeleri yapmaları gerekmektedir (Aksoy, 2009, s. 24-25).

Halka açık firmaların değerini etkileyen birçok faktör olup örneğin yönetilme becerisi firmaların değerini etkileyebilmektedir. Halka açık firmalar genellikle kurumsal büyük organizasyon yapısına sahip olduklarından yönetilme becerileri piyasa değeri üzerinde etkili olabilmektedir. Firma yönetiminin piyasa değerini etkilediği; firmanın yönetim kurulunun firmanın kaynaklarını hissedarların adına yönettikleri belirtilmektedir (Hillman & Dalziel, 2003, s. 383). Ayrıca yönetim kurulunu oluşturanların özelliklerinin de firma değeri üzerinde etkisi olduğu belirtilmektedir (Klein, 1998; Cho, 1998). Dharmapala ve Khanna (2013) firma yönetimindeki değişikliğin finansal performans üzerinde etkisi olduğunu; Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999) ise yönetim yapısındaki değişikliğin firma performansı üzerinde etkisi olmadığını belirtmektedir (Himmelberg, Hubbard ve Palia, 1999; Dharmapala ve Khanna, 2013). Firmanın en üst yöneticisi CEO'nun aynı zamanda firmanın hissedarı olmasının firmanın finansal performansını olumlu yönde etkilediği ifade edilmektedir (Tan, Chng ve Tan, 2001). Firmanın finansal performansının artmasında CEO'nun finansal bilgi düzeyinin etkisi olduğu belirtilmektedir (Loderer ve Martin, 1997). İyi bir yönetim kadrosu ve

iyi bir yönetilme yeteneği ile firmaların doğru zamanda aldıkları doğru kararlar ile değerlerini artırmaları mümkündür.

Firmaların değerini etkileyen diğer faktör ise para ve finansal piyasalarda görülen dalgalanmalar ve krizlerdir. Belirsizliğin arttığı bir dönemde yatırımcılar kararsız kalabilmekte ve ani tepiler vererek olumsuz sonuçlar ile karşılaşabilmektedir. Ekonomik veya finansal krizler çıktığında firmalar yatırımlarını azalttığından, azınlık payları ve kontrol gücündeki değişikliğin firma değerini etkileyebileceği belirtilmektedir (Lemmon & Lins, 2003). Ayrıca payı düşük olan hissedarların kontrol gücünün olmaması firma değerini olumlu yönde etkileyeceği ifade edilmektedir (Lins, 2003, s. 159). Bu nedenle halka arz edilen firmanın dolaşımdaki hisse senedi sayısının az oluşu, hisse senetlerinin belirli kişi veya kurumlarda toplanmasına neden olabilmektedir. Hissedarların kontrol gücünü etkileyecek düzeyde paya sahip olmalarının firma değeri üzerinde etkisi olabileceği düşünülmektedir. Benzer bir çalışmada üretim firmalarında en yüksek paya sahip ortağın payı ile halka açıklık oranının firma değerini etkilediği ifade edilmektedir (Büyükdere, 2007).

Firma büyüklüğü, blok pay sahipliği, halka arz fiyatı ve halka açıklık oranı hisse senedinin piyasa değeri üzerinde etkili olabileceği ifade edilmektedir (Chen & Ho, 2000, s. 315). Hisse senetlerinin ilk ihraçlarında halka arz fiyatının piyasa değerini etkilediği ifade edilmektedir. Yatırımcılar piyasa değeri ile defter değerini karşılaştırarak yatırım kararı vermektedir. İlk defa halka arz edilen firmaların borsada işlem görmeye başlaması ile borsa değeri oluşmaktadır. Hisse senetleri ilk kez halka arz eden firmaların ilk işlem gününde, halka açıklık oranı, piyasa getirisi, toplam hasılat ve aktif toplamı gibi faktörlerin hisse senedinin değeri üzerinde etkili olduğu ifade edilmektedir. Hisse senetlerinin borsada ilk işlem gördüklerinde yüksek oranda fiyatları artabileceği gibi yüksek oranda düşmesi de mümkündür. Bu nedenle fiyatı yüksek belirlenen hisse senetlerinin halka arz edildikleri ilk günlerde fiyatları düştüğü belirtilmektedir (Karaoğlu, 2018).

Firma değerini etkileyen diğer bir faktör ise halka arz süreci ile başlayan vekâlet maliyetidir. Vekâlet maliyeti, yönetimin hissedarları adına karar alarak firmaların yönetilmesiyle ilgilidir. Firmaların ilk kez halka arz edilmeleri veya halka açıklık oranının artırılması durumunda vekâlet maliyeti, piyasa değerini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Ayrıca vekâlet maliyetinin hisse senedinin fiyatına yansımaları durumunda yatırımcının alacağı kararlar olumsuz yönde etkilenebilmektedir. Bu durum yatırımcıların beklentilerini karşılamayacağından, hisse senetlerinin değerinin düşmesine de neden olabilmektedir. Vekâlet maliyetindeki değişim sermaye yapısını da etkilemektedir (Leland, 1998, s. 1229). Vekâlet maliyeti ile birlikte ortaya çıkan temsiliyet durumunun firmanın halka açıklık oranı ve değeri üzerinde etkisi olabileceği belirtilmektedir (Miguel, Pindado ve Torre, 2004). Yönetenler ile hissedarlar arasında görülen çıkar çatışması temsiliyet sorununa neden olmaktadır (Wei, Xie ve Zhang, 2005). Yöneticilerin sahip oldukları çoğunluk payları küçük yatırımcıların karar almalarını engelleyebilmektedir. Halka açıklık oranı artan firmalarda azınlık payı sahiplerinin vekâlet maliyetine katlandıkları ve hisse senedinin performansının düştüğü belirtilmektedir (Ünal, 2020). Halka açıklık oranını artırarak hisse senedi ihraç eden firmaların hisse senetlerini satın alan yatırımcılar vekâlet maliyetine de katlanmak durumundadır. Yönetiminin blok oy oranını artırmasının vekâlet maliyetini düşürdüğü ifade edilmektedir (Agrawal ve Knoeber, 1996, s. 377). Ayrıca halka arz edilen firmaların halka açıklık oranlarının artmasıyla yöneticilerin ortaklık payının azalması veya

yönetimdeki temsil oranlarının düşmesi de vekâlet maliyetine neden olabilmektedir. Çünkü hissedar olan yöneticilerin payları ile firmanın finansal performansı arasında bir ilişki olabileceği belirtilmektedir (Ünlü, Bayraktaroglu ve Şamiloğlu, 2011, s. 201). Vekâlet maliyetinin yanı sıra kaldıraç oranının da yatırımcı kararı ve firma değerini etkileyebileceği belirtilmektedir (Amin ve Liu, 2020).

Halka açıklık oranında firma değerini etkileyen bir diğer faktör ise kâr dağıtım kararlarıdır. Sermayenin özkaynak veya yabancı kaynak ağırlıklı olması ve halka açıklık oranı firmaların kar payı dağıtımında; halka açıklık oranı ve kar dağıtım politikası ise yatırımcıların kararlarında etkili olabilmektedir. Halka açıklık oranı ve sermaye arttıkça hissedar ve hisse senetlerinin sayısı artacağından hisse başına dağıtılan nakit temettü tutarı düşebilmektedir (Akusta, 2019; Güngör, 2012). Firmaların halka açıklık oranının artmasıyla özsermaye karlılık oranının da düştüğü vurgulanmaktadır (Melek, 2015). Halka açıklık oranı yüksek olan firmalarda sermaye yapısı ile kar payı dağıtım kararları arasında anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir (Ege ve Topaloğlu, 2017a). Yatırımcılar şirketlerin kar dağıtım politikalarını dikkate alarak yatırım kararı verseler de kar dağıtım kararları, halka açıklık oranı ve mülkiyet yapısının, piyasa değeri ve defter değeri üzerinde etkisi olmadığı ifade edilmektedir (Önem, 2014). Halka arz edilen veya halka açıklık oranını artıran firmaların hissedarların beklentileri doğrultusunda kar payı dağıtım politikasına önem vermeleri tavsiye edilmektedir.

Halka açık anonim şirketlerin değeri üzerinde etkili olabilecek diğer bir faktör ise sahiplik yapısıdır. Yatırımcılar genellikle yüksek aktife sahip firmalara yatırım yapsalar da bazen piyasa değeri aktif toplamından yüksek olan firmaların potansiyeli olduğunu düşünerek tercih etmektedirler. Yatırımcılar yüksek değere sahip firmaların piyasa değerlerinin spekülâtif işlemlerle değil, varlıkların ve kaynakların etkin ve verimli kullanıldığına dikkat etmeleri gerekmektedir. Firmaların sahiplik yapısına küçük firmalar pek önem vermezken, firmaların büyümesi ve halka arz edilmesiyle önem kazanmaktadır. Çünkü halka arz edilen firmaların aktif değeri arttığı gibi piyasa değeri, ortaklık payları ve ortak sayısı da artmaktadır. Firmaların büyümesiyle birlikte yönetilme alanı genişlemekte, büyüyen firmaların yönetimleri hissedarları adına karar aldıkları için eskisinden daha fazla özen göstermeleri beklenmektedir. Kontrolsüz büyüyen veya büyükmüş gibi gösterilen firmaların finansal sıkıntı içine düştükleri görülmektedir. Yatırımcıların çok güvendikleri firmalar beklenmedik bir anda faaliyetlerini sonlandırabilmektedir. Örneğin, Enron ABD’de en büyük 7.şirket olmasına rağmen 2001 yılında aniden iflas etmiş; piyasa değeri 80 milyar dolar olan firmanın aktif değeri 70 milyar dolar olup yatırımcıların yüksek tutarlarda zarar etmelerine neden olduğu ifade edilmektedir (Sakınç, 2008).

Piyasa değeri yüksek olan hisse senetlerinin kayıpları da yüksek olabileceğinden, firmaların sahiplik yapısı, halka açıklık oranı, aktif değeri ve piyasa değeri arasındaki ilişkinin incelenmesi önem arz etmektedir. Halka açıklık oranı yüksek olan firmalarda payların hisse senetlerinin piyasa değerine etki edip etmediğinin incelenmesinin yatırımcıların kararlarında etkili olacağı düşünülmektedir. Halka açıklık oranı artan firmaların kaynaklarındaki artışın aktif değerini de artırması beklenmektedir. Bu hususlardan hareketle çalışmanın amacı halka açıklık oranı ile firmanın piyasa değeri arasındaki ilişkiyi incelemektir.

## 1. Literatür Taraması

Halka açıklık oranı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışma vardır. Bu kısımda firmaların kâr dağıtım kararları, finansal performansları ve sermaye yapıları ile halka açıklık oranı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara değinilmektedir.

Cavlak (2019) stratejik kararların firmanın performansı üzerindeki önemini vurgulamaktadır. Firmaların finansal performansının değerlendirilmesinde çeşitli kriterler kullanıldığı ve halka açıklık oranının firma değeri üzerinde etkisi olabileceği ifade edilmektedir. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim endeksinde yer alan 26 firmanın 2013-2018 dönemine ait 6 yıllık verileri kullanılarak en küçük kareler yöntemiyle analiz yapılmıştır. Geleneksel ve alternatif performans değerlendirme yöntemleri ile halka açıklık oranı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir (Cavlak, 2019).

Akusta (2019) dağıtılmamış karların firmalar için önemli bir finansman kaynağı olduğunu ifade etmektedir. Çalışmada kar dağıtım politikası ve firmanın sahiplik yapısı arasındaki ilişki incelenmiştir. BIST 50 endeksinde yer alan firmaların 2015-2017 dönemine ait veriler kullanılmıştır. En büyük ortağın payı, en yüksek iki ortağın payları toplamı, en yüksek üç ortağın payları toplamı, halka açıklık oranı, kurumsal sahiplik, aile ortaklığı gibi çeşitli değişkenler kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda sahiplik oranının artmasıyla dağıtılan nakit temettü tutarının azaldığı ve halka açıklık oranı arttıkça özkaynakların arttığı ve daha az kar payı dağıtıldığı ifade edilmektedir (Akusta, 2019).

Konuk (2019) sahiplik durumunun firma değerine etkisini BIST 30 endeksinde yer alan firmalar üzerinde incelemiştir. Halka açıklık oranı, en yüksek paya sahip olan ortak ve en yüksek paya sahip olan üç ortağın payları, kaldıraç oranı, aktif değeri ve Tobin Q değerinden oluşan bir model geliştirilmiştir. 2006-2010 dönemi verileri ile çoklu regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda işletmenin sermaye yoğunluğunun artması ve özellikle sermaye payı yüksek olan ortakların paylarının artmasıyla firma değerinin düştüğü ifade edilmiştir (Konuk, 2019).

Kevser (2018) bankaların finansal performansları ile sahiplik yapıları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. En büyük ortağın payı, yöneticilerin sahiplik durumu, yabancıların sahiplik durumu, kurumsal yatırımcıların sahiplik durumu, halka açıklık oranı, en yüksek üç ortağın ortaklık payı, en büyük ortağın payı, aktif karlılık oranı, özsermaye karlılık oranı, Tobin's Q, hisse başına kar, fiyat/kazanç oranı, kaldıraç oranı, aktif toplamı ve banka yaşı değişkenlerinden oluşan bir model geliştirilmiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören 13 bankanın 2005-2017 dönemine ait üçer aylık verileri çoklu regresyon modeliyle analiz edilmiştir. Analiz sonucunda halka açıklık oranı ile sadece özsermaye karlılık oranı arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir (Kevser, 2018).

Ege ve Topaloğlu (2017b) firmaların sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Borsa İstanbul'da BIST 30 endeksinde yer alan 18 firmanın 2009-2015 dönemi 7 yıllık veri seti ile panel veri analizi yapılmıştır. Finansal kaldıraç oranı, en yüksek paya sahip ortağın payı, en yüksek paya sahip iki ortağın paylarının toplamı, en yüksek paya sahip 3 ortağın paylarının toplamı, halka açıklık oranı, yabancı ortak sermaye payı, kurumsal ortak sermaye payı ve şirket büyüklüğü ve aktif karlılık oranından oluşan bir model geliştirilmiştir. Analiz sonucunda halka açıklık oranı ile finansal kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı belirtilmektedir (Ege ve Topaloğlu, 2017b).

Kılıç (2017) kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Kurumsal yönetim, muhasebe ve finansal performansı ölçecek çeşitli değişkenler kullanılmıştır. Sahiplik yapısını değerlendirmek için halka açıklık oranı ile ailenin en yüksek paya sahip ortağının sermaye oranı modelde yer almaktadır. Firma değerini ölçmek için ise Tobin Q oranı ve piyasa değerleri alınmıştır. 2003-2014 dönemi verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Halka açıklık oranı, muhasebe verilerinden oluşan performans göstergelerini pozitif yönde; piyasa verilerinden oluşan performans göstergelerini ise negatif yönde etkilediği belirtilmiştir (Kılıç, 2017).

nem (2014) kar dağıtım kararları ile işletmelerin sahiplik yapıları arasındaki ilişkiyi firma performansı üzerine etkisi açısından incelemiştir. BIST imalat sektöründe faaliyet gösteren 135 firma üzerinde uygulama yapılmıştır. Kar payı dağıtım oranı, en yüksek paya sahip ortağın payı, en yüksek ikinci paya sahip ortağın payı ve halka açıklık oranı ile firma performansının değerlendirilmesi için finansal rasyolardan oluşan değişkenler modelde yer almaktadır. 2009-2012 döneminden oluşan 4 yıllık veri seti kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda mülkiyet yapısıyla finansal performans arasında anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Analiz sonucunda şirketlerin halka açıklık oranları, mülkiyet yapısı ve kar payı dağıtım oranı ile piyasa değeri ve defter değeri arasında anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir (nem, 2014)

Tanrıöven ve Aksoy (2011) işletmelerin sermaye yoğunluğunun ve yoğunlaşmamış ortaklık yapısı oluşturmalarının firma performansı üzerine etkisini araştırmıştır. İMKB’de işlem gören 113 firmanın 1996-2009 dönemi verileri kullanılmıştır. Aktif karlılık oranı, zsermaye karlılık oranı, Tobin Q ve net kar marjı, yönetim kurulu büyüklüğü, karın büyümesi, satış büyüklüğü ve en büyük paya sahip üç ortağın payı değişkenlerinden oluşan model ile regresyon analizi yapılmıştır. En yüksek paya sahip 3 ortağın paylarının, Tobin Q değerini pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir (Tanrıöven ve Aksoy, 2011).

Bayrakdaroğlu (2010) şirketlerin mülkiyet yapıları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Tobin Q, aktif karlılık oranı, zsermaye karlılık oranı, en yüksek paya sahip ortağın payı, en yüksek paya sahip 3 ortağın payı, en yüksek paya sahip 5 ortağın payı, halka açıklık oranı, yabancı payı ve yöneticilerin sahiplik durumları değişkenlerinden oluşan bir model geliştirmiştir. 2005-2009 döneminden oluşan 5 yıllık veri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda mülkiyet yapısı ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Özellikle sermaye yoğunluk değişkenleri ile halka açıklık oranının finansal performans üzerinde etkili olduğu belirtilirken, yabancı payı ve yöneticilerin sahiplik durumunun finansal performans üzerinde etkili olmadığı belirtilmiştir (Bayrakdaroğlu, 2010).

Sakınç (2008) borsada işlem gören imalat sanayi firmalarının sahiplik yapıları ile değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Firma değeri, kaldıraç, büyüklük, sermaye yoğunluğu (en büyük paya sahip ortağın payı, en yüksek paya sahip 3 ortağın payları toplamı ve halka açıklık oranı), sermaye sahipliği değişkenlerinden oluşan farklı modeller oluşturulmuştur. 169 firmanın 2002-2006 dönemi verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda sahiplik yapısının ve oranının firma değeri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir (Sakınç, 2008).

Barbosa ve Louri (2005) Portekiz ve Yunanistan'da faaliyet gösteren çok uluslu firmaların yerli firmalardan farklı performans gösterip göstermediğini firmaların karlarının dağılımlarından yararlanarak incelemiştir. 523 Portekizli ve 2.651 Yunan olmak üzere toplam 3.174 şirketin verileri regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Yunanistan ve Portekiz'deki şirketlerin finansal performanslarının benzer olduğu ve aralarında önemli bir farklılık olmadığı tespit edilmiştir. Çok uluslu şirketlerde brüt kârı yüksek olanların, yerli şirketlerden önemli oranda daha iyi performans gösterdiği bulunmuştur. Çok uluslu şirketler, teknolojik avantajlarına rağmen sürekli yerli rakiplerinden daha iyi performans gösteremeyebileceği ifade edilmektedir (Barbosa ve Louri, 2005).

Wei vd. (2005) Çin'de özelleştirilmiş eski kamu sermayeli firmaların sahiplik durumunun firma değeri üzerine etkisini incelemiştir. Sanghay ve Shenzen borsalarında işlem gören 5284 firmanın 1991-2001 dönemine ait 10 yıllık verileri ile panel veri analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda firmaların sahiplik oranı ile Tobin Q arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Kamu sermayeli payların firma değeri ile önemli ve karmaşık bir ilişki olduğu belirtilmektedir. Yabancı ortaklık payı ile Tobin Q arasında pozitif yönde önemli bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir (Wei vd., 2005).

Demsetz ve Villalonga (2001) sahiplik oranı ile firmanın finansal performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma kapsamında rastgele seçilen 135 firmanın Tobin Q, karlılık oranı, aktif değeri, piyasa değeri, yabancı kaynaklar gibi çeşitli muhasebe verilerinden oluşan bir model geliştirilmiştir. 1976-1981 dönemine ait veriler ile regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda firmaların finansal performansları ile sahiplik oranları arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir (Demsetz ve Villalonga, 2001).

Griffith (1999) CEO'nun ortaklığının firma değeri üzerinde baskın bir etkiye sahip olup olmadığını incelemektedir. 969 firmanın 1980-1995 dönemi verileri ile en küçük kareler regresyon analizi yapılmıştır. Örneklemdeki firmaların farklı olması durumunda Tobin Q ile ölçülen firma değerinin CEO mülkiyetine göre tek düzen olmadığı farklılık gösterdiği ifade edilmektedir. Özellikle, CEO % 0 ile %15 arasında hisseye sahip olduğunda Tobin Q değerinin yükseleceği; CEO sahiplik oranının % 50'ye çıktığında ise Tobin Q değerinin azalacağı tespit edilmektedir. CEO'nun ortaklıktan ayrılması durumunda firma değerinin de yönetim sahipliğinin bir fonksiyonu olmadığı bulunmuştur. CEO mülkiyeti, firma değeri üzerinde baskın bir etkiye sahip olduğu belirtilmektedir (Griffith, 1999).

Shome ve Singh (1995) blok olarak tutulan payların firma değeri üzerine etkisini incelemiştir. 1984 yılında 30, 1985 yılında 39 ve 1986 yılında 13 firmanın verileri kullanılmıştır. Uygulamada firmaların hedeflenen defter değeri, blok olarak tutulan payların oranı ve yıllara göre yeni blok oluşumlarından oluşan üç farklı model geliştirilmiştir. Analiz sonucunda firmaların blok halinde hisse senetlerinin işlem görmesi değerini olumlu yönde etkilediği belirtilmektedir. Firmaların kendilerine özgü risklerin değeri üzerinde etkili olmadığı, içeriden öğrenenlerin ticaretinin değer üzerinde etkili olabileceği ve temsil maliyetinin değer üzerinde dengeleyici bir etkiye sahip olduğu ifade edilmektedir (Shome ve Singh, 1995).

## 2. Model ve Veri Seti

Çalışmanın amacı halka açıklık oranı ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi incelemektir. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul'da "Kimya, İlaç, Petrol, Lastik ve Plastik Ürünler" sektöründe işlem gören 32 firma çalışmanın anakütlesini oluşmaktadır. Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.ř. borsada 2020 yılında işlem görmeye başladığından analize dâhil edilmemiştir. Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.ř. ise 2014 yılında işlem görmeye başlamış ancak 2019 yılı verisi olmadığından analize dâhil edilmemiştir. Çalışmada firmaların 2010-2019 dönemine ait 10 yıllık verileri kullanılmıştır. 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizin etkileri 2009 yılında da devam ettiği için 2009 yılı verileri analize dâhil edilmemiştir.

Uygulama kapsamında verisi kullanılan 30 firmanın unvanları ve borsa kodları Tablo 1'de verilmiştir.

**Tablo 1:** Örneklemedeki şirketlerin Listesi

No	Kod	şirket Unvanı
1	ACSEL	ACISELSAN ACIPAYAM SELÜLOZ SANAYİ VE TİCARET A.ř.
2	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.ř.
3	ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.ř.
4	AYGAZ	AYGAZ A.ř.
5	BAGFS	BAGFAş BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.ř.
6	BRKSN	BERKOSAN YALITIM VE TECRİT MADDELERİ ÜRETİM VE TİCARET A.ř.
7	BRISA	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.ř.
8	DEVA	DEVA HOLDİNG A.ř.
9	DYOBY	DYO BOYA FABRİKALARI SANAYİ VE TİCARET A.ř.
10	EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.ř.
11	EGPRO	EGE PROFİL TİCARET VE SANAYİ A.ř.
12	EPLAS	EGEPLAST EGE PLASTİK TİCARET VE SANAYİ A.ř.
13	GEDZA	GEDİZ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.ř.
14	GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.ř.
15	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.ř.
16	HEKTS	HEKTAş TİCARET T.A.ř.
17	IZFAS	İZMİR FIRÇA SANAYİ VE TİCARET A.ř.
18	MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.ř.
19	MEGAP	MEGA POLİETİLEN KÖPÜK SANAYİ VE TİCARET A.ř.
20	OZRDN	ÖZERDEN PLASTİK SANAYİ VE TİCARET A.ř.
21	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.ř.
22	RTALB	RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ VE MAKİNE SAN. TİC. A.ř.



23	SANFM	SANİFOAM SÜNGER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
24	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
25	SEKUR	SEKURO PLASTİK AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
26	SEYKM	SEYİTLER KİMYA SANAYİ A.Ş.
27	SODA	SODA SANAYİİ A.Ş.
28	SODSN	SODAŞ SODYUM SANAYİİ A.Ş.
29	TMPOL	TEMAPOL POLİMER PLASTİK VE İNŞAAT SANAYİ TİCARET A.Ş.
30	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.

Literatürdeki ilk çalışmalardan olan Berle ve Means (1933) tarafından yapılan çalışmada firmaların ortaklık yapısı ile finansal performansı arasında anlamlı bir farklılık olduğu belirtilmektedir (Berle ve Means, 1933). Bu nedenle firmaların iyi bir finansal performans göstermelerinin piyasa değerlerini artırması beklenmektedir. Firma değeri ile ifade edilen halka açık anonim şirketlerin borsa işlem gördükleri borsa değeridir. Ayrıca finansal performansları iyi olan firmaların aktif değerleri de artmaktadır. Literatürdeki bazı çalışmalarda da firma değerinin Tobin Q oranı ile incelendiği tespit edilmektedir (McConnell ve Servaes, 1990; Himmelberg, Hubbard ve Palia, 1999). Çalışmada firmaların halka açıklık oranının piyasa değeri üzerine etkisi incelenmekte olup literatürdeki çalışmalardan yararlanılarak onlardan farklı olarak (Tobin Q modelde kullanılmamıştır) bir model geliştirilmiştir. Çalışmada birden fazla yatay ve dikey kesit verileri olacağından panel veri analizi yapılmaktadır. Çalışmanın modeli aşağıda verilmiştir.

$$PD_{it} = \beta_1 TA + \beta_2 ÖK + \beta_3 ÖS + \beta_4 HKO + \beta_5 YPAY + \beta_6 3YPAY + u_{it} \quad (1)$$

Araştırmanın modelindeki değişkenlerin kodları, türleri, frekans düzeyleri ve veri kaynakları Tablo 2'de verilmiştir.

**Tablo 2:** Değişkenler ve Kodları

Değişkenler	Kod	Değişken Türü	Frekans	Veri Kaynağı
Piyasa Değeri	PD	Bağımlı	Yıllık	Kapanış Fiyatları
Aktif Değeri (Toplam Aktif)	TA	Bağımsız	Yıllık	Finansal Tablolar
Öz Kaynaklar Toplamı	ÖK	Bağımsız	Yıllık	Finansal Tablolar
Ödenmiş Sermaye	ÖS	Bağımsız	Yıllık	Finansal Tablolar
Halka Açıklık Oranı	HKO	Bağımsız	Yıllık	Finansal Tablo Dipnotları
En Yüksek Paya Sahip Ortağın Payı	ENPAY	Bağımsız	Yıllık	Finansal Tablo Dipnotları
En Yüksek Paya Sahip 3 Ortağın Payları Toplamı	UCPAY	Bağımsız	Yıllık	Finansal Tablo Dipnotları

Hisse senetlerinin piyasa değeri hesaplanırken günlük kapanış fiyatlarından yararlanılmıştır (Yahoo Finance, 2020). Hisse senetlerinin sayısı bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablo dipnotlarından alınmıştır. Konsolide finansal tablo verileri ise Kamuyu Aydınlatma Platformundan temin edilmiştir (KAP, 2020). Firmaların piyasa değeri, hisse senetlerinin yılın son işlem

günü borsa kapanış fiyatı ile hisse senedi sayısı çarpılarak hesaplanmıştır (Cavlak, 2019; Akusta, 2019; Kılıç, 2017; Ege ve Topaloğlu, 2017b).

Literatürde benzer çalışmalarda aktif karlılık oranı ve özsermaye karlılık oranı gibi finansal performansın değerlendirilmesi için çeşitli oranların kullanıldığı görölmektedir (Bayrakdaroğlu, 2010; Konuk, 2019; Kevser, 2018; Ege ve Topaloğlu, 2017b; Önem, 2014; Tanrıöven ve Aksoy, 2011). Finansal performans ile firma değeri arasındaki ilişkinin ölçöldüğü çalışmalardan farklı olarak çalışmanın amacı doğrultusunda, özkaynaklar, ödenmiş sermaye ve aktif toplamının firma değeri arasındaki ilişkinin ölçölmesiyle çalışmanın literatüre katkı sağlaması beklenmektedir (Demsetz ve Villalonga, 2001).

Literatürde bir çalışmada en yüksek paya sahip 3 ortağın payı ile firmaların finansal performansı arasında anlamlı bir ilişki olduğu; karlılık oranları ile halka açıklık oranı arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı ifade edilmiştir (Demsetz & Lehn, 1985). Firmanın hisselerinin belirli bir payını tutan yatırımcıların paylarının değişiminin hisse senedi fiyatını etkilediği belirtilmektedir (Brown & Warner, 1985). Halka açıklık oranı (Akusta, 2019; Konuk, 2019; Ege ve Topaloğlu, 2017a; Önem, 2014), en yüksek paya sahip ortağın payı (Akusta, 2019; Kevser, 2018) ve en yüksek paya sahip 3 ortağın paylarının toplamı (Akusta, 2019; Konuk, 2019; Ege ve Topaloğlu, 2017b) değişkenlerinin firma değerini etkileyebileceği düşünöldüğünden modelde yer almaktadır. Uygulama kapsamındaki her firma için halka açıklık oranı ile ilgili veriler her yıl ayrı ayrı olmak üzere finansal tablo dipnotlarından temin edilmiştir.

### 3.Bulgular

Çalışmada kullanılan değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı olup olmadığını test etmek için VIF testi yapılmış olup analiz sonuçları Tablo 3'de verilmiştir.

**Tablo 3:** oklu Doğrusal Bağlantı Testi Sonuçları

Değişkenler	VIF	1/VIF
UCPAY	7,49	0,133
HKO	5,14	0,194
TA	4,01	0,249
ÖS	3,66	0,272
ENPAY	2,63	0,379
ÖK	1,65	0,607
<b>Ortalama VIF</b>	<b>4,10</b>	

VIF testi sonuçları incelendiğinde, VIF değeri 5'den büyük olan en yüksek 3 ortağın paylarının toplamı değişkeni (UCPAY) modelden çıkarılmıştır. Halka açıklık oranı (HKO) 5 olduğu için analize dâhil edilmiştir. En yüksek 3 ortağın paylarının toplamı değişkeni modelden çıkarılarak tekrar

yapılan analizin sonucunda HKO oranı yüksek çıkarsa modelden çıkarılacaktır. Yeniden yapılan VIF analiz sonuçları Tablo 4’de verilmiştir.

**Tablo 4:** Çoklu Doğrusal Bağlantı Testi Sonuçları

Değişkenler	VIF	1/VIF
TA	3,91	0,255
ÖS	3,46	0,289
ENPAY	1,65	0,607
ÖK	1,64	0,610
HKO	1,47	0,680
<b>Ortalama VIF</b>	<b>2,42</b>	

VIF analiz sonucu incelendiğinde modeldeki bağımsız değişkenlerin VIF değerlerinin 5’in altında olduğu görülmektedir. Modelin ortalama VIF değeri 4,20’den 2,42’ye düşmüştür. Analiz sonuçları incelendiğinde modelde yer alan değişkenlerin arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi olmadığı görülmektedir. Çoklu doğrusal bağlantı problemi olmadığı için yatay kesit bağımlılık testinin yapılması gerekmektedir. Panel veri analizlerinde yatay kesit bağımlılık testlerinin yapılabilmesi için 20-30 yıllık verilerin olması gerektiğini, kısa dönemlerdeki verilerde problem olmayacağını belirtilmektedir (Torres-Reyna, 2007, s. 33). Bu nedenle yatay kesit bağımlılık testi yapılmadığından birim kök testi yapılamamıştır. Birim kök testi yapılmadığı için yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testleri de yapılmamıştır.

Panel veri en küçük kareler analizde sabit etkiler veya rassal etkiler yöntemlerinden hangisinin kullanılacağına karar vermek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçları Tablo 5’de verilmiştir.

**Tablo 5:** Hausman Testi Sonuçları

	Katsayılar		
	(b) fe	(B) re	(b-B)
TA	.784882	.571122	.213759
ÖK	.054201	.052661	.00154
ÖS	.939223	.779118	.160105
HKO	-.417825	-.272402	.145423
ENPAY	.448963	-.232628	.681591
chi2(5) =	135.13		
Prob > chi2 =	0,0000		

Hausman testinde P değeri 0,00 olup, 0,05’den küçük olduğu için Sabit Etkiler yöntemiyle analizin yapılması gerekmektedir. Sabit Etkiler yöntemiyle analiz yapılmadan önce modelde değişkenler arasında otokorelasyonun olup olmadığının test edilmesi gerekmektedir. Wooldridge Otokorelasyon testi sonuçları Tablo 6’da verilmiştir.

**Tablo 6:** Otokorelasyon Testi Sonuçları

F (1,29) =	130.925
Prob> F =	0.0011

Otokorelasyon testi sonucuna göre P değeri 0,05'den kk olduğu için modelde otokorelasyon vardır. Değişkenlerin birbirleriyle ilişkili olması ve birbirlerinden türetilmeleri otokorelasyonun olmasını muhtemel kılmaktadır. Otokorelasyon testinden sonra değişen varyans olup olmadığının da incelenmesi gerekmektedir. Modelde  $r^2$  değeri yüksek olduğundan otokorelasyon ve değişen varyans diğer bir ifadeyle Heteroskedastisite testlerinin yapılması gerekmektedir. Değişen varyans testi için Modifield Wald testi yapılmış ve analiz sonuçları Tablo 7'de verilmiştir.

**Tablo 7:** Değişen Varyans Testi Sonuçları

chi2 (30) =	1990.58
Prob> chi2 =	0.0000

Değişen varyans test sonucunda P değeri 0,000 olarak hesaplanmış olup 0,05'den kk olduğu için modelde değişen varyans olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada otokorelasyon ve değişen varyans direnleyicileri dikkate alınarak yapılan sabit etkiler yöntemi analiz sonuçları Tablo 8'de verilmiştir (Torres-Reyna, 2007).

**Tablo 8:** Panel Veri Sabit Etkiler Yöntemi Analiz Sonuçları

$r^2$	= 0.7979			
Gözlem Sayısı	= 263		F (5,29)	= 115.40
şirket Sayısı	= 30		P > F	= 0.0000
<b>PD</b>	Katsayı	Robust Std. Sp.	t	P >  t
TA	.784882	.116186	6.76	0,000
K	.0542011	.008693	6.23	0,000
S	.9392234	.057715	16.27	0,000
HKO	-.417825	.394086	-1.06	0,298
ENPAY	.448963	.463678	0.97	0,341
Sürekli	-.6.13031	.828508	-7.40	0,000
sigma_u	.710032			
sigma_e	.183133			
rho	.937625			

Otokorelasyonun varlığı modelin açıklama gücünün yüksek hesaplanmasına neden olabilmektedir. Sabit etkiler yöntemi ile yapılan analizin dzeltilmif  $r^2$  değeri 0,79'dur. Bu nedenle modeldeki otokorelasyon dikkate alınarak analiz yapılmıştır. Modeldeki değişkenlerin p değerleri incelendiğinde HKO (Halka Açıklık Oranı) ve ENPAY (En Yüksek Paya Sahip Ortağın Payı) değişkenlerinin anlamsız olduğu tespit edilmiştir. En Yüksek  Ortağın paylarının toplamı değişkeni çoklu doğrusal

bağlantı sorunu nedeniyle analiz yapılmadan önce modelden çıkarılmıştır. Panel veri sabit etkiler modeli analiz sonucunda da halka açıklık oranı ve en yüksek paya sahip ortağın ortaklık payı değişkenleri de anlamsız çıkmıştır. Literatürdeki benzer nitelikteki çalışmalar incelendiğinde, Önem (2014) halka açıklık oranı firmanın piyasa ve defter değeri arasında anlamlı bir farklılık olmadığını; Konuk (2019) halka açıklık oranı artan firmaların hissedarların payının artmasının piyasa değerini negatif yönde etkilediğini; Sakınç (2008) firmanın sahiplik yapısının ve oranının finansal performansını pozitif yönde etkilediğini ve Demsetz ve Villalonga (2001) ise firma sahipliği ile finansal performansı arasında anlamlı bir farklılık olmadığını belirtmektedir.

Analiz sonuçları incelendiğinde firmaların piyasa değeri ile aktif değerleri arasında pozitif yönde %78 oranında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Aktif değeri ile piyasa değeri arasındaki pozitif yönlü ilişki beklenen bir durumdur. Aktif değeri bir birim arttığında piyasa değeri %78 oranında artmaktadır. Ödenmiş sermaye ile piyasa değer arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Geçmiş yıllar karları ve/veya sermaye yedeklerinin ödenmiş sermayeye ilave edilmesi suretiyle sermaye artırımına gidilebilmektedir. Ödenmiş sermaye bir birim arttığında piyasa değeri %93 oranında artmaktadır. Akusta (2019) halka açıklık oranı artan firmaların özkaynaklarının arttığı ve piyasa değerlerinin olumlu yönde etkilendiğini belirtmektedir. Kevser (2018) halka açıklık oranı ile özsermaye karlılık oranı arasında negatif yönde anlamlı bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Bayrakda-roğlu (2010) firmaların sermaye yoğunluk durumu ve halka açıklık oranının finansal performansta etkili olduğunu tespit etmiştir.

Firmaların yeni pay ihraç ederek veya mevcut kaynaklarını ilave etme suretiyle özkaynaklarını artırmasının piyasa değerini olumlu yönde etkilediği tespit edilmektedir. Hissedarların firmaya koydukları ilave sermayenin piyasa değerini olumlu etkilediği görülmektedir. Modeldeki diğer bir değişken özkaynaklar toplamı olup piyasa değeri ile özkaynaklar arasında %5 oranında pozitif yönde bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Özkaynaklar bir birim arttığında firmanın piyasa değeri %5 oranında artmaktadır. Ödenmiş sermayedeki artışın piyasa değerine etkisi özkaynaklardaki artıştan daha yüksek olduğu görülmektedir. Özkaynaklardaki artış firmanın piyasa değerini olumlu yönde etkilemektedir. Firmaların sermaye artırımını sonrasında genellikle piyasa değerlerinin arttığı; yatırımcıların sermaye artışına olumlu tepki verdikleri görülmektedir.

## Sonuç

Borsada işlem görmek isteyen firmalar hisse senetlerinin gerçek piyasa değerine ulaşmasını hedefler. Borsada işlem görmek aynı zamanda firmanın tanınmasını sağlamakta ve hisse senetlerinin gerçek fiyatlarının oluşmasında etkili olmaktadır. Firmalar halka açılarak sadece piyasa değerlerinin yükselmesini sağlamaz aynı zamanda ihtiyaç duyulan fonların da tedarik edilmesini sağlamaktadır. Firmalar yeni yatırımlarını finanse etmek için bedelli ve bedelsiz sermaye artırımına gitmektedir. Sermaye artırım kararı ile firmaların halka açıklık oranı değişebilmektedir. Sermaye artırım kararı alındıktan sonra hisse senetlerinin fiyatlarının genellikle yükseldiği görülmektedir. Hisse senetlerinin değerinin yükselmesi yatırımcıların ilgisini çekmekte, yeni yatırım yapmak isteyen firmalarda sermaye artırımını ile halka açıklık oranını artırabilmektedir. Dolayısıyla sermaye artırımını ile halka açıklık oranının artırılması firmaların piyasa değerini olumlu yönde etkileyebilmektedir.

Çalışmanın bulguları değerlendirildiğinde firmaların halka açıklık oranları ile borsa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Firmaların halka açıklık oranı arttıka piyasa değerinin artması beklenmektedir. Çalışmanın bulguları incelendiğinde ise halka açıklık oranının modelde anlamsız çıktığı tespit edilmektedir. Halka açıklık oranı sermayenin geniş bir tabana yayılması için oldukça önemlidir. Firmalar halka açıklık oranını artırarak yeni yatırımcıların hisse senedi almasını sağlayabilirler. Hisse senetlerine talep olan firmaların halka açıklık oranını artırması piyasa değerini olumlu yönde etkileyebilmektedir. Analiz sonucunda ise halka açıklık oranı ile firmaların piyasa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olmadığı grlmektedir. Aktif değeri ile piyasa değeri arasında beklenildiği üzere anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmektedir. Firmaların defter değerinin artmasıyla aktif değerinin artması mümkündür. zkaynakların artmasıyla halka açıklık oranı artabilmektedir. Ödenmiş sermaye ile piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ödenmiş sermayenin artmasıyla zkaynaklar toplamı da yükselmektedir.

Sermayesi yüksek olan firmaların halka açıklık oranı ile firma değeri arasındaki ilişki incelenebilir. Halka açıklık oranı düşük olan firmalar ile yüksek olan firmaların piyasa değerleri karşılaştırılabilir. Farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların halka açıklık oranlarının değerleri üzerine etkisi incelenebilir. Halka açıklık oranı artan firmaların hisse senetlerinin işlem hacimlerinde herhangi bir yükseliş olup olmadığı ve bu durumun piyasa değerleri üzerine etkisinin araştırılması önerilmektedir.

### Kaynakça

- AGRAWAL, A. & KNOEBER, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- AKSOY, A. & TANRIÖVEN, C. (2007). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- AKSOY, P. (2009). *Hisse Senetlerinin Halka Arzı ve Satış Süreçleri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- AKUSTA, A. (2019). *Gelişen Piyasalarda Kar Dağıtım Politikası ve Sahiplik Yapısı Arasındaki ilişki Borsa İstanbul'da Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Necmettin Erbakan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- AMIN, Q. A. & LIU, J. (2020). Shareholders' Control Rights, Family Ownership and The Firm's Leverage. *International Review of Financial Analysis*, 47, 1-15.
- BARBOSA, N. & LOURI, H. (2005). Corporate Performance: Does Ownership Matter? A Comparison of Foreign and Domestic-Owned Firms in Greece and Portugal. *Review of Industrial Organization*, 27, 73-102.
- BAYRAKDAROğLU, A. (2010). Mlkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB rneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11-20.
- BERLE, A. A. & MEANS, G. C. (1933). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- BROWN, S. J. & WARNER, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- BYKDERELİ, M. (2007). *İMKB'de Faaliyet Gösteren Reel Sektör Firmalarının Mülkiyet Yapısının, Bu Firmaların Finansal Performansları zerine Etkisi*. İstanbul: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü .

- CAVLAK, H. (2019). *Geleneksel, Değer Bazlı ve Alternatif Performans Ölçütlerinin Uluslararası Finansal Raporlama Standartları İle İlişkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- CHEN, S.-S. & HO, K. W. (2000). Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value The Singapore Evidence. *International Review of Financial Analysis*, 9, 315-326.
- CHO, M.-H. (1998). Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1), 103-121.
- DEMSETZ, H. & LEHN, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy* (93), 1155-1177.
- DEMSETZ, H. & VILLALONGA, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- DHARMAPALA, D. & KHANNA, V. (2013). Corporate Governance, Enforcement, and Firm Value: Evidence from India. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 29(5), 1056-1084.
- EGE, İ. & TOPALOĞLU, T. N. (2017a). Sahiplik Yapısı ile Sermaye Yapısı ve Kar Payı Dağıtım Kararları Arasındaki İlişkinin Borsa İstanbul 30 Endeksinde Test Edilmesi. *International Conference on Eurasian Economies Session 3B: Finans I* (s. 254-261). İstanbul: Eurasian Economists Association.
- EGE, İ. & TOPALOĞLU, T. N. (2017b). Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2), 471-492.
- GRIFFITH, J. M. (1999). CEO Ownership and Firm Value. *Managerial and Decision Economics*, 20(1), 1-8.
- GÜNGÖR, S. (2012). *Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çorum.
- HILLMAN, A. J. & DALZIEL, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *The Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- HIMMELBERG, C. P., HUBBARD, R. G. & PALLIA, D. (1999). Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*(53), 353-384.
- KAP. (2020). *Kamuyu Aydınlatma Platformu*, <https://www.kap.org.tr/tr/> adresinden alındı.
- KARAOĞLAN, S. (2018). *Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa ve Uzun Dönem Performansını Belirlemeye Yönelik Ekonometrik Bir Analiz*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- KEVSER, M. (2018). *Bankaların Sahiplik Yapısı İle Finansal Performans Arasındaki İlişki: Türkiye içi Ampirik Bir Araştırma*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yalova.
- KILIÇ, M. (2017). *Kurumsal Yönetim, Sahiplik Yapısı ve Finansal Performans İlişkisi: BİST'de Bir Alan Araştırması*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- KLEIN, A. (1998). Firm Performance and Board Committee Structure. *The Journal of Law & Economics*, 41(1), 275-304.
- KONUK, S. (2019). İşletmelerde Sahiplik Yapısına İlişkin Faktörlerin Firma Değerine Etkisi: BİST 30 Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *Artibilim: Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 46-54.
- LELAND, H. E. (1998). Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 53(4), 1213-1243.
- LEMMON, M. L. & LINS, K. V. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.

- LINS, K. (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.
- LODERER, C. & MARTIN, K. (1997). Executive Stock Ownership and Performance Tracking Faint Traces. *Journal of Financial Economics*, 45, 223 – 255.
- McCONNELL, J. J. & SERVAES, H. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595–612.
- MELEK, S. A. (2015). *İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararlarının Karlılık Düzeylerine Etkisi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- MIGUEL, A. D., PINDADO, J. & TORRE, C. D. (2004). Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- ÖNEM, H. B. (2014). *Kar Dağıtım Kararlarının ve Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: BİST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- SAKINÇ, İ. (2008). *Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İle İlişkisi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- SHOME, D. K. & SINGH, S. (1995). Firm Value and External Blockholdings. *Financial Management*, 24(4), 3-14.
- TAN, R. S., CHNG, P. L. & TAN, T. W. (2001). CEO Share Ownership and Firm Value. *Asia Pacific Journal of Management*, 18, 355–371.
- TANRIÖVEN, C. & AKSOY, E. E. (2011). İMKB’de İşlem Gören şirketlerde Ortaklık Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkileri. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (46), 216-261.
- TORRES-REYNA, O. (2007). *Princeton University Library*. Data and Statistical Services: <https://dss.princeton.edu/training/> adresinden alındı
- ÜNAL, S. (2020). *Türkiye’de Halka Açık Paylara Sahip Hissedarların Yaşadıın Vekalet Maliyetinin Tespiti ve Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının Gerekliliğinin Değerlendirilmesi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- ÜNLÜ, U., BAYRAKDAROĞLU, A. & şAMİLOĞLU, F. (2011). Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 66(2), 201-214.
- YAHOO FINANCE. (2020). *Yahoo Finance*, <https://finance.yahoo.com> adresinden alındı.
- WEI, Z., XIE, F. & ZHANG, S. (2005). Ownership Structure and Firm Value in China’s Privatized Firms: 1991-2001. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(1), 87-108.