

YÖNETİCİ SAHİPLİĞİ VE FIRMA DEĞERİ: İMKB İÇİN AMPİRİK BİR UYGULAMA

Öğr. Gör. Ulaş Ünlü
Nevşehir Üniversitesi
Meslek Yüksek Okulu

Yrd. Doç. Dr. Ali Bayraktaroğlu
Nevşehir Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Prof. Dr. Famil Şamiloğlu
Aksaray Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi



Özet

Bu çalışmada İMKB’de işlem gören Türk firmaları için 2004-2008 döneminde, yönetici sahipliği (managerial ownership) ile firma performansı arasındaki ilişki araştırılmıştır. Çalışmada yönetici sahipliği ve performans arasındaki ilişki incelenirken içsellik problemiyle karşılaşmamak için Demsetz ve Lehn’in (1985) elde ettiği sonuçlar Türk firmaları için daha ileri bir aşamaya taşınmış ve Himmelberg vd.’nin(1999) önerdiği panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Firma karakteristikleri kontrol altına alındığında yönetici sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkiye bakılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre İMKB Tüm endeksinde işlem gören firmalar için incelenen dönemde yönetici sahipliği ve firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Anahtar Sözcükler: Yönetici sahipliği, firma değeri, firma performansı, İMKB, panel veri analizi

Managerial Ownership and Corporate Value: Evidence from ISE

Abstract

In this paper, the relationship between managerial share ownership and firm performance of trading ISE Turkish firms during the period 2004 to 2008 is investigated. In previous researches reveal endogeneity problem while it is examining this relation. To solve the problem, we used panel data analysis that is suggested by Demsetz ve Lehn (1985) and Himmelberg et al. (1999). After controlling for the observed firm characteristics, we analyzed the effect of managerial share ownership on firm performance. We find no significant relationship between managerial share ownership and firm performance (Tobin’s Q) using panel data regression model.

Key Words: Managerial ownership, corporate value, firm performance, ISE, panel data analysis

Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama

Giriş

Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki konusundaki ilk çalışma Berle ve Means'in (1932) çalışmasıdır. Berle ve Means (1932) sahiplik yoğunlaşması arttıkça profesyonel yöneticilerin kontrolü azalacağı için sahiplik yapısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki olması gerektiğini savunmaktadır. Fakat Demsetz (1983) ve Demsetz ve Lehn (1985) sahiplik seviyesinin içsel faktörler tarafından belirlendiğini, birbirinden bağımsız olduğunu ve aralarında herhangi bir ilişki olmadığını ileri sürmektedir. Pek çok yazar da bu argümanı desteklemektedir (Agrawal/ Knoeber, 1996; Cho, 1998; Himmelberg vd. 1999; Demsetz/Villalonga, 2001 ve Welch, 2003). Firma yönetiminde hissedarların bakış açısı; yöneticilerin firma değerini maksimize ederek hissedarların çıkarlarını korumalarıdır. Literatürde bu olgu temsilci maliyeti olarak ifade edilmektedir. Jensen ve Meckling'e (1976) göre, eğer yöneticilere firmadan pay hakkı verilirse yöneticiler hissedarların çıkarlarını daha iyi koruyabileceklerdir.

Yönetici sahipliğinin firma performansı ile yakından ilgili olduğunu öne süren üç temel teori bulunmaktadır. Bunlardan temsilci maliyeti ve sinyal hipotezine göre yönetici sahipliği derecesi arttıkça yani diğer bir deyişle yöneticinin firmanın sermaye payından aldığı yüzde yükseldikçe firmanın hisse senetlerinin fiyatı ve dolayısıyla firmanın değeri yükselmektedir. Ortaklık kontrolü teorisi (corporate control theory) ise yöneticilerin firmadan daha fazla sermaye payı almasının firmanın hisse senetlerinin performansını olumsuz yönde etkileyeceğini savunmaktadır. Bu noktadan hareketle yönetici sahipliğinin firma performansına etki edip etmediği pek çok araştırmaya konu olmuştur (Chen / Kao, 2005).

Son yirmi yılda yönetici sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen literatürde pek çok çalışma bulunmakla birlikte (Demsetz/Lehn, 1985; Morck vd. 1988; McConnell/Servaes, 1990; Hermalin/Weisbach, 1991; Oswald/ Jahera, 1991; Craswell vd.1997; Welch, 2003; Fishman vd. 2005) araştırmalarda çelişkili sonuçlara ulaşılmıştır. Örneğin; Oswald ve Jahera (1991), Mehran (1995), Holthausen ve Larcker (1996), Cole ve Mehran (1998), yönetici sahipliği ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Jarrell ve Poulsen (1988), Slovin ve Sushka (1993) ise negatif bir ilişki tespit ederken, Morck vd. (1988), McConnell ve Servaes (1990), Hermalin ve Weisbach (1991) yönetici sahipliği ve firma değeri arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmiştir. Short ve Keasey (1999) ve Faccio ve Lasfer (1999) Cubic Specification Modeli kullanarak firma değeri ve yönetici sahipliği arasında Morck vd.'ne (1988) benzer şekilde doğrusal olmayan bir ilişki bulmuşlardır. Cho (1998), Agarwal ve Knoeber (1996), Beatty ve Zajac (1994), Mehran (1992) da yönetici sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkinin anlamsız olduğunu tespit etmiştir.

Morck vd. (1988), McConnell ve Servaes (1990), yönetici sahipliğini açıklayıcı değişken olarak kullandıklarında herhangi bir içsellik (endojeneity) problemiyle karşılaşmamışlardır. Fakat bu sonuçlar, Cho (1998), Himmelberg vd. (1999); Demsetz ve Villalonga (2001) gibi yazarlar tarafından desteklenmemektedir.

Chaganiti ve Damanpour (1991) yönetici sahipliği ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmış, fakat anlamlı bir ilişki tespit edememiştir. Han ve Suk (1998) da yönetici sahipliği ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiş ve yönetici sahipliği seviyesi ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki bulmakla birlikte aşırı sahiplik seviyesinin hisse senedi getirilerini olumsuz etkileyeceğini savunmuştur. Loderer ve Martin (1997) ise yüksek yönetici sahipliği derecesinin firma performansını artırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Welch (2003) yönetici sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkiyi Demsetz ve Villalonga'nın (2001) kullandığı metodolojiyi izleyerek En Küçük Kareler (Ordinary-Least Squares-OLS) ve İki aşamalı En Küçük Kareler Toplamı (two stage least squares -2SLS) regresyon modeli ile test etmiştir. OLS'ye ek olarak 2SLS yönteminin kullanılmasının nedeni içsellik problemidir. Performans değişkeni olarak ise Tobin-Q'yu belirlemiş ve yönetici sahipliğinin içselliğini kontrol ettikten sonra sahiplik yapısı ve firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulamamıştır.

Himmelberg vd. (1999) sabit etkiler modelini kullanarak, Demsetz ve Villalonga (2001) ve Villalonga ve Amit (2006) ise araç değişkenlerini¹ kullanarak yönetici sahipliğinin içsellığı ile Tobin-Q ve yönetici sahipliği arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışmışlardır.

Geçiş durumunda olan ülkeler (transition countries) için çalışma sonuçları incelendiğinde genellikle yönetici sahipliği ve firma performansı arasında negatif bir ilişki gözlenmektedir (Frydman vd.,1997; Claessens/Djankov, 1998).

Türkiye’de ise sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın yüksek düzeylerde seyretmesi ve aile şirketlerinde pramidal bir yapının hâkim olması durumu performans üzerine negatif etkiye neden olmaktadır (Yurtoğlu, 2000). Firma performansı ve sahiplik yapısı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin varlığını iddia eden çalışmalar olmakla birlikte (Çıtak, 2007; Önder, 2003) muhasebe bazlı ölçütler ile sahiplik yapısı arasında negatif yönde bir ilişki tespit eden çalışmalar da bulunmaktadır (Gürsoy/Aydoğan, 1999). Şamiloğlu ve Ünlü (2010) yaptığı çalışmada ise İMKB firmalarının sahiplik yapısını, Holding sahipliği, %42; Aile Sahipliği, %30; Finansal Kurum Sahipliği, %18 ve Yabancı Sahipliğini %10 şeklinde tespit etmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucuna göre ise yazarlar sahiplik yapısı ve firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır.

Bu çalışma, İMKB’de işlem gören firmalar için yönetici sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin varlığı üzerine odaklanmıştır. Literatür gözüne alınarak içsellik problemiyle karşılaşmamak için yöntem olarak Himmelberg vd.’nin (1999) önerdiği panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmada panel veri analizi kullanılarak hem içsellik problemi ortadan kaldırılmış hem de gözlemlenemeyen firma etkisinin dikkate alınması sağlanmıştır. Genel olarak Türkiye’de, sahiplik yapısı ile performans arasında birçok çalışma bulunmasına rağmen yönetici sahipliği ve performans arasındaki ilişkiyi inceleyen spesifik bir çalışma bulunmamaktadır. Bu nedenle diğer çalışmalardan farklı olarak yönetici sahipliğiyle performans arasındaki ilişkiyi incelemesi ayrıca hissedar-yönetici-firma değeri arasındaki ilişki için de yol gösterici olması nedeniyle Türk Sermaye Piyasası açısından bu konuda yapılan diğer çalışmalara katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

¹Araç değişkenler; içsellik problemini aşmak için kullanılan değişkenlerdir. Bu tür değişkenler, bağımlı değişkeni açıklayan ancak açıklayıcı değişkenlerin hata terimleriyle aralarında yüksek düzeyde korelasyon ilişkisi bulunmayan açıklayıcı değişkenler olarak tanımlanmaktadır.

1. Veri Yapısı

Bu çalışma, İMKB tüm endeksinde işlem gören ve sermaye paylarının bir kısmını yöneticiler tarafından elde tutulan 77 firmayı kapsamaktadır. Çalışmanın örneklem periyodu olarak 2004 - 2008 dönemi belirlenmiştir. Firmaların sahiplik yapısı verileri İMKB şirketler yıllığından, firmalarla ilgili muhasebe verileri ve piyasayla ilgili veriler ise İMKB'nin resmi internet sitesinden temin edilmiştir. Çalışmada firmaların sermaye paylarının bir kısmının yöneticiler tarafından elde tutulmuş olması dışında bir kısıt bulunmamakla birlikte, inceleme döneminde sahiplik yapısı ve bilanço verilerine ulaşılamayan firmalar örneklem dışında bırakılmıştır.

2. Modelde Kullanılan Değişkenler

Yönetici sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırırken kullanılan değişkenler ve hesaplama biçimleri Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1. Modelde Kullanılan Değişkenler

Değişkenler	Hesaplama Yöntemi
Performans (Tobin-Q)	Tobin-Q oranı (borcun yıl sonu defter değeri + firmanın yılsonu piyasa değeri) / varlıkların yıl sonu defter değeridir.
Firma Büyüklüğü (FB)	Varlıkların defter değerinin doğal logaritmasıdır.
Kaldıraç Oranı (KO)	Toplam Borç / Toplam varlık oranıdır.
Firma Yaşı (FY)	Firmanın faaliyet süresinin doğal logaritmasıdır.
Yönetici Sahipliği (YS)	Her bir şirket için yönetici sahipliği yüzdesidir.

FB (firma büyüklüğü) değişkeni, firmanın defter değerinin doğal logaritması olarak modelde kullanılmıştır. Firma büyüklüğü arttıkça yönetici sahipliği oranı yükselebilir, bu durum temsilci maliyetleri ve ahlaki rizikoyla da yakından ilgilidir. Diğer taraftan firma büyüklüğünün artması firmanın daha profesyonel yönetici çalıştırmasını da etkileyebilir. Bu nedenlerle FB değişken olarak modelde kullanılmıştır. KO (kaldıraç oranı) değişkeni, toplam borçların yılsonundaki defter değerinin toplam varlıkların yılsonundaki defter değerine bölünmesi ile hesaplanmıştır. Kaldıraç oranı firma için finansal sıkıntı göstergesi olup ahlaki riziko için bir temsilci niteliğindedir. Dolayısıyla firma performansı ve yönetici sahipliği arasındaki ilişkiyi etkileyebilecektir. FY (firma yaşı) değişkeni ise, firmanın faaliyet süresinin doğal logaritması şeklinde modele alınmıştır. Firmanın faaliyet süresinin fazlalığı yönetici sahiplik

derecesini ve firma performansını etkilemesi muhtemeldir. Bu üç değişken gözlemlenebilen firma karakteristikleri olup modellerde kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. YS (yönetici sahipliği) değişkeni ise, firmaların yönetici sahipliği yüzdesi şeklinde kullanılmış olup modellerde yönetici sahipliğini ifade etmektedir. Bağımlı değişken olarak literatüre bağlı kalınarak Tobin-Q kullanılmıştır (Han/Suk, 1998; Demsetz/Villalonga, 2001; Himmelberg vd. 1999). Tobin-Q için literatürde farklı hesaplama şekilleri olup bu çalışmada da (borcun yılsonu defter değeri + özsermayenin yılsonu piyasa değeri) / varlıkların yılsonu defter değeri olarak hesaplanmıştır (Fishman vd. 2005; Welch, 2003).

3. Panel Veri Analizi

Daha önceki çalışmalarda yapılan analizlerde OLS, 2SLS veya doğrusal olmayan modeller kullanılmıştır. Bunun nedeni değişkenler ile modelin hata teriminin arasında korelasyon ilişkisinin bulunmasıdır. Diğer bir ifadeyle bağımlı değişken ile onu açıklayan değişkenler arasında iki yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı söz konusudur. Dolayısıyla bu durum hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında yüksek bir korelasyona neden olmaktadır. Buna içsellik problemi denilmektedir. Literatürde bu problemi ortadan kaldırmanın yollarından biri olarak 2SLS testinin kullanılması veya panel veri yapısı kullanılarak sabit etki modellerinin kurulması önerilmektedir. Bu çalışmada da sabit etkili panel modeller kullanılmıştır. YS ile performans arasındaki ilişkiyi incelemek için oluşturulan panel regresyon modeli aşağıda gösterilmiştir:

$$Tobin-Q_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 YS + \beta_2 FB + \beta_3 KO + \beta_4 FY + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T(1)$$

Modelde bağımlı değişken olan Tobin-Q; firma performansını, YS; yönetici sahipliğini, FB; firma büyüklüğünü, KO; kaldıraç oranını, FY; firma yaşını göstermektedir. Ayrıca modelde *i*; işletmeyi, *t* ise dönemleri temsil etmektedir. *N*; toplam işletme sayısını gösterirken, *T* de toplam dönem sayısını göstermektedir.

Verilerin yapılarına uygun modellerle analiz edilmesi mantığımıza dayanarak, çalışmada hem zaman hem de yatay kesit veri setini birleştiren panel veri seti kullanılmıştır. Dolayısıyla panel veri setinin panel regresyon şeklinde modellenmesi istatistiki olarak daha başarılı sonuçlar vermektedir (Korkmaz, Başaran, Gökbulut; 2009). Performansın sahiplik yapısıyla açıklanmasında da buna bağlı kalınarak analizler gerçekleştirilmiştir.

Panel veri analizlerinin yapısında hata terimlerinin özellikleri ve katsayıların değişebilirliği ile ilgili farklı çıkarımlarda bulunarak farklı model yapıları elde edilmektedir. Hataların tüm zaman dönemlerinde ve tüm birimler için normal ve bağımsız dağıldığını varsayan sabit etkili model ve tesadüfi etkili model olmak üzere iki model yapısından bahsedilebilir. Literatürde yönetici sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkiyi modellemede önerilen modelin sabit etkili modeli olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada da katsayıların birimlere ve zamana göre değiştiği varsayıldığı için rassal etkiler modeli kullanılmamış, yerine sabit etkiler modeli kullanılmıştır.

3.1.Tanımlayıcı İstatistikler

Analizde dengeli panel veri seti kullanılmıştır. Veri yapısı analiz edilirken kullanılan panel regresyon modeli hem kesit hem de zaman serilerini birlikte içerdiğinden dolayı bu özelliklerin dikkate alınması gerekmektedir. Dolayısıyla tanımsal istatistikler panel veri formunda hesaplanarak değerlendirilmiştir. Elde edilen sonuçlar aşağıda Tablo-2’de verilmiştir.

Tablo 2. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Ait Açıklayıcı İstatistikler

Değişkenler	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis
Tobin-Q	1.179701	4.145090	0.365578	0.514370	1.918567	8.852927
YS	22.18962	76.42000	0.000000	19.32825	0.733339	2.586876
FY	4.217908	5.290459	2.386294	0.518735	-0.575199	3.139749
FB	18.53986	24.89596	14.90034	1.694425	0.664042	4.406311
KO	0.501415	1.608995	0.003250	0.287896	0.635763	3.785408

YS'nin ortalama değeri %22.18'dir. Khan, Balachandran ve Mather (2007-2008) Avustralya firmaları üzerine yaptıkları iki farklı çalışmada bu oranı sırasıyla %13.7 ve %12.5 olarak bulmuşlardır. Benzer şekilde YS'nin değerini yaklaşık olarak Welch (2003) %11.4, Fishman, Gannon ve Vinning (2005) %10.5 olarak tespit etmişlerdir. Yakın sonuçlara Cho (1998) ve Davies, Hiller ve McClogan da (2005) ulaşmıştır. Cho (1998) Amerikan firmaları için %12.4 değerini bulurken, Davies, Hiller ve McClogan (2005) İngiltere firmaları için %13.2 değerini bulmuştur. Jahmani ve Ansari (2006) de bu değerlerden biraz daha yüksek olsa da Amerikan firmaları için YS'nin değerinin ortalamasını %19.73 olarak tespit etmiştir. Görüldüğü gibi diğer çalışmalarda YS değerinin ortalaması ile bu çalışmanın sonuçları arasında çok önemli bir fark bulunmamakla birlikte bu çalışmanın ortalama YS değeri biraz daha yüksek çıkmıştır. Çalışma kapsamında yer alan Türk firmalarında yöneticilerin

daha yüksek oranda sermaye yapısında söz sahibi olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Diğer bir bakış açısıyla İMKB’de işlem gören Türk firmalarında ortakların aynı zamanda yönetici olduğu, buna ilaveten yönetimi profesyonel yöneticilere bırakmadığı sonucu çıkarılabilir.

KO değişkenine bakıldığında Türk firmaları için ortalama değer yaklaşık %50’dir. Khan, Balachandran ve Mather (2007) bu değeri %25, Jahmani ve Ansari (2006) ve Fahlenbrach ve Stulz (2008) ise %42 olarak bulmuştur.

Modelde bağımlı değişken olarak kullanılacak olan Tobin-Q değişkeninin ortalama değeri 1.18’dir. Tobin-Q bağımlı değişkenini Khan, Balachandran ve Mather (2007), yaklaşık olarak 2.28, Davies, Hiller ve McClogan (2005) 1.96, Rose (2005) 1.17 olarak bulmuştur.

Veri setine ait çarpıklık değerlerine bakıldığında sadece FY değişkeni için dağılımın sol kuyruklu olduğu söylenebilir. Bu değişkenin dışında kalan değişkenler için çarpıklık değerleri pozitif olduğundan bunlar için dağılımın sağ kuyruklu olduğu söylenebilir. Basıklık değerleri incelendiğinde bağımlı değişken hariç tüm değişkenlerin basıklık değerleri üç ve üçe yakın değerler aldığı görülmektedir. Bu değişkenler için dağılımın normale nazaran daha basık bir yapıya sahip olduğu ifade edilebilir. Diğer bir ifadeyle dağılım daha az bombeli bir yapıya sahiptir. Standart sapma değerlerine bakılarak tüm değişkenlerin ortalamaya göre daha az yaygın bir yapıya sahip olduğu ifade edilebilir.

Bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait Pearson Korelasyon matrisi aşağıda Tablo-3’de verilmiştir.

Tablo 3. Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi

	Tobin-Q	YS	FY	FB	KO
Tobin-Q	1.000000	-0.008032	-0.096542	-0.076048	0.160737
YS	-0.008032	1.000000	-0.210898	-0.153776	-0.037666
FY	-0.096542	-0.210898	1.000000	0.318336	0.186256
FB	-0.076048	-0.153776	0.318336	1.000000	0.285408
KO	0.160737	-0.037666	0.186256	0.285408	1.000000

Korelasyon matrisine göre FB ve Tobin-Q arasında yaklaşık %7’lik ters yönlü bir ilişki vardır. Khan, Balachandran ve Mather (2007) ve Demsetz ve Villalonga (2001) da bu iki değişken arasında değişik oranlara da olsa negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bağımsız değişkenler içerisinde KO değişkeni hariç diğer tüm değişkenler Tobin-Q değişkeni ile ters yönlü ilişki içerisindedirler.

Ayrıca ilişki seviyesinin de yüksek düzeylerde olmadığı da görülmektedir. YS ile KO arasında zayıf da olsa ters yönlü bir ilişki vardır. FY ve FB arasında %31 oranında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu oran İMKB’de işlem gören Türk firmalarında firmanın yaşı ile büyüklük arasında doğrusal bir bağlantı olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde FB ile KO arasında da doğrusal bir ilişki mevcuttur. Bu sonuçlar Welch (2003), Demsetz ve Villalonga’nın (2001) sonuçları ile büyük benzerlikler taşımaktadır.

3.2.Durağanlık Testleri

Hem zaman hem de yatay kesit veri analizlerini birlikte gerçekleştiren panel veri analizlerinde değişkenler arasında sahte ilişkilere (spurious regressions) neden olunmaması için analizlerde kullanılan değişkenlerin durağan bir yapıda olması gerekmektedir.

Panel verilerin birim kök içerip içermediğini test etmede kullanılan yöntemler arasında Levin, Lin ve Chu-t testi (LLCt), Breitung-t testi, Im, Peseran ve Shin-W testi (IPSw), ADF-Fisher Chi-square ve Choi Z testi, Hadri-Z testi gibi testler bulunmaktadır (Wu; Lee 2009; Alba; Papell 2007; Guillaumin 2009). Son dönemde panel veri birim kök testi yapan çalışmalar arasında en yaygın olarak kullanılan testler ADF, LLCt ve IPSw testleridir. Bu çalışmada da ortak birim kök süreçleri LLCt testi ile her birim için birim kök süreci IPSw testi ile birimlerden bağımsız serilerde durağanlık ise ADF testi ile test edilmiştir.

Tablo-4’de ADF birim kök testinin sonuçları yer almaktadır. Birimlerden bağımsız serilerde durağanlığın analiz edilmesinde teste tabi tutulan değişkenlerin gecikme sayısı, Schwarz Bilgi Kriteri kullanılarak belirlenmiştir. Analizler sabitli ve trendsiz modellerde gerçekleştirilmiştir.

Tablo 4. ADF, LLCt ve IPSw Panel Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	ADF-Fisher Ki-Kare		LLCt		IPSw	
	İstatistik	p değeri	İstatistik	p değeri	İstatistik	p değeri
YS	136.803	0.0319	-5.4E+15	0.0000	-1.7E+15	0.0000
FY	1345.31	0.0000	-51.6014	0.0000	-513.375	0.0000
FB	224.912	0.0000	-12.6716	0.0000	-2.63068	0.0043
KO	236.255	0.0000	-17.4912	0.0000	-4.E+158	0.0000
Tobin-Q	203.243	0.0012	-19.7145	0.0000	-4.96006	0.0000

Tablo-4’de de görüldüğü gibi analiz sonuçlarına göre hiçbir değişken için birim kök yoktur sonucuna ulaşılmıştır ($p < 0.01$). Diğer bir ifadeyle ADF, LLCt ve IPSw testi sonuçlarına göre seriler durağandır. Sonuç olarak yapılan birim kök testleriyle firma performansı ile yönetici sahipliği arasındaki ilişkiyi modellemede kullanılan değişkenlere ait serilerin durağan olduğu ve bu değişkenlerin modelleme ve tahmin için elverişli bir yapıda oldukları kabul edilmiştir.

3.3.Araştırmanın Bulguları

YS ile firma performansı arasındaki ilişkiyi açıklamak için Himmelberg vd. (1999) önerdiği sabit etki panel veri regresyon yöntemi kullanılmıştır². YS ve firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen panel regresyon analizi sonuçları Tablo-5’de verilmiştir.

Tablo 5. Panel Regresyon Analiz Sonuçları

Dependent Variable: Tobin-Q				
Method: Panel Sabit Etkili				
Sample: 2004-2008				
Cross-sections included: 73				
Total panel (balanced) observations: 365				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.880899	1.002551	4.868477	0.0000
YS	-0.002583	0.001869	-1.382099	0.1680
FY	-0.807530	0.207138	-3.898508	0.0001
FB	-0.031068	0.030649	-1.013692	0.3116
KO	0.674510	0.155260	4.344384	0.0000
R ²	0.636243			
Adjusted R ²	0.540252			
F-statistic	6.628137			
Prob(F-statistic)	0.000000			
Durbin-Watson	2.256397			

Sabit etkiler yöntemine göre 2004–2008 dönemi için yönetici sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkinin araştırıldığı panel regresyon modelinde, yönetici sahipliği ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki

²Yapılan Hausman testi de panel veri modelinin sabit etkiler yöntemine göre analiz edilmesi gerektiğine işaret etmektedir.

bulunmamıştır. Araştırmadan elde edilen bu bulgu literatürde yapılan diğer çalışmalarla tutarlıdır (Agrawal/Knoeber, 1996; Cho, 1998; Himmelberg vd.1999; Demsetz/Villalonga, 2001 ve Welch, 2003). Genel olarak elde edilen model anlamlı bir modeldir (F-statistic; 6.6281, Prob; 0.0000). Hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasında ilişki bulunması hali olan ve daha çok zaman serilerinde ortaya çıkan otokorelasyona yatay kesit verilerinde pek rastlanmamaktadır. Ancak kurulan her bir modelde otokorelasyon probleminin olup olmadığı diğer bir ifadeyle otokorelasyon varsayımı Durbin-Watson (DW) katsayıları incelenerek değerlendirilmiştir. Kullanılan veri setinde DW istatistiğinin yaklaşık 2.56 dolaylarında çıkması otokorelasyon sorununun olmadığını bir göstergesi olarak kabul edilmiştir.

Sonuç

Bu çalışmada firma performans ölçütü olarak Tobin-Q kullanılmış olup 2004-2008 dönemi için yönetici sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişki İMKB Tüm endeksinde işlem gören Türk firmaları için araştırılmıştır. Kontrol değişkeni olarak literatürle benzer şekilde, firma yaşı, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı değişkenleri belirlenmiştir. İçsellik problemini engellemek amacıyla panel veri analizi kullanılmıştır. Panel veri analizi aynı zamanda yönetici sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin gözlemlenen firma karakteristikleri ve gözlemlenemeyen firma heterojenliği ile ilgisini de ortaya koymaktadır.

İMKB’de işlem gören firmalar için yönetici sahipliğinin %22 civarında gerçekleştiği tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular yöneticilerin yüksek oranda sermaye yapısında söz sahibi olduğunu ortaya koymaktadır. Bu sonuç, yönetici konumunda olan ortakların ağırlıkta olduğu firmalarda temsilcilik maliyetinin daha az olabileceğine işaret ediyor gibi görünmektedir. Fakat bilindiği gibi temsilcilik maliyeti teorisine göre yönetici sahipliği yüzdesi arttıkça firma performansının artması beklenmelidir. Bu açıdan değerlendirildiğinde gerek tanımlayıcı istatistik verileri gerekse panel veri analizine göre yönetici sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin yönü negatif olarak bulunmuştur. Elde edilen bu bulgular İMKB için yönetici sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkinin, literatürdeki temsilci maliyeti ve sinyal hipotezi teorisinden çok ortaklık kontrol teorisine tutarlı olduğunu göstermektedir. Çalışmada elde edilen panel veri analizi sonuçları, İMKB Tüm endeksinde işlem gören firmalar için yönetici sahipliği ve firma performansı arasında tespit edilen bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle yönetici sahipliği seviyesinin, inceleme dönemi ve örneklem gözetildiğinde firma performansına herhangi anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

Kaynakça

- AGRAWAL, Anup / KNOEBER, Charles R. (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31:377-397.
- ALBA, Joseph D./DAVID H. Papell.(2007), "Purchasing Power Parity and Country Characteristics: Evidence from Panel Data Test," *Journal of Development Economics*, 83: 240-251.
- BEATY, Randolph P./ZAJAC, Edward. (1994), "Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive's Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Offerings," *Administrative Science Quarterly* 39: 313-316.
- CHEN, Anlin / KAO, Lanfeng. (2005), "The Conflict Between Agency Theory and Corporate Control on Managerial Ownership: The Evidence from Taiwan IPO Performance", *International Journal of Business*, 10: 39-61.
- CHO, Myeong Hyeon. (1998), "Ownership Structure, Investment And The Corporate Value: An Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics* 47: 103-121.
- DAMANPOUR, Fariborz / CHAGANTI, Rajeswararao. (1991), "Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance," *Strategic Management Journal*, 12: 479-491.
- DAVIES, J.R. / HILLIER, David/ MCCOLGAN, Patrick.(2005), "Ownership Structure, Managerial Behaviour and Corporate Value," *Journal of Corporate Finance*, 11: 645-660.
- CLAESSENS, Stijn/DJANKOV, Simeon. (1998), "Managers, Incentives and Corporate Performance: Evidence from the Czech Republic". World Bank.
- COLE, Rebel/MEHRAN, Hamid. (1998), "The effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence From The Thrift Industry," *Journal of Financial Economics*, 50: 291-317.
- CRASWELL, A.T. / TAYLOR, Stephen L. / SAYWELL, Richard A. (1997), "Ownership Structure and Corporate Performance". *Pacific-Basin Finance Journal*, 5: 301-323.
- ÇITAK, Levent (2007). "The Impact of Ownership Structure on Company Performance: A Panel Data Analysis on Istanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies". *International Research Journal of Finance and Economics*, 9: 231-245.
- DEMSETZ, Harold / LEHN, Kenneth. (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93: 1155-1177.

- DEMSETZ, Harold / VILLALONGA, Belen.(2001), “Ownership Structure and Corporate Performance,”
Journal of Corporate Finance, 7/3: 209-233.
- FACCIO, Mara/LARRY, H.P. Lang. (2002), “The Ultimate Ownership of Western European Corporations,” *Journal of Financial Economics*, 65: 365-396.
- FAHLENBRACH, Rüdiger/RENE, M. Stulz. (2007), “Managerial Ownership Dynamics and Firm Value,”
Fisher College of Business Working Paper Series, Dice Center.
- FISHMAN, J./ GANNON, G./VINNING, R. (2008), “Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence,” *Corporate Ownership & Control*, 6/2: 114-131.
- FRYDMAN, Roman/GRAY Cheryl W. / HESSEL Marek P. /RAPACZYNSKI Andrzej.(1997), “Private Ownership and Corporate Performance: Evidence From Transition Economies,”
Research Report, New York University Press.
- GUILLAUMIN, Cyriac. (2009), “Financial Integration in East Asia: Evidence from Panel Unit Root and Panel Cointegration Tests,”
Journal of Asian Economics, 20/3: 314-326.
- GREENE, H. William. (2000), *Econometric Analysis*. Fourth Prentice-Hall; Inc., USA.
- GURSOY, Güner/AYDOĞAN, Kürşat. (1999), “Equity Ownership Structure, Risk Taking and Performance;
An Empirical Investigation in Turkish Companies,” *ERC/METU International Conference in Economics*. Ankara, Turkey.
- HAN, Ki/DAVID Y. Suk.(1998), “The Effect of Ownership Structure on the Firm Performance: Additional Evidence,” *Review of Financial Economics*, 7/2: 143-156.
- HERMALIN, Benjamin/WEISBACH, Micheal.(1988), “The Determinants of Board Composition”.
RAND Journal of Economics, 19: 589-606.
- HIMMELBERG, Charles/ HUBBARD R. Glenn/ PALIA Darius. (1999), “Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance,” *Journal of Financial Economics*, 53/3: 353-384.
- HOLTHAUSEN, Robert.W./LARCKER, David.F. (1996). “The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts,” *Journal of Financial Economics*, 42 : 293-332.
- JAHMANI, Yousef / MOHAMMED, Ansari. (2006), “Managerial Ownership, Risk, and Corporate Performance,” *International Journal of Commerce and Management*, 16/3: 212-221.
- JARRELL, Gregg / POULSEN, Annette. (1988) “Dual Class Recapitalizations As Anti-takeover Mechanisms: The Recent Evidence,” *Journal of Financial Economics* 20: 129-152.
- KHAN, Rahman A. / BALACHANDRAN Balasingham / MATHER, Paul. (2008), Managerial Share Ownership and Operating Performance: Do Independent and Executive Directors have Different Incentives?,” *FINSIA-MCFS Banking and Finance Conference*.

- LEE, Seoki/WOO, Gon Kim. (2009), "EVA, Refined E VA, MVA, or Traditional Performance Measures for the Hospitality Industry?" *International Journal of Hospitality Management*, 28/3: 439-455.
- LODERER, Claudio / MARTIN, Kenneth.(1997), "Executive Stock Ownership and Performance," *Journal of Financial Economics* 45: 223-255.
- MCCONNELL, John. J. / SERVAES, Henri (1990). "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economics* 27: 595-612.
- MEHRAN, Hamid. (1992), "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27: 539-560.
- MEHRAN, Hamid. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 38: 163-184.
- MORCK, Randall / SHLEIFER, Andrei / VISHNY, Robert W. (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- OSWALD, Sharon. L./JAHERA, John, J.S. (1991), "The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study," *Strategic Management Journal*, 12: 321-326.
- ÖNDER, Zeynep. (2003), "Ownership Concentration and Firm Performance; Evidence from Turkish Firms," *METU Studies in Development*, 30 (December): 181-203.
- ROSE, Caspar. (2005), "Managerial Ownership and Firm Performance in Listed Danish Firms: In Search of The Missing Link," *European Management Journal*, 23/5: 542-553.
- ŞAMILOĞLU, Famil/ÜNLÜ, Ulaş. (2010), "Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: İMKB 100 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46: 66-73.
- SHORT, Helen/KEASEY, Kevin. (1999), "Managerial Ownership and The Performance of Firms: Evidence From The UK," *Journal of Corporate Finance*, 5: 79-101.
- SLOVIN, Myron/SUSHKA, Marie E. (1993), "Ownership Concentration, Corporate Control Activity and Firm Value: Evidence From The Death of Inside Blockholders," *Journal of Finance*, 48: 1293-1321.
- WELCH, Emma. (2003), "The Relation Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies," *Australian Journal of Management*, 28/3: 287-305.
- VILLALONGA, Belen/RAPHAEL, Amit. (2006), "How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?". *Journal of Financial Economics*, 80/2: 385-417.
- YURTOĞLU, Burçin. (2000), "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms," *Empirica* 27/2: 193-222.