



Yrd. Doç. Dr.
Cihan Tanrıöven



Arş. Gör. Dr.
Emine Ebru Aksoy

İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Ortaklık Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkileri

Yrd. Doç. Dr. Cihan TANRIÖVEN

Araş. Gör. Dr. Emine Ebru AKSOY

Gazi Üniv. İİBF, İşletme Bölümü

Özet

İşletmelerde öz sermayenin ortaklar arasındaki dağılımına bağlı olarak yoğunlaşmış ve yoğunlaşmamış ortaklık yapıları oluşmaktadır. Bu ortaklık yapılarının firma performansı üzerinde etkili olması beklenir. Bu çalışmada ortaklık yoğunlaşmasının firma performansı üzerine etkisini incelemek amacıyla 1996–2009 döneminde İMKB’de faaliyet gösteren 113 şirket verisinden hareketle regresyon analizi yapılmıştır. Analizde performans değişkeni olarak ROA, ROE, TobQ ve Net Kar Marjı alınırken, yoğunlaşma değişkeni olarak da yoğunluk, yönetim kurulu büyüklüğü ve üç büyük ortağın payı alınmıştır. Analiz sonucunda genel olarak, satış büyüklüğü ve kar büyümesinin tüm bağımlı değişkenleri pozitif yönlü etkilediği; kaldıraç, kısa vadeli borç oranı, faaliyet riski ve satış yapısını ise negatif yönlü etkilediği tespit edilmiştir. Ayrıca yoğunluk değişkeninin aktif getirisini ve TobQ’yu, yönetim kurulu büyüklüğünün aktif getirisini ve TobQ’yu, üç büyük ortağın payının ise TobQ’yu pozitif yönde etkilediği de tespit edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Yoğunlaşma, firma performansı, regresyon, İMKB.

JEL Sınıflaması: G32, L 25, C23.

Abstract (The Partnership Concentration on the Companies Operating in Istanbul Stock Exchange and the Effects on the Firms Performance)

Consist of concentrated and unconcentrated ownership structures which are depending on distribution of equity between shareholders are formed in company. The ownership structures are expected to have impact on company performance. In order to examine the impacts of different ownership structure on company performance, regression analysis has been used with 113 companies’ data operating in the period 1996-2009 in Istanbul Stock Exchange. In the analysis ROA, ROE and Net Profit Margin have been used as performance variables; concentration, board of directors’ size and the proportion of three major partner’s share have been used as concentration variables. Those have been determined in the analysis results that generally sales size and profit growth have affected all dependent variables positively; leverage, short-term debt ratio, operating risk and sales structure negatively. Moreover, those have been determined that concentration has affected ROA and TobQ; board of directors’ size has affected ROA and TobQ and the three major partner’s share has affected TobQ positively.

Key Words: Concentration, firm performance, regression, ISE.

JEL Classification: G32, L 25, C23.

1. Giriş

Firmalar karar alıp uygulamaya koyarken öncelikle amaçlarını belirlemelidirler. Tespit edilen amaç ise firma ortaklarını, firmayı ve firmanın çevresini tatmin edecek bir amaç olmalıdır. Bu kapsamda finans literatüründe kabul edilen temel firma amacı firma değerinin maksimum kılınmasıdır. Bu amacı yerine getirmek için firmalarda yatırım, finanslama ve temettü politikalarından yararlanılmaktadır. Finanslama politikası kapsamında ise borç ve öz kaynağın miktarı ve toplam içindeki ağırlığı diğer bir ifade ile sermaye yapısı, nereden temin edileceği, borcun vadesi, vb konular tespit edilerek firma değeri maksimum kılınmaya çalışılır. Borç kullanmaya karar verilmesi durumunda vadede faiz yükümlülüğü altına girilirken öz kaynak temini kararında ise ortaklık yapısı kararı verilir. Diğer bir ifade ile borç kullanımında vadede faiz ve anapara ödemesi ile yükümlülük son bulurken özkaynak kullanımı ortaklık payının paylaşımı anlamına gelmektedir. Özkaynak ile sermaye temini kamudan, yurt içi ve yurt dışı kuruluşlardan ve bireylerden elde edilebilir. Özkaynağın tamamı veya büyük bir kısmı tek bir sermayedar tarafından sağlanabileceği gibi az sayıda ortak arasında yoğunlaşarak azınlıklar oluşabilir ya da ortaklık küçük parçalar halinde dağınık bir yapı gösterebilir. Bu farklı ortaklık yapılarının firmaların performansları üzerinde etkili olması beklenir. İşte bu çalışmada ortaklık yoğunlaşmasının firma performansı üzerine olan etkisi İMKB’de faaliyet gösteren firmalar üzerinde incelenmeye çalışılacaktır.

2. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Sanayileşme sürecinin üretim sürecini etkilemesiyle, emek yoğun üretimden sermaye yoğun üretime geçilmiştir. Ser-

maye yoğun üretim ise; tek bir bireyin, tek bir kurumun veya tek bir ailenin karşılamayacağı düzeyde sermaye gereksinimini doğurduğu için az sayıda ortağın bulunduğu firmalar yerlerini çok sayıda ortağın bulunduğu dağınık ortaklı firmalara bırakmıştır. Bu durum gerek yönetici ortaklıkların konumunu gerekse de yönetimde söz sahibi olma konumunu etkilemiştir. Bu etki sonucunda, firmalar profesyonel yöneticilerden yararlanmaya yönelirken buna bağlı olarak da teoride “agency problem” olarak bilinen temsilci maliyetleri ile karşı karşıya kalmışlardır. Temsilci maliyetleri temel olarak üç unsurdan oluşmaktadır. Birinci unsur, yönetici faaliyetlerini takip etmek amacıyla yapılan örneğin denetim maliyetleridir. İkinci unsur, istenmeyen yönetsel davranışları azaltmaya yönelik olarak katılan maliyetler olup örneğin yönetim kurullarına dışsal yatırımcıların atanması gibi maliyetlerdir. Üçüncü maliyet ise, fırsat maliyetleri olup, yöneticilerin karar alırken ortaklara başvurması sürecinde kaçırılan net kazançlardan oluşmaktadır¹. Diğer bir açıdan ise, çok sayıda küçük paylı ortağın olmasıyla yani dağınık ortaklık yapısıyla ortaya çıkan profesyonel yöneticilerin tüm hissedarlara yönelik, azınlıkları da içeren objektif şekilde yönetimi gerçekleştirmeleri sağlanmaktadır.

Çok sayıda dağınık ortaklığın neden olduğu agency problemi yanında objektif yönetim esasını getirmesi bu tür şirketlerde performans analizinin yapılmasını gerekli kılmıştır. Ancak elde edilen performans karşılaştıracak bir ölçüte ihtiyaç duyulmaktadır. Bu nedenle, elde edilen sonuçlar az sayıda büyük ortaklı şirketlerin risk ve performans sonuçları ile karşı-

¹ F. Eugene Brigham ve C. Louis Gapenski: Intermediate Financial Management, 1996, Fifth Edition, Orlando, The Dryden Pres, s.16.

laştırılacaktır. Diğer bir ifade ile yoğunlaşmış ve yoğunlaşmamış ortaklık yapısının firma performansı üzerine olan etkileri inceleme kapsamına alınacaktır. Bu amaçla İMKB’de işlem gören 113 firmanın 1996-2009 dönemi verilerinden yararlanılarak regresyon analizi yapılacaktır.

3. Literatür

Ortaklık yapısında yoğunlaşma, hisse senetlerine sahip olan kişi sayısını ifade eder. Hisse senetlerine sahip olan kişi sayısı arttıkça yoğunlaşma azalırken, hisse senedine sahip olan kişi sayısında meydana gelen azalma ise yoğunlaşmayı artırmaktadır. Diğer bir ifade ile hissedarların ortaklık paylarında oluşan artışlar yoğunlaşmayı artırırken ortaklık payındaki azalışlar yoğunlaşmayı azaltmaktadır. Yoğunlaşmanın etkileri ile ilgili çeşitli görüşler bulunmaktadır. Örneğin; Demsetz ve Lehn²(1985) yoğun sahipliğin sakıncasından bahsetmişler ve en önemli sakıncanın, büyük ortağın azaltılmış çeşitlendirmeden dolayı aşırı riske katlanması olduğunu ifade etmişlerdir. Shleife ve Vishy³(1986)’da yaptıkları çalışmada dünyadaki sahiplik yapılarının genelde büyük yatırımcılara ait yoğun sahiplik şeklinde olduğunu tespit etmişler ve bunun sonucunda da bireysel yatırımcının güçlü bir kontrol oluşturacağı sonucuna varmışlardır. Burkort, Gromb ve Ponnunzi⁴(1996),

Demsetz⁵(1997) tarafından yapılan diğer çalışmalarda ise, yoğun sahiplikte yöneticilerin pasif konumda kalacakları, kararlarda çok etkin olamayacakları vurgulanmıştır. Shleifer ve Vishny⁶(1997) ise büyük hissedarlar kişisel amaçlara yönelirlerse ve bu amaç kar maksimizasyonu veya yönetsel hedeflerden farklı olursa zarar verici olabileceğini belirtmişlerdir.

Yoğunlaşmanın bir firma için önemini anlamak ve firma performansı üzerine etkisini ortaya koyabilmek için literatürde çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Yapılan bu çalışmalarda çeşitli değişkenlerden harekete firma performansı ile ortaklık yoğunlaşması arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın amacını, analizde kullanılan değişkenleri ve analiz yöntemini, analizde elde edilen sonuçları da içerecek şekilde yapılan bazı çalışmalara kronolojik olarak aşağıda yer verilmiştir:

Xu-Wang(1997): Çin’deki halka açık firmaların 1993–1995 dönemine ait verilerinden hareketle sahiplik yapısının (sahipliğin yoğunluğu ve kime ait olduğu) firma performansı üzerine etkisi incelenmiştir. İlgili çalışmada farklı sahiplik yapıları ve farklı yoğunluktaki firmaların performanslarını karşılaştırmak amaçlanmıştır. Regresyon yönetiminin kullanıldığı analizde performans ölçüsü olarak piyasa değeri/defter değeri, ROA ve ROE kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise, sahipliğin yoğunluğu(en yüksek 10 hissedarın payı), faaliyette bulunan sektör, satış tutarı, borç/toplam varlık, net gelirdeki büyüme ve farklı sahiplik yapıları(kamu sahipliği, yerel kurum sahipliği, birey

² Harold Demsetz ve Kennet Lehn: “ The Structure of Corporate Ownership: Causes And Consequences”, Journal of Political Economy, 1985, 93, s.1155-1177.

³ Andrea Shleifer ve Robert W. Vishny: “Large Shareholders And Corporate Control”, Journal of Political Economy, 1986, 94., s.461-488.

⁴ M. Burkart, D. Gromb ve F. Panunzi: “ Large Shareholders, Monitoring And Value of The Firm”, Quarterly Journal of Economics, 1997,112(3)

⁵ Harold Demsetz: “The Firm In Economic Theory: A Quite Resolution”, 1997, 87(2), s.426-429

⁶ A. Shleifer ve R. Vishny: “ A Survey of Corporate Governance”, Journal of Finance, 1997, 52., 737-783.

sahipliği, çalışan sahipliği) dır. Analiz sonucunda, sahiplik yapısının (sahipliğin yoğunluğu ve kime ait olduğu) borsada işlem gören firmaların performansı üzerinde önemli etkiye sahip olduğu, sahiplik yoğunluğu ile performans arasında pozitif bir korelasyon olduğu ve bu etkinin kamu tarafından yönetilen şirketlere göre bireylerin yönettikleri şirketlerde daha fazla olduğu, yerel firmaların hisseleri ile performans arasında önemli ölçüde pozitif korelasyon olduğu ancak kamu sahipliği ile negatif korelasyon olduğu, kamu sahipliği arttıkça işgücü verimliliğinin azaldığı tespit edilmiştir.⁷

Lauterbach-Vaninsky(1999): Sahiplik yapısının firma performansı üzerine olan etkisini tespit etmek amacıyla yapılan çalışmada 1992–1994 dönemine ait 280 İsrail firmasının verilerinden yararlanılmıştır. Veri zarflama yönteminin kullanıldığı analizde performans ölçüsü olarak net gelir, bağımsız değişken olarak da sahiplik yapısı, toplam varlıklar, toplam özsermaye, üst yönetimin ödüllendirilmesi verileri kullanılmıştır. Net gelir açısından dışarıdan yöneticisi olan firmaların yönetici sahipli firmalara göre daha etkin olduğu tespit edilmiştir.⁸

Lehmann-Weigand(2000): Sahiplik yoğunlaşmasının firma performansı üzerine olan etkisini inceleyen araştırmada 361 Alman firmasının 1991–1996 dönemine ait verilerinden yararlanılmıştır. Regresyon yönteminin kullanıldığı analizde performans ölçüsü olarak ROA (varlıkların getiri-

risi) ve ROE(özsemeye getirisi), bağımsız değişken olarak da, sahiplik yoğunlaşması, en büyük hissedarın varlığı, toplam aktif büyüklüğü, firmanın yıllık büyümesindeki değişim, sermaye yoğunluğu (toplam varlık/çalışan sayısı) ve sermaye yapısı kullanılmıştır. Çalışmada firmalar holding, aile veya bireysel firmalar, büyük hissedarlı firmalar ve yabancı sahipli firmalar şeklinde ayırma tabi tutulmuştur. Sahiplik yoğunluğu arttıkça performansın düştüğü, çoğu Alman firmasında sahiplik yoğunlaşmasının optimalin altında olduğu ve ticari firmaların en büyük ortağının finansal kurum olmasının firma performansını artırdığını tespit etmişlerdir.⁹

Kuznetsov-Muravyev(2001): İlgili çalışma Rusya menkul kıymet borsalarında işlem gören blue-chip firmalarında sahiplik yoğunlaşmasının performans üzerine etkileri ve farklı sahiplik yapılarının firma performansı üzerine etkilerini incelemek amacıyla yapılmıştır. 1994–1997 yılları arasındaki verilerden hareketle 236 firma analize dahil edilmiştir. Firma performans göstergesi olarak işgücü verimliliği, karlılık, Tobin-Q'su kullanılmıştır. Sahiplik değişkeni olarak (sahiplik yoğunluğu göstergesi olarak) en büyük 3 hissedarın oy oranı alınmış olup, sahiplik yapısı olarak kamu sahipliği, kamu kontrolündeki sahiplik, içerden sahiplik, dışarıdan sahiplik olarak alınmış ve regresyon analizi yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, sahiplik yoğunluğu ile firma performansı arasında U şeklinde bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.¹⁰

⁷ Xiaonian Xu ve Yan Wang: "Ownership Structure, Corporate Governance And Firms'Performance : The Case of Chinese Stock Companies",1997, Working Paper

⁸ Beni Lauterbach ve A. Vaninsky: " Ownership Structure And Firm Performance : Evidence From Israel", Journal of Management And Governance, 1999, 3., 189-201.

⁹ Erik Lehmann ve Jürgen Weigand: " Does The Governed Corporation Perform Better? Governance Structures And Corporate Performance In Germany", 2000, European Finance Review, 4., 157-195.

¹⁰ P. Kuznetsov ve A. Muravyev: " Ownership Structure And Firm Performance In Russia: The

Zheka(2003): Ukrayna'da faaliyet gösteren 283 firmanın 2000–2001 verilerinden hareketle firmanın sahiplik yapısının firma etkinliği üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amacıyla yapılmış bir çalışmadır. Veri zarflama analizinin kullanıldığı çalışmada firma etkinliği ölçüsü olarak toplam net satışlar, girdi değişkeni olarak ise işçilik maliyeti, malzeme maliyeti, sermaye maliyeti, sermayenin defter değeri, ortalama çalışan sayısı ve sahiplik yapısı alınmıştır. Sahiplik yapısı değişkeni olarak en büyük yabancı ortağın payı, en büyük bireysel ortağın payı, en büyük yerel organizasyonun payı ve kamu payı alınmıştır. Analizde elde edilen sonuçlara göre, firma sahiplik yapısının firma etkinliği üzerinde önemli etkisi bulunmakta, kamu sahipliği firma değerini az da olsa artırmakta, yönetici sahipliğinin etkisi olumsuz olmaktadır¹¹.

Maury-Pajuste (2005): Fin'li firmalar üzerinde çalışmalarını yapmışlardır. Çalışmanın temel amacı çok sayıda büyük ortağın bulunmasının firma değeri üzerine olan etkisini incelemektir. Regresyon analizinde firma değerini TobinQ olarak alan çalışmada birinci, ikinci ve üçüncü büyük ortağın oy hakkı, birinci, ikinci ve üçüncü en büyük ortağın temettü hakkı, birinci, ikinci ve üçüncü büyük ortağın oy oranı/özsermaye payı, uzun vadeli borçlar/toplam varlıklar, satışlardaki yüzde değişimi, duran varlık/toplam varlık, toplam varlıklar girdi değişkeni olarak alınmıştır. Oy hakkının daha fazla kişiye eşit olarak dağılmasının firma değerini artırdığı, bu etkinin aile firmalarında daha

fazla olduğu, en büyük hissedarın sermaye hakkından daha fazla oy hakkının bulunmasının firma değerini azalttığı, aile firmalarında yönetim ailede ise değer düşüğü, aile dışında hissedarlar yönetimi elinde tutuyorsa değer arttığı sonucuna varmışlardır¹².

Türkiye'de faaliyette bulunan firmalar üzerine de çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalardan 1998 yılında Gürsoy-Aydoğan¹³ tarafından yapılan çalışmada aile sahipliğindeki firmalarda daha düşük kar elde edildiği sonucuna varılmıştır. Saraç (2002)¹⁴ 1997–2001 tarihleri arasında sanayi sektörü üzerine yaptığı çalışmada aile kontrolünün Türkiye'de arttığı, yoğunlaşma ile karlılık arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna varmıştır. Demirağ-Serter (2003)¹⁵ İMKB'de 1999 yılında faaliyet gösteren firmaların son derece yoğunlaşmış olduğu, Yurtoğlu (2003)¹⁶ 2001 yılında İMKB'de faaliyet gösteren 305 firmadan 242'sinde nihai sahiplerin ortalama %67,03 kontrol hakkı ile ailelerin elinde olduğu ve yüksek kontrol gücünün

¹² Benjamin Maury ve Anete Pajuste: "Multiple Large Shareholders And Firm Value", 2005, Journal of Banking and Finance, 29., 1813-1834.

¹³ Güner Gürsoy ve Kürşat Aydoğan: "Equity Ownership Structure, Risk taking And Performance: An Empirical Investigation In Turkish Companies", International Global Finance Conference, İstanbul 1998.

¹⁴ Mehmet Saraç: "An Emprical Analysis of Corporate Ownership Structure In Turkish Manufacturing Sector", 6th European Business History Association Annual Congress In Helsinki, 2002.

¹⁵ İstemi Demirağ ve Mehmet Serter: "Ownership Patterns And Control In Turkish Listed Companies", Corporate Governance, 2002, 11, 1., 40-51.

¹⁶ B. Burçin Yurtoğlu: "Corporate Governance And Implication For Minority Shareholders In Turkey", Journal of Corporate Ownership And Control, 2003, 1.,1, 72-86.

Case of Blue Chips of Stock Market", Working Paper

¹¹ Vitality Zheka: "Corporate Governance , Ownership Structure And Corporate Efficiency: The Case of Ukraine", Master Thesis, National University of Kyiv Academy, 2003

PD/DD oranını düşürdüğü sonucuna varmıştır.

4. Analiz

4.1. Veriler ve Yöntem

Çalışmada kullanılan veriler 1996-2009 yılları arasında İMKB’de sürekli işlem gören ve verilerine tam olarak ulaşılabilen 113 şirketin üçer aylık mali tabloları kullanılarak elde edilmiştir. Analizde bu şirketlere ait 11 rasyo kullanılmış olup toplam gözlem sayısı 62.150’dir. Analize dahil edilen rasyolar ve açıklamaları aşağıda kısaca açıklanmıştır.

Satış büyüklüğü (SATBYK), toplam satışların doğal logaritması alınarak belirlenmiş olup firma büyüklüğünün bir ölçüsü olarak analize dahil edilmiştir. Kar büyümesi (KARBYM) ise bir önceki döneme göre net kardaki değişim olarak hesaplanmıştır. Finans literatüründe sermaye yapısında borç kullanılmasının borçlanma sınırı aşılmadığı takdirde karlılığa olumlu yönde etki ettiği kabul edilmektedir. Bu nedenle firma performansına etki edebilecek rasyolar arasında toplam borcun aktife oranı olan kaldıraç (KALDRC) bağımsız değişkenlerden bir diğeri olarak analize dahil edilmiştir. Yine risk arttıkça karlılığın artacağı beklentisini dikkate alabilmek için borçlar içinde daha riskli kabul edilen kısa vadeli borçların firmanın piyasa değerine oranı (KVB_PD) bağımsız değişkenler içine dahil edilmiştir. Bir başka bağımsız değişken ise faaliyet gelirleri üzerinden hesaplanan dönemlik faaliyet riskleridir (FAALRISK). Sektör farklılığının performans üzerine etkisinin olup olmadığını görebilmek için ise işletmelerin sektörleri SEKTOR kodu ile analize dahil edilmiştir.

SATYAPIS kodu ile analize dahil edilen değişken ise işletmelerin satışlarının

yurt içi, ihracat, ithalat veya hem ihracat hem de ithalat olmasına göre belirlenen değişkendir. Faaliyet raporlarından elde edilen alış ve satış rakamlarından, alışları maliyetlerin %10’unu geçiyorsa ithalatçı, yurtdışı satışları toplam satışlarının %10’u ve üzerindeyse ihracatçı, her iki oranda %10’un üzerindeyse hem ihracatçı hem ithalatçı olarak belirlenmiştir. Eğer ihracat ve ithalat oranları %10’un altındaysa şirket yurtiçi satış yapan şirket olarak belirlenmiştir.

Analizde firma performansını ölçme amaçlı olarak kullanılan bağımlı değişkenler, özsermaye getirisi (ROE), aktif getirisi (ROA), TobinQ (TobQ) ve net kar marjı (NETKM)dır.

ROE: Net Kar / Özsermaye, ROA: Net Kar/ Toplam Aktif, NETKM: Net Kar/ Satışlar şeklinde üçer aylık dönemler için hesaplanmıştır.

Performans göstergesi olarak hesaplanan TobQ ise;

$$\text{TobQ} = \frac{\text{Özsermayenin Piyasa Değeri} + \text{Borcun Defter Değeri}}{\text{Toplam Aktif}}$$

şeklinde hesaplanmıştır.

TobQ rasyosu işletmelerin piyasa değeri ile defter değerini karşılaştırmada kullanılmaktadır¹⁷. Varlıkların değeri ile piyasa değeri eşit olan işletmeler açısından oran 1 olur ve işletmenin değer yaratmadığı söylenir. 1’den büyük olan oran ise firmanın varlıklarının değeri dışında ilave değer yaratabildiğini ve yatırımcıların maddi varlıklarının dışında ölçülemeyen faktörlere de değer verdiğini gösterir. Dolayısıyla performans açısından yüksek TobQ değeri tercih edilen bir durumdur.

¹⁷ Chung, K.H ve S.W. Pruitt “A Simple Approximation of Tobin’s Q”, Financial Management: 1994, 23(3) pp.70-71.

Çalışmada ortaklık yapısı açısından temel bağımsız değişken ortaklık yoğunlaşması (YOGUNLUK), kontrol değişkeni olarak da yönetim kurulu büyüklüğü (YKBYK) ve üç büyük ortağın payı (UCBYKPAY) kullanılmıştır. Yoğunluk değişkenleri şirketlerin faaliyet raporları incelenerek belirlenmiş olup üç aylık veriler kullanıldığı için ara dönemlerde tespit edilen değişmelerde ulaşılabildiği ölçüde dikkate alınmıştır. Yoğunluk değişkenine toplam sermaye içerisinde hakim ortağın payı ile karar verilmiş olup, % 10 ve üzeri paya sahip ortaklar (aynı aile / grup payları toplamı dikkate alınarak) % 10 ve üzeri paya sahip tek ortak varsa yada aynı aile/ gurup toplamı % 10 ve üzeri olup başka % 10 ve üzeri paya sahip ortak yoksa, bu gurup yoğun (0) aksi durumda dağınık (yoğun değil) (1) şeklinde belirlenmiştir. % 10 ve üzeri paya sahip birden fazla ortak varsa önce % 20 paya sahip ortak aynı gurup ve/veya aile bireylerinin payları toplamı dikkate alınarak kontrol edilmiş olup % 20 ve üzeri ortak varsa yoğunlaşma var (0) yoksa (1) olarak belirlenmiştir. %10 ve üzerinde farklı guruplara ait birden fazla ortağın olması ve payı % 20'yi geçen ortak olmaması durumunda ise yoğunlaşma olmadığı (1) şeklinde tespit yapılmıştır. Ayrıca % 10 paya sahip ortak olmaması durumu da yoğunlaşma yok (1) şeklinde belirlenmiştir.

Yönetim kurulu büyüklüğü kontrol değişkeni için yönetim kurulu üye sayısının doğal logaritması alınmıştır. Yönetim kurulu büyüklüğü arttıkça yoğunlaşmanın olmadığı ve farklı gurupların yönetim kurulunda üye bulundurduğu dolayısıyla dağınık bir sermaye yapısına sahip bulunduğu kabul edilmiştir.

Üç büyük ortağın payı ise en büyük paya sahip üç ortağın paylarının toplam sermayeye oranı şeklinde belirlenmiş o-

lup, oranın büyümesi yoğunluğun arttığını küçülmesi ise azaldığını göstermektedir.

Analizde oluşturulan regresyon denklemi ve araştırma hipotezleri aşağıdaki gibidir.

$$ROA, ROE, TobQ, NETKM = a_i + \beta_1SATBYK + \beta_2KARBYM + \beta_3KALDRC + \beta_4KVB_PD + \beta_5FAALRISK + \beta_6SEKTOR + \beta_7SATYAPISI + \beta_8YOGUNLUK / YKBYK / UCBYKPAY + \epsilon_i$$

Modelde önceki kısımda açıklanan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin dışında β_1 - β_8 her bir değişkenin beta katsayılarını yada sabit katsayılarını ϵ ise hata terimini göstermektedir.

Araştırma hipotezleri ise;

$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3$, grupların ortalamaları (yoğunlaşmış ve yoğunlaşmamış gruplar) eşittir yani gruplar arasında farklılık yoktur veya yoğunlaşmanın performans üzerine etkisi yoktur,

$H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \mu_3$, grupların en az bir tanesinin ortalaması diğerlerinden farklıdır, yani gruplardan en az biri diğerlerinden farklılık göstermektedir veya yoğunlaşmanın performans üzerine etkisi vardır, şeklinde oluşturulmuştur.

H_0 hipotezinin kabul edilmesi, yoğunlaşmanın performans üzerine etkisinin olmadığını, H_0 hipotezinin reddedilmesi yani H_1 hipotezinin kabul edilmesi ise yoğunlaşmanın performans üzerine etkisinin olduğunu göstermektedir. $p < 0,05$ ise H_0 hipotezi reddedilerek H_1 hipotezi kabul edilmekte ve gruplar arasında anlamlı farklılık bulunmaktadır.

Çalışmada önce bağımsız değişkenlerle birlikte temel yoğunlaşma değişkeninin (YOGUNLUK) performans bağımlı değişkenlerine anlamlı etkisinin olup olmadığı incelenmiş, daha sonra kontrol değişkenleri (YKBYK ve UCBYKPAY) ayrı ayrı

kullanılarak yoğunlaşma değişkenini destekleyip desteklemedikleri kontrol edilmiştir. Bu bağlamda üç ayrı yoğunlaşma değişkeni ile dört performans bağımlı değişkeni için toplam on iki regresyon denklemi oluşturulmuştur.

Regresyon denklemleri ve değişkenlerin etkisi değişken katsayıları ve işaretleri ile anlamlılıkları t değerleri ve anlamlılık düzeyi (significance) değerlerine bakılarak yorumlanmıştır. Ayrıca oluşturulan modellerin bütün olarak anlamlılığı ve açıklama gücü Durbin Watson, R, R², F değeri ve Sig. değerine bakılarak yorumlanmıştır.

Oluşturulan modelin bağımlı değişkeni açıklama gücü yada bağımlı değişkendeki değişimin ne kadarlık kısmının modelde yer alan bağımsız değişkenler nedeniyle ortaya çıktığı R² değeri ile açıklanmaktadır. Durbin Watson istatistiği ise modele dahil edilen değişkenlerin oto korelasyon içerip içermediğini belirlemede kullanılan bir ölçü olup 1,5 ile 2,5 arasında olması istenir¹⁸. Durbin Watson değeri bu aralıkta ise değişkenler arasında çoklu bağlantının olmadığı kabul edilmektedir.

Regresyon analizinde modele dahil edilen değişkenlerin çoklu bağlantı (multicollinearity) içermemesi gerekmektedir. Bunu belirlemek için birkaç yöntem kullanılabilir. Kullanılan yöntemlerden birisi değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının incelenmesi olup çalışmada bu teknik kullanılmıştır. Bunun dışında varyans artış faktörlerinin (VIF) Tolerans değerleri de çoklu bağlantının tespitinde kullanılmaktadır¹⁹.

Modelin bir bütün olarak anlamlılığını F istatistiği gösterirken değişkenlerin ayrı

ayrı anlamlı olup olmadığını ise değişkenlere ait t değerleri ve bu değerlerin anlamlılık düzeyleri (sig) göstermektedir. Anlamlılık düzeyinin sig.< 0,05 olması modelin anlamlı olduğunu, t değerinin ise 2 den büyük olması ve anlamlılık düzeyinin seçilen güven aralığına göre sig.< 0,01, 0,05, 0,10 olması değişkenlerin ayrı ayrı anlamlı olduğunu göstermektedir.

4.2. Bulgular

Analize dahil edilen gözlemler ile ilgili tanımlayıcı istatistikler ve frekans dağılımları aşağıdaki tablolarda özetlenmiştir. Buna göre 5650 gözlemden 4950 si (% 87,61) yoğunlaşmış, 700'ü (%12,39) ise yoğunlaşmamış (dağınık) sermaye yapısına sahiptir. Toplam gözlemlerin %17,70'inde (1000 gözlem) üç büyük ortağın payı % 51'in altındayken, % 82,30'unda %51'in üzerinde olduğu görülmektedir. Gözlemlerin %19,47'sinde büyük ortağın payı % 30'un altında iken % 80,53'ünde % 30'un üzerindedir.

Yoğunlaşmanın olduğu gözlemlerden 800'ünde üç büyük ortağın payının % 51'in altında 4150 tanesinde ise üzerinde olduğu görülmektedir (Tablo 2).

Yoğunlaşmanın olmadığı gözlemlerin 200 tanesinde % 51'den küçükken 500 tanesinde büyüktür. Burada yoğunlaşmanın olmamasına rağmen % 51'in üzerinde paya sahip üç ortağın olması birden fazla ama farklı guruplara dahil (dağınık sahipliğe sahip gözlemler) ortakların olmasından kaynaklanmaktadır.

Büyük ortak payına göre bakıldığında yoğunlaşmış gözlemlerin 950 tanesinde yoğunlaşmamış gözlemlerin ise 150 tanesinde büyük ortak payı %30'un altındadır. Yoğunlaşmanın olduğu gözlemlerin 4000 tanesinde ve yoğunlaşmanın olmadığı gözlemlerin 550 tanesinde ise büyük ortağın payı %30'un üzerindedir.

¹⁸ Şeref Kalaycı, SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikler, Asil Yayın Dağıtım, İkinci Baskı, Ankara 2006, s. 264.

¹⁹ Şeref Kalaycı, a.g.e., s. 225.

Tablo 1: Yoğunlaşma Frekans Değerleri

YOGUNLUK					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cum. Percent
Valid	Yoğunlaşmış	4950	87,61	87,61	87,61
	Yoğunlaşmamış	700	12,39	12,39	100
	Total	5650	100	100	

UcBYKORT					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cum. Percent
Valid	%51 dan Küçük	1000	17,70	17,70	17,70
	%51dan Büyük	4650	82,30	82,30	100
	Total	5650	100	100	

BYKORT					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cum. Percent
Valid	%30 dan Küçük	1100	19,47	19,47	19,47
	%30dan Büyük	4550	80,53	80,53	100
	Total	5650	100	100	

Tablo 2: Büyük Ortak ve Üç Büyük Ortak Payları Frekans Değerleri

YOGUNLUK * UcBYKORT Crosstabulation					
		UcBYKORT		Total	
		%51 den Küçük	%51den Büyük	%51 den Küçük	
YOGUNLUK	Yoğunlaşmış	800	4.150	4.950	
	Yoğunlaşmamış	200	500	700	
Total		1000	4.650	5.650	

YOGUNLUK * BYKORT Crosstabulation					
		BYKORT		Total	
		%30 dan Küçük	%30dan Büyük	%30 dan Küçük	
YOGUNLUK	Yoğunlaşmış	950	4.000	4950	
	Yoğunlaşmamış	150	550	700	
Total		1100	4.550	5650	

Toplam olarak bakıldığında 1000 gözlemde üç büyük ortağın payı % 51'in altındayken 1100 gözlemde büyük ortağın payı %30'un altındadır. Yine 4650 gözlemde üç büyük ortak payı %51'in üzerindeyken 4550 gözlemde büyük ortağın payı %30'un üzerindedir. Bütün bu oranlar İMKB'de işlem gören şirketlerde yoğunlaşmanın ve büyük ortak paylarının yüksek olduğunu göstermektedir.

Analize dahil edilen değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 3'de verilmiştir.

Tablo 3: Tanımlayıcı istatistikler

Descriptive Statistics					
	N	Min.	Max.	Mean	Std. Dev.
ROE	5.638	-971,90	798,91	0,126	51,06
ROA	5.649	-125,27	57,81	3,150	9,72
TobQ	5.649	0,11	30,99	1,520	1,04
NETKM	5.630	-958,94	809,08	2,684	47,09
SATBYK	5.650	0,00	24,14	17,613	1,96
KARBYM	5.279	-999,70	996,55	25,352	224,84
KALDRC	5.649	-3,89	349,95	51,321	24,24
KVB_PD	5.616	0,40	994,68	80,663	103,73
FAALRISK	5.536	0,02	986,83	85,319	121,16
SEKTOR	5.650	2	11	7,743	2,42
SATYAPISI	5.650	0	3	2,159	1,10
YOGUNLUK	5.650	0	1	0,124	0,33
YKBYK	5.650	0,000	2,708	1,842	0,32
UCBYKPAY	5.650	0,00	99,36	64,955	19,67

Değişkenler arasında çoklu bağlantı olup olmadığı korelasyon katsayılarının incelenmesi ile kontrol edilmiş olup, değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları ve anlamlılık düzeyleri Tablo 4’te özetlenmiştir.

Tablo 4: Değişkenler Arasındaki Korelasyonlar

Correlations													
	SATBYK	TobQ	KARBYM	ROE	ROA	NETKM	KVB_PD	FAALRIS K	KALDRC	SEKTOR	SATYAP ISI	UCBYKP AY	YOGUNL UK
SATBYK	1												
TobQ	-,087(**)	1											
KARBYM	,058(**)	,057(**)	1										
ROE	,032(*)	,038(**)	,310(**)	1									
ROA	,090(**)	,167(**)	,450(**)	,587(**)	1								
NETKM	,105(**)	,037(**)	,192(**)	,231(**)	,413(**)	1							
KVB_PD	,060(**)	-,283(**)	-,132(**)	-,220(**)	-,337(**)	-,163(**)	1						
FAALRISK	-,110(**)	-,029(*)	-,057(**)	-,080(**)	-,182(**)	-,058(**)	,047(**)	1					
KALDRC	-,089(**)	,042(**)	-,121(**)	-,319(**)	-,412(**)	-,182(**)	,457(**)	,093(**)	1				
SEKTOR	-,029(*)	-,075(**)	0,014	,096(**)	,102(**)	,092(**)	-,080(**)	-,032(*)	-,237(**)	1			
SATYAPISI	,157(**)	-,058(**)	-,002	0,006	-,022	0,016	-,025	-,006	-,017	,290(**)	1		
UCBYKPAY	,130(**)	,130(**)	-,001	-,014	-,042(**)	-,014	-,079(**)	,048(**)	,072(**)	-,043(**)	,185(**)	1	
YOGUNLUK	,144(**)	0,025	0,003	,050(**)	,097(**)	,031(*)	-,021	-,075(**)	-,076(**)	,106(**)	,116(**)	-,064(**)	1
	0,000	0,065	0,821	0,000	0,000	0,020	0,117	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Korelasyon katsayısının 0,80’in üzerinde olması istenmeyen bir durum olurken değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının da anlamlı düzeyde olması gereklidir. Bu açıdan bakıldığında değişkenler arasındaki tüm korelasyon değerleri %1 ve %5 düzeyinde anlamlı ve hiç biri birbiri ile 0,60 üzerinde korelasyona sahip değildir. Buda değişkenler arasında çoklu bağlantının olmadığı bir göstergesi olarak kabul edilebilmektedir.

4.2.1. Yoğunlaşmanın Özsermaye Getirisi Üzerine Etkisi

Özsermaye getirisi (ROE) üzerine satış büyüklüğü ve satış yapısı (yurtiçi, ihracatçı, ithalatçı ve hem ihracatçı-hem ithalatçı) dışındaki değişkenlerin istatistiksel açıdan anlamlı derecede etkisi bulunmamaktadır (Tablo5). Özsermaye getirisi üzerine kar büyümesi ve sektörün pozitif etkisi varken kaldıraç, kısa vadeli borç oranı ve faaliyet riskinin negatif etkisi tespit edilmiştir.

Tablo 5: Yoğunlaşmanın Özsermaye Getirisi Üzerine Etkisi

ROE VE YOGUNLAŞMA İLİŞKİLERİ			
Değişken	Model 1	Model 2	Model 3
SABİT	27,6292 (4,126)*	29,1470 (4,034)*	27,1750 (4,000)*
SATBYK	-0,0730 (-0,219)	-0,0260 (-0,076)	-0,0920 (-0,271)
KARBYM	0,0490 (16,964)*	0,0490 (16,965)*	0,0500 (16,965)*
KALDRC	-0,5250 (-17,448)*	-0,5260 (-17,439)*	-0,5260 (-17,382)*
KVB_PD	-0,0360 (-5,314)*	-0,0370 (-5,343)*	-0,0360 (-5,211)*
FAALRISK	-0,0170 (-3,195)*	-0,0170 (-3,201)*	-0,0169 (-3,211)*
SEKTOR	0,5610 (2,004)**	0,5470 (1,945)***	0,5690 (2,025)**
SATYAPISI	-0,4650 (-0,769)	-0,4680 (-0,773)	-0,5100 (-0,828)
YOGUNLUK	3,8910 (2,010)**	3,9950 (2,054)**	3,9610 (2,037)**
YKBYK		1,1620 (-0,559)	
UCBYKPAY			0,0130 (0,396)
Durbin-Watson	1,899	1,899	1,899
R	0,393(a)	0,393(b)	0,393(c)
R ²	0,155	0,155	0,155
F	128,922	114,618	114,597
P	0,000(a)	0,000(b)	0,000(c)

Yoğunlaşma değişkeni ile özsermaye getirisi arasında pozitif yönlü ve % 5 anlamlılık düzeyinde bir ilişki ortaya çıkmıştır. Yoğunlaşmanın azalması yani dağılık yapının artması(1) özsermaye getirisini artırmaktadır²⁰. Ters durumda sermaye yapısının dağılık sermaye sahipliği yerine yoğunlaşmış sermaye yapısına doğru kaymasında özsermaye getirisi düşmektedir.

Kontrol değişkeni olarak analize katılan yönetim kurulu büyüklüğü ve üç büyük ortağın payı değişkenleri ile özsermaye getirisi arasında anlamlı derecede ilişki bulunmazken modelde ilişkinin yönü yönetim kurulu büyüklüğü için negatif, üç büyük ortak payı için pozitif olmuştur. Anlamlı ilişki olmamasına rağmen ilişkinin yönünün negatif çıkması, yönetim kurulu büyüklüğünün artması-

²⁰Analizde kullanılan yoğunlaşma değişkeninin katsayısının pozitif olması demek, dağılık yapı 1 yoğunlaşma 0 kukla değişkeni ile temsil edildiğinden, dağılık yapının artışı yoğunlaşmanın azalışı şeklinde yorumlanmalıdır.

nın²¹ özsermaye getirisini yükselttiğini göstermektedir. Yönetim kurulu büyüklüğünün artması ise temsil edilen ortak sayısının çeşitlenmesi ve çoğalmasını göstereceğinden (dağılık sahipliğinin artışı) elde edilen sonuçlar yoğunluk değişkenini destekler niteliktedir. Yine üç büyük ortağın payının artması yoğunlaşmanın arttığını göstereceğine göre ilişkinin pozitif yönlü olması da yoğunluk değişkenini destekler niteliktedir. Sonuç olarak üç büyük ortağın payı arttıkça ve yönetim kurulu büyüklüğü azaldıkça özsermaye getirisi olumsuz etkilenmekte ve düşmektedir.

Özsermaye bağımlı değişkeni için oluşturulan regresyon denkleminin açıklama gücü $R=0,393$ ($R^2=0,155$) olarak gerçekleşirken, değişkenler arasında oto korelasyon olmadığı görülmektedir ($1,5 < \text{Durbin Watson İst. Değeri} < 2,5$). Bir bütün olarak modelin anlamlılık düzeyi ise

²¹ Yönetim kurulu büyüklüğünün artışı yoğunlaşmanın azalması anlamına gelmektedir.

%1'dir. Özsermaye üzerine en fazla etkili bağımsız değişken ise YOGUNLUK değişkeni olarak ortaya çıkmıştır.

4.2.2. Yoğunlaşmanın Aktif Getirisi Üzerine Etkisi

Aktif getirisi ile yoğunlaşma ilişkileri Tablo 6'da özetlenmiştir. Tabloya göre satış büyüklüğü, kar büyümesi ve sektörün aktif getirisi üzerine etkisi pozitif iken kaldıraç, kısa vadeli borç oranı, faaliyet riski ve satış yapısının etkisi negatif olurken, sektör hariç tüm değişkenlerin anlamlılığı %1 düzeyindedir. Sektör değişkeni ise % 5 düzeyinde anlamlıdır. Satış büyüklüğü ve karlılıktaki büyümenin artması aktif getirisini artırırken faaliyet ve finansal riskin artması aktif getirisini düşürmektedir.

Yoğunluk değişkeni ile aktif getirisi arasında özsermaye getirisi ile aynı yönlü ilişki ortaya çıkmış olup, yoğunluk arttıkça aktif getirisi düşmektedir. Aktif getirisi açısından yoğunlaşma değişkeninin anlamlılık düzeyi %1'dir.

Tablo 6: Yoğunlaşmanın Aktif Getirisi Üzerine Etkisi

ROA VE YOGUNLAŞMA İLİŞKİLERİ			
Değişken	Model 1	Model 2	Model 3
SABİT	6,6470 (5,895)*	5,9170 (4,864)*	7,0155 (6,134)*
SATBYK	0,2160 (3,855)*	0,1940 (3,346)*	0,2308 (4,079)*
KARBYM	0,0150 (31,289)*	0,0152 (31,285)*	0,0153 (31,279)*
KALDRC	-0,1110 (-21,865)*	-0,1100 (-21,683)*	-0,1096 (-21,522)*
KVB_PD	-0,0150 (-13,106)*	-0,0152 (-12,838)*	-0,0154 (-13,246)*
FAALRISK	-0,0104 (-10,798)*	-0,0104 (-10,782)*	-0,0095 (-10,688)*
SEKTOR	0,1030 (2,190)**	0,1100 (2,326)**	0,0976 (2,065)**
SATYAPISI	-0,4620 (-4,531)*	-0,4610 (-4,520)*	-0,4255 (-4,104)*
YOGUNLUK	1,7660 (5,418)*	1,7160 (5,242)*	1,7102 (5,226)*
YKBYK		0,5601 (1,600)**	
UCBYKPAY			-0,0110 (-1,908)**
Durbin-	1,706	1,703	1,721
R	0,583(a)	0,588(b)	0,591(c)
R2	0,340	0,346	0,349
F	362,719	322,790	322,972
P	0,000(a)	0,000(b)	0,000(c)

Yönetim kurulu büyüklüğü ve üç büyük ortağın payı %5 düzeyinde anlamlı bulunurken aktif getirisi üzerine etkileri yönetim kurulu büyüklüğünün pozitif, üç büyük ortak payının negatiftir. Dolayısıyla yönetim kurulu büyüklüğü arttıkça yani yoğunlaşma azaldıkça aktif getirisi de artmaktadır. Diğer kontrol değişkeni olan üç büyük ortağın payının artması ise aktif getirisini düşürmektedir. Sonuçta kontrol değişkenleri için elde edilen so-

nuçlar öz sermaye getirisinde olduğu gibi aktif getirisi için de yoğunluk değişkenini desteklemektedir. Aktif getirisi üzerinde en fazla etkili değişken ise yine yoğunluk olarak ortaya çıkmıştır.

Bir bütün olarak aktif getirisi için oluşturulan regresyon denkleminin açıklama gücü R=%58,8 (R²=%34,6) olurken Durbin Watson istatistiği yine istenen değerler arasında çıkmış ve üç modelinde anlamlılık düzeyi %1 olmuştur.

4.2.3. Yoğunlaşmanın TobQ Üzerine Etkisi

Firmaların varlıkları dışında değer yaratan ilave unsurlarının olup olmadığının bir göstergesi olan TobQ açısından elde edilen sonuçlar Tablo 7'de özetlenmiştir.

TobinQ ile kar büyümesi ve kaldıraç arasında %1 anlamlılık düzeyinde pozitif ilişki, satış büyüklüğü, kısa vadeli borç oranı, faaliyet riski, sektör ve satış yapısı arasında %1 düzeyinde anlamlı negatif ilişki bulunmuştur.

Tablo 7: Yoğunlaşmanın TobQ Üzerine Etkisi

TobQ VE YOGUNLAŞMA İLİŞKİLERİ			
Değişken	Model 1	Model 2	Model 3
SABİT	2,151031 (15,5481)*	1,974349 (13,2369)*	1,942447 (13,9342)*
SATBYK	-0,028557 (-4,1505)*	-0,034039 (-4,8002)*	-0,036850 (-5,3427)*
KARBYM	0,000171 (2,8506)*	0,000170 (2,8363)*	0,000176 (2,9449)*
KALDRC	0,008502 (13,6833)*	0,008651 (13,8941)*	0,007889 (12,7050)*
KVB_PD	-0,003679 (-26,0833)*	-0,003628 (-25,5716)*	-0,003509 (-24,8174)*
FAALRISK	-0,000282 (-2,5902)*	-0,000278 (-2,5594)*	-0,000331 (-3,0605)*
SEKTOR	-0,022400 (-3,8698)*	-0,020744 (-3,5719)*	-0,019163 (-3,3266)*
SATYAPISI	-0,043024 (-3,4399)*	-0,042719 (-3,4181)*	-0,063665 (-5,0374)*
YOGUNLUK	0,151236 (3,7809)*	0,139145 (3,4655)*	0,183089 (4,5899)*
YKBYK		0,135309 (3,1539)*	
UCBYKPAY			0,006036 (8,8673)*
Durbin-Watson	1,905	1,901	1,903
R	0,357 (a)	0,374 (b)	0,359 (c)
R ²	0,128	0,140	0,130
F	103,089	92,885	101,632
P	0,000(a)	0,000(b)	0,000(c)

Özsermaye ve aktif getirisinin aksine kaldıraçın artması TobQ'yu artırırken, satış büyüklüğünün artması negatif etki göstermektedir.

Yoğunluk, yönetim kurulu büyüklüğü ve üç büyük ortak payı %1 düzeyinde anlamlı bulunurken üç değişkenin TobQ ile ilişkisi pozitif yönlüdür. Aktif ve özsermaye getirisinden farklı olarak üç büyük ortağın payının artması katsayısı (oran) düşükte olsa TobQ değerini artırmaktadır.

Yoğunlaşmanın ve yönetim kurulu büyüklüğünün artması ise aktif ve özsermaye getirisi ile aynı yönde TobQ değerini de artırmaktadır.

Modellerin açıklama gücü yaklaşık R=%36 (R²=%13) olurken tüm modeller %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Yine TobQ değerine en fazla etkili değişken yoğunluk olarak ortaya çıkmıştır.

4.2.4. Yoğunlaşmanın Net Kar Marjı Üzerine Etkisi

Net kar marjı üzerine yoğunlaşma değişkenlerinin etkisi genel olarak önemsiz bulunurken (Tablo 8) sadece üçüncü model olan ve üç büyük ortağın payının dahil edildiği modelde bu değişkenin negatif yönlü %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur.

Tablo 8: Yoğunlaşmanın Net Kar Marjı Üzerine Etkisi

NETKM VE YOGUNLAŞMA İLİŞKİLERİ			
Değişken	Model 1	Model 2	Model 3
SABİT	-31,2908 (-4,8551)*	-33,7493 (-4,8531)*	-29,5992 (-4,5273)*
SATBYK	2,1947 (6,8471)*	2,1184 (6,4074)*	2,2619 (6,9926)*
KARBYM	0,0335 (11,9720)*	0,0335 (11,9668)*	0,0335 (11,9600)*
KALDRC	-0,1778 (-6,1419)*	-0,1757 (-6,0526)*	-0,1728 (-5,9338)*
KVB_PD	-0,0460 (-7,0003)*	-0,0453 (-6,8466)*	-0,0474 (-7,1444)*
FAALRISK	-0,0096 (-1,8893)**	-0,0095 (-1,8795)***	-0,0092 (-1,8082)***
SEKTOR	1,3095 (4,8564)*	1,3325 (4,9215)*	1,2833 (4,7500)*
SATYAPISI	-0,9505 (-1,6313)***	-0,9463 (-1,6240)***	-0,7831 (-1,8103)**
YOGUNLUK	0,2803 (0,1504)	0,1121 (0,0598)	0,0220 (0,0117)
YKBYK		1,8828 (0,9413)	
UCBYKPAY			-0,0489 (-1,5333)***
Dürlen-	1,951	1,950	1,948
R	0,279 (a)	0,280 (b)	0,280 (c)
R ²	0,0780	0,0782	0,0784
F	59,691	53,156	53,333
P	0,000(a)	0,000(b)	0,000(c)

Anlamli düzeyde ilişki bulunmamasına rağmen değişkenlerin net kar marjı üzerine etkisi yoğunluk ve yönetim kurulu büyüklüğü için pozitif olarak ortaya çıkmıştır. Bir bütün olarak modeller %1 düzeyinde anlamlı çıkarken açıklama gücü yaklaşık R=%28 (R²=%8) olarak gerçekleşmiştir.

Net kar marjı üzerine satış büyüklüğü, kar büyümesi, sektör ve satış yapısının etkisi pozitif olurken en fazla etki satış büyüklüğünden (6,84) kaynaklanmaktadır. Kaldıraç, kısa vadeli borç oranı ve faaliyet riski kar marjını negatif yönlü etkilerken faaliyet riski ve satış yapısı hariç tüm değişkenlerin anlamlılık düzeyi %1 olarak gerçekleşmiştir.

5. Sonuç

Özkaynağın tamamının veya büyük bir kısmının tek bir sermayedar veya büyük paylara sahip birkaç sermayedar tarafından karşılanmış olması sermaye yapısında yoğunlaşmayı gösterirken, küçük paylara

sahip çok sayıda ortağın olması dağınık sermaye sahipliğini yada yoğunlaşmamış sermaye yapısını göstermektedir. Bu farklı ortaklık yapılarının firmaların performansları üzerinde etkili olması beklenir. Sanayileşme sürecinin üretim sürecini etkilemesiyle, emek yoğun üretimden sermaye yoğun üretime geçilmiş, sermaye yoğun üretim ise; tek bir bireyin, kurumun yada ailenin karşılayamayacağı düzeyde sermaye gereksinimini ortaya çıkardığı için az sayıda ortağın bulunduğu firmalar yerlerini çok sayıda ortağın bulunduğu dağınık ortaklı firmalara bırakmıştır.

Hissedarların ortaklık paylarında oluşan artışlar yoğunlaşmayı artırırken ortaklık payındaki azalışlar yoğunlaşmayı azaltmaktadır. Yoğunlaşmanın firmanın performansı üzerine çeşitli etkileri olduğuna dair çeşitli görüşler bulunmaktadır. Regresyon analizi kullanılarak yapılan bu çalışmada çeşitli değişkenlerden harekete firma performansı ile ortaklık yoğunlaşması arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışıldı.

şılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler 1996-2009 yılları arasında İMKB’de sürekli işlem gören ve verilerine tam olarak ulaşılabilen 113 şirketin üçer aylık mali tabloları kullanılarak elde edilmiştir. Analizde bu şirketlere ait 11 rasyo kullanılmış olup toplam gözlem sayısı 62.150’dir. Firma performansını gösteren ROE,ROE, TobQ ve Net Kar Marjı bağımlı değişken olarak kullanılırken, yoğunluk, yönetim kurulu büyüklüğü ve üç büyük ortağın payları toplamının toplam sermayeye oranı yoğunlaşma bağımsız değişkenleri olarak analize dahil edilmiştir. Satış büyüklüğü, kar büyümesi, kaldıraç, kısa vadeli borç oranı, faaliyet riski, satış yapısı ve sektör

ise modellerde kullanılan ortak bağımsız değişkenlerdir.

Çoklu bağlantı ve oto korelasyon tespit edilmeyen değişkenlerle yapılan regresyon analizi sonucunda genelde satış büyüklüğü ve kar büyümesi tüm bağımlı değişkenleri pozitif yönlü etkilerken, kaldıraç, kısa vadeli borç oranı, faaliyet riski, satış yapısı negatif yönlü etkilemektedir.

Yoğunluk değişkeni özsermaye getirisini %5, aktif getirisi ve TobQ’yu %1 düzeyinde ve pozitif yönlü etkilerken net kar marjı açısından anlamlı etki bulunmamıştır. Yoğunluk değişkeninin en fazla etkili olduğu bağımlı değişken ise aktif getirisi olmuştur.

YOĞUNLUK VE BAĞIMLI DEĞİŞKEN İLİŞKİLERİ						
		YOĞUNLUK		YKBYK	ÜC BYKPAY	
ROE	Katsayı	3,8910	3,9950	3,9610	1,1620	0,0130
	t değeri	(2,010)**	(2,054)**	(2,037)**	(-0,559)	(0,396)
ROA	Katsayı	1,7660	1,7160	1,7102	0,5601	-0,0110
	t değeri	(5,418)*	(5,242)*	(5,226)*	(1,600)**	(-1,908)**
Tob Q	Katsayı	0,151236	0,139145	0,183089	0,135309	0,006036
	t değeri	(3,7809)*	(3,4655)*	(4,5899)*	(3,1539)*	(8,8673)*
NETKM	Katsayı	0,2803	0,1121	0,0220	1,8828	-0,0489
	t değeri	(0,1504)	(0,0598)	(0,0117)	(0,9413)	(-1,5333)***

Yönetim kurulu büyüklüğü aktif getirisi ve TobQ’yu %1 düzeyinde ve pozitif yönlü etkilerken özsermaye getirisi ve net kar marjını anlamlı düzeyde etkilememektedir. En fazla etkiyi ise TobQ üzerine yapmaktadır. Anlamlı olmasa da yönetim kurulu büyüklüğünün özsermaye getirisi üzerine etkisi negatif olmuş buda yoğunlaşmanın azalmasının büyük ortaklar yerine tüm ortakların getirisinin daha önemli olduğunu göstermiştir.

Üç büyük ortak payı ise aktif getirisini %5, TobQ’yu %1, net kar marjını %10 düzeyinde etkilerken etkinin yönü aktif getirisi ve net kar marjı için negatif TobQ için pozitif olarak tespit edilmiştir. Özsermaye getirisi üzerinde ise anlamlı etkiye sahip değildir. Üç büyük ortağın payı arttıkça

aktif getirisi ve net kar marjı düşerken TobQ artmaktadır.

Tüm yoğunlaşma değişkenleri yoğunluk hariç en fazla TobQ üzerinde etkiye sahipken, yoğunluk en fazla aktif getirisi üzerinde etkili olmaktadır.

Kaynakça

- A. Shleifer ve R. Vishny: “ A Survey of Corporate Governance”, Journal of Finance, 1997, 52., 737-783.
- Andrea Shleifer ve Robert W. Vishny: “Large Shareholders And Corporate Control”, Journal of Political Economy, 1986, 94., s.461-488.
- B. Burçin Yurtoğlu: “ Corporate Governance And Implication For Minority Shareholders In Turkey”, Journal of Corporate Ownership And Control, 2003, 1.,1, 72-86.
- Beni Lauterbach ve A. Vaninsky: “ Ownership Structure And Firm Performance : Evidence From

Israel", Journal of Management And Governance, 1999, 3., 189-201.

Benjamin Maury ve Anete Pajuste: " Multiple Large Shareholders And Firm Value", 2005, Journal of Banking and Finance, 29., 1813-1834.

Chung, K.H ve S.W. Pruitt.1994."A Simple Approximation of Tobin's Q", Financial Management: 23(3) 70-74.

Erik Lehmann ve Jürgen Weigand: " Does The Governed Corporation Perform Better? Governance Structures And Corporate Performance In Germany", 2000, European Finance Review, 4., 157-195.

F. Eugene Brigham ve C. Louis Gapenski: Intermediate Financial Management, 1996, Fifth Edition, Orlando, The Dryden Press, s.16.

Güner Gürsoy ve Kürşat Aydoğan: " Equity Ownership Structure, Risk taking And Performance: An Empirical Investigation In Turkish Companies", International Global Finance Conference, İstanbul 1998.

Harold Demsetz ve Kenneth Lehn: " The Structure of Corporate Ownership: Causes And Consequences", Journal of Political Economy, 1985, 93, s.1155-1177.

Harold Demsetz: "The Firm In Economic Theory: A Quite Resolution", 1997, 87(2), s.426-429

İstemi Demirağ ve Mehmet Serter: " Ownership Patterns And Control In Turkish Listed Companies", Corporate Governance,2002, 11, 1., 40-51.

M. Burkart, D. Gromb ve F. Panunzi: " Large Shareholders, Monitoring And Value of The Firm", Quarterly Journal of Economics, 1997,112(3)

Mehmet Saraç: " An Empirical Analysis of Corporate Ownership Structure In Turkish Manufacturing Sector", 6thEuropean Business History Association Annual Congress In Helsinki, 2002.

P. Kuznetsov ve A. Muravyev: " Ownership Structure And Firm Performance In Russia: The Case of Blue Chips of Stock Market", Working Paper

Şeref Kalaycı, SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikler, Asil Yayın Dağıtım, İkinci Baskı, Ankara 2006, s. 264.

Vitality Zhaka: " Corporate Governance , Ownership Structure And Corporate Efficiency: The Case of Ukraine", Master Thesis, National University of Kyiv Academy, 2003

Xiaonian Xu ve Yan Wang: "Ownership Structure, Corporate Governance And Firms'Performance : The Case of Chinese Stock Companies",1997, Working Paper.

Türkiye ve AB Ülkeleri Karşılaştırmalı CO₂ Salımı Tablosu

Ülke	Toplam CO ₂ salımı (Mton)
Almanya	880.25
İngiltere	554.83
İtalya	488.04
Fransa	404.25
İspanya	359.63
Polonya	330.52
Türkiye	284.36
Hollanda	172.22
Çek Cumhuriyeti	127.92
Belçika	119.11
Romanya	111.01
Yunanistan	109.67
Avusturya	77.28
Finlandiya	68.1
Portekiz	64.45

Veri kaynağı: EUROSTAT
Milliyet Gazetesi, 26.08.2009

Türkiye'nin 2009 Nüfus Sayımına Göre

Nüfus Yaşlandıkça Kadın Sayısı Artıyor (kişi)		Nüfusu En Çok Artanlar (kişi)	Nüfusu En Çok Azalanlar (kişi)
Yaş Grubu	Kadın-Erkek Farkı		
20-24	-129.379	İstanbul 217.994	Mardin -12.845
25-29	-104.674	Ankara 101.863	Kars -5.592
30-34	-85.896	İzmir 72.330	Çorum -4.740
35-39	-24.399	Antalya 60.454	Ardahan -4.073
40-44	-82.315	Bursa 42.682	Kırklareli -3.763
45-49	-13.131	Gaziantep 41.447	Tunceli 3.388
50-54	-31.005	Şanlıurfa 39.513	Hakkari -1.829
55-59	21.731	Mersin 37.980	Artvin -1.004
60-64	112.010	Adana 35.907	Bayburt -965
65-69	117.590	Hatay 35.131	Erzurum -760
70-74	150.020		
75-79	112.698		

Kaynak: Referans Gazetesi, 16.01.2010