

## MÜLKİYET YAPISI VE FİNANSAL PERFORMANS: İMKB ÖRNEĞİ

**Ali BAYRAKDAROĞLU**

Nevşehir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi  
E-posta: ali.bayrakdaroglu@nevsehir.edu.tr

### Özet

*Bu çalışmada İMKB'de faaliyet gösteren şirketlerin bağımlı (tobin-q, varlıkların karlılığı, öz kaynakların karlılığı) ve bağımsız değişken (en büyük ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı, en büyük beş ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı payı ve yönetici sahipliği) olarak tanımlanan verileri panel regresyon analizine tabi tutulmuştur. 2005-2009 yılları arasındaki dönemi kapsayan çalışmada bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki açıklama güçleri analiz edilmiştir. Böylece mülkiyet yapısıyla finansal performans arasındaki ilişki sınanmıştır. Yapılan tüm analizler E-views ve STATA paket programları ile gerçekleştirilmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre mülkiyet yapısı değişkenlerinin farklı modeller kapsamında finansal performans üzerinde etkili olduğu ifade edilebilir. Genel olarak yoğunlaşma değişkenleri ve halka açıklık oranlarının finansal performans üzerinde etkisi olduğu tespit edilirken, yabancı payı ve yönetici sahipliği değişkenlerinin finansal performans üzerinde beklenildiğinin aksine etkili olmadığı bulunmuştur.*

**Anahtar Kelimeler:** Mülkiyet Yapısı, Finansal Performans, Panel Regresyon,

**Alan Tanımı:** Finans Politikası (İşletme ve Finans)

## OWNERSHIP STRUCTURE AND FINANCIAL PERFORMANCE: AN ISE CASE

### Abstract

*This study aims to examine relationship between dependent (such as Tobin's q, ROE and ROA) and independent (ownership concentration, free float rate, foreign ownership and managerial ownership) variables with the help of the panel regressions. Thus, the relationship between ownership structure and financial performance were tested. According to the results obtained from the study, in the context of different models of ownership structure variables have an effect on the financial performance of companies that may be expressed. In general, while ownership concentration and free float rate variables have an effect on financial performance, foreign ownership and managerial ownership variables which measures ownership structure are not found to be statistically significant affect on financial performance.*

**Key Words:** Ownership Structure, Company Performance, Panel Data Regression

**JEL Classification:** G32, C23, L25

### 1. GİRİŞ

Finansal literatürde işletmenin sermaye sahiplik yapısı (mülkiyet) ve bunun işletmenin performansı üzerindeki etkileri ile ilgili tartışmalar çok eskilere, 1900'lü yılların başlarına kadar,

dayanmaktadır<sup>1</sup>. Daha sonraları bu konu üzerindeki tartışmalar giderek artmış ve Jensen ve Meckling'in (1976) yetmişli yılların sonlarına doğru ortaya koydukları temsilcilik maliyeti kavramıyla mülkiyet olgusuna yeni bir açı kazandırıldığı görülmektedir. Geline nokta işletmelerin performanslarını etkileyen değişkenlerin ortaya konulması amaçlanmıştır. Dolayısıyla yöneticiler tarafından bu değişkenlerin bilinmesi işletmelerin performanslarının yönü hakkında önemli bilgiler sağlaması açısından önem arz etmektedir. Sonuç olarak işletmede çoğunluk payını elinde tutan ortak sayısı, halka açıklık oranı, toplam özkaynaktaki yabancı payı, işletmenin kurumsal veya aile bazında yönetilmesi, sermayenin kamu veya özel sektöre ait olması, ortaklık ve yönetimin aynı kişilerde toplanması gibi mülkiyet yapısını şekillendiren etmenlerin de performans üzerinde ne derecede ve nasıl etkili olduğunun bilinmesi gerekmektedir.

Literatürde bu amaçla son yıllarda yapılmış hem teorik hem de ampirik bir çok çalışmaya rastlanmaktadır. Yapılan bu çalışmalarda mülkiyet yapılarının işletmenin özkaynak karlılığı, aktif karlılığı ve tobin-q gibi farklı karlılık ve performans ölçütleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Ancak çalışmalarda ulaşılan sonuçlar ülkeden ülkeye, dönemden döneme ve şirket guruplarına göre farklılar içermektedir. Bu çalışmanın amacı 2005-2009 yılları arasında İMKB 100'de işlem gören şirketlerin mülkiyet yapıları ile performansları arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Böylece işletmelerin mülkiyet yapılarına ait özelliklerin performanslarına olan etkisinin ortaya konulması hedeflenmektedir. Bu etkinin her yönüyle bilinmesi işletmelerin performanslarının açıklanmasında mülkiyet yapısının bir katkısının olup olmadığını ortaya koyacaktır.

## 2. LİTERATÜR TARAMASI

Mülkiyet yapısının firma performansı üzerindeki etkisine yönelik olarak yapılan çalışmalar her dönemde araştırmacılar arasında önemli bir tartışma konusu olmuştur. Farklı araştırmacıların mülkiyet yapısı ile performans ilişkisi konusunda birbirlerinden çok farklı sonuçlara ulaştıkları görülmektedir. Bunun nedeni mülkiyet yapısının (yabancı payı, halka açıklık oranı, yönetici sahipliği vb.) birkaç değişkene indirgenerek farklı çevrelerde kolayca tanımlanıp ölçülebilecek nitelikte bir kavram olmayıp, ülke ve hatta sektörler göre çeşitlilik içermesi ve kurallar, yasal çerçeve gibi boyutlara sahip olmasıdır (Işık ve Saygılı, 2006: 163). Aşağıda mülkiyet yapısı ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen temel çalışmalara özet olarak yer verilmiştir.

Literatürde mülkiyet yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi ilk açıklayan Berle ve Means (1932)'dir. Berle ve Means mülkiyet yoğunlaşması arttıkça yöneticilerin kontrolü azalacağı için mülkiyet yapısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişkinin olması gerektiğini savunmaktadır. Demsetz ve Lehn (1985) Berle ve Means'in 1932 yılında yaptıkları çalışmanın sonuçlarına ters olarak mülkiyet yapısının firma performansını azaltmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Oswald ve Jahera (1991) ise yaptıkları çalışmada 645 işletme için firma büyüklüklerindeki farklılıkların kontrol altında tutulması esası doğrultusunda mülkiyet yapısıyla firma performansı arasında anlamlı bir ilişkinin olduğunu savunmaktadırlar. Pagano, Panetta ve Zingales (1998) panel veri seti kullanarak yaptıkları çalışmalarında mülkiyet yapısıyla performans arasında anlamlı olmayan negatif yönlü bir ilişki bulmuşlardır. Bu sonucu yönetim ile mülkiyet yapısı arasındaki ayrışmanın firma performansını azaltıcı bir etki yapmadığı şeklinde yorumlamışlardır. Panel veri seti ile analizi kullanarak ilişkiyi analiz eden bir başka araştırmacı da

---

<sup>1</sup>Firma teorisi kapsamında ele alınan bu konular Berle ve Means'in "Modern Şirket ve Özel Mülkiyet" (The Modern Corporation and Private Property) isimli çalışmalarına dayanmaktadır.

Gürsoy ve Aydoğan (1999)'dır. Yapılan analizlerde halka açık firmaların, mülkiyet yoğunluğu arttıkça bu şirketlerin yüksek bir performansa sahip oldukları görülmüştür.

1996-2004 yılları arasındaki veri setini kullanan Cheng (2008) çalışmasında mülkiyet yoğunlaşmasının olmadığı yani mülkiyetin daha çok küçük ortaklarda olduğu şirket tiplerinde düşük performans yaşandığına dair kanıtlara ulaşmıştır. Şirketlerde sermaye sahipliği anlamında mülkiyet yoğunlaşması kavramını analiz eden bir başka çalışmada Pedersen ve Thomsen (1999) tarafından gerçekleştirilmiştir. Ancak bu çalışmada mülkiyet yapısı ile özkaynak karlılığı bazında temsil edilen performans arasında anlamlı bir ilişkiye ulaşılamamıştır. Yazarların 2000 yılında Avrupa Birliği'nde yer alan şirketler için yaptıkları bir başka çalışmada ise performansın ölçüsü olarak özkaynakların piyasa değerini baz almışlardır. Bu çalışmanın sonucunda ise en büyük ortağın payı ile performans arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır (Thomsen ve Pedersen, 2000). Mitton (2002) performans ölçütü olarak hisse senedi getirilerini baz aldığı çalışmasında mülkiyet yoğunlaşması ile işletme performansı arasında pozitif ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Gönenç (2006) mülkiyet yoğunlaşması ile performans ilişkisi üzerine yaptığı çalışmada mülkiyet yoğunluğunun performansı etkilemesinden çok mülkiyet yoğunlaşmasının muhasebe temelli performans ölçütlerinden etkilendiğini ifade etmektedir. Muhasebe ve piyasa temelli performans ölçütleriyle mülkiyet yapısı arasındaki ilişkiyi test eden Çıtak (2007) çalışmasında piyasa değeri/defter değeri ile mülkiyet yapısı arasında pozitif ilişki bulmuştur

Literatürde bu çalışmaların yanında yöneticilerin aynı zamanda şirket hissedar olduğu durumlara ilişkin olarak yönetici sahipliğiyle ilgili olarak yapılan çalışmalarda vardır. 2003 yılında Hiraki, Inoue, Ito, Kuroki ve Masuda'nın Japon şirketleri üzerine yaptığı çalışmada tobin-q ölçütü baz alınarak yönetici sahipliği ile performans arasındaki ilişki regresyon analiziyle ölçülmüş ve sonuç olarak pozitif bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. Pozitif ilişki bulan çalışmalardan biri de Bohren ve Odegaard (2003) tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışmada tobin-q, aktiflerin karlılığı ve satışların karlılığı gibi ölçütlerle mülkiyet yoğunlaşması ve yönetim kurulunun yapısı gibi değişkenlerle regresyon analizi yapılmış ve aralarında doğrusal bir ilişki tespit edilmiştir. Bulut, Çankaya ve Er (2009) yönetici sahipliği ile performans arasında ilişki kurdukları çalışmalarında, yüksek yönetici sahipliği taşıyan şirketler, düşük yönetici sahipliği taşıyan şirketlere göre halka arz sonrası dönemde daha iyi faaliyet performansı gösterdiklerini tespit etmişlerdir. Bu ilişkiyi Welch (2003) Demsetz ve Villalonga'nın (2001) kullandığı modeli kullanarak analiz etmiştir. Analiz sonuçlarına göre yönetici sahipliği ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanmıştır. Bunun aksine yönetici sahipliği ile performans arasında ilişki bulamayan çalışmalarda mevcuttur. Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999) 600 firmayı baz alarak yaptıkları çalışmada tobin-q ile yapılan regresyon analizi sonucunda istatistiksel olarak anlamlı hiçbir ilişki bulamamışlardır.

Halka açık 275 Alman şirketi üzerinde mülkiyet yapısında aile sahipliği ile işletme performansı üzerinde ilişki kuran Andres (2008), yaptığı analizde aile şirketlerinin büyük hissedarlı şirketlerden daha yüksek bir karlılığa sahip olduğu ve daha yüksek bir performans sergiledikleri sonucuna ulaşmıştır. Aydın, Sayim ve Yalama (2007) mülkiyet yapısında yabancı payı ile firma performansı üzerine yaptıkları çalışmada, yabancı payına sahip olan şirketlerin performans düzeyleri yabancı payına sahip olmayan şirketlere oranla daha yüksek düzeylerde gerçekleştiği tespit edilmiştir. Dwivedi ve Jain (2002) Hindistan firmaları üzerine yaptığı analizde yabancı payı yüksek olan özel sektör şirketlerinin piyasa değerlerinin daha yüksek oldukları sonucuna ulaşmışlardır.

### **3. VERİ SETİ, DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI ve MODEL SPESİFİKASYONU**

#### **3.1. Veri Seti ve Örneklem Boyutu**

Çalışmada genel olarak mülkiyet yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi ve mülkiyet yapısını oluşturan unsurların finansal performansa etkisinin ne olduğunu araştırmak için 2005.01-2009.12 dönemine ait 5 yıllık şirket verileri kullanılmıştır. Çalışmanın veri setini İMKB-100 şirketleri oluşturmaktadır. İMKB-100 endeksinde yer alan şirketlerin analizlere dâhil edilmesinin temel nedeni yapılan birçok çalışma ile karşılaştırılabilir olmasını sağlamaktır. Veri setinin oluşturulmasında banka ve finansal kuruluşlar dışarıda tutulmuştur. İlgili dönemde süreklilik gösteren ve verisine ulaşılabilen şirket sayısı 72'dir. Dolayısıyla analizler 72 şirket üzerinden yapılmıştır. Analiz kapsamında olan şirkete ait veriler iki farklı yolla elde edilmiştir. Değişkenlerden bazıları İMKB'nin şirketler yıllığından bazıları ise mali tablolarından elde edilmiştir (<http://www.imkb.gov.tr>). Ayrıca analizlerde FİNNET'in Excel Add-In programından da yararlanılmıştır. 2009 yılına ait şirketler yıllığı olmadığından bu yıla ait bilgiler şirketlerin kendi web sayfalarından ya da dipnot bilgilerinden veya faaliyet raporlarından elde edilmiştir.

#### **3.2. Değişkenlerin Tanımlanması**

Mülkiyet yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkinin araştırıldığı bu çalışmada araştırma modelini oluşturan değişkenler genel anlamda bağımlı ve bağımsız değişkenler olarak ikiye ayrılmıştır. Firma performansı ölçüm kriteri bağımlı değişkenleri oluşturmakta ve literatürde yoğunlukla kullanılan değişkenler arasından seçilmiştir (Minguez-Vera ve Martin-Ugedo, 2007). Analizde bağımlı değişken olan firma performansını açıklamak için kullanılan bağımsız değişkenler ise mülkiyet değişkenleri ve kontrol değişkenleri olarak kendi içinde ikiye ayrılmıştır. Değişkenlere ilişkin bilgiler aşağıda verilmiştir.

##### **3.2.1. Performans Değişkenleri**

Literatürde firma performansının ölçüsü olarak tobin-q (tobin-q), varlıkların karlılığı (Return on Assets-ROA) ve özkaynakların karlılığı (Return on Equity-ROE) dikkate alınmıştır. Çalışmada finansal performans göstergesi olarak kullanılan tobin-q şirket yönetimi tarafından oluşturulan gerçek değer bir ölçüsüdür. Tobin-q oranı, toplam pasif kaleminden özkaynaklar çıkarılarak şirketin piyasa değeri eklenmiş ve bu şekilde bulunan değer toplam aktife bölünerek hesaplanmıştır (Maury, 2006: 325). Bu hesaplama şekli daha çok halka açık firmalarda kullanılmaktadır. Yönetimin kar elde etmek için var olan olanaklarını etkin bir biçimde kullanıp kullanmadığını ölçen ROA, dönem net karının aktif toplamına bölünmesi ile elde edilmiştir. Alternatif bir karlılık ölçüsü de ROE'dir. ROE, özkaynaklar üzerinden kazanılan karı göstermektedir. Diğer bir ifadeyle özkaynakların verimli kullanılıp kullanılmadığını ifade eder. ROE, dönem net karının özkaynaklara bölünmesi ile elde edilmiştir. Bu ölçütlere ilişkin hesaplama formülleri toplu olarak Tablo-1'de gösterilmiştir.

##### **3.2.2. Mülkiyet Yapısı ve Kontrol Değişkenleri**

Analizde kullanılan bağımsız değişkenler mülkiyet yapısı değişkenleri ve kontrol değişkenleri olarak iki grupta dikkate alınmıştır. Mülkiyet yapısı, şirket sermayesini sağlayanların kim olduğunu ve sermaye paylarının büyüklüğünü ifade etmektedir (Yıldırım ve Demireli, 2009: 83). Şirket hisselerinin önemli bir bölümünün belirli kişilerin (hissedarların) elinde bulunması mülkiyet yoğunluğunun fazla olduğu durumu ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla mülkiyet yoğunluğunun fazla buna karşılık halka açıklık oranının düşük olduğu şirketlerde hissedarların aynı zamanda

yönetici olma olasılığının kuvvetli olmasından bahsedilebilir. Benzer ancak ters bir durum da yöneticinin vekâlet maliyetleri doğrultusunda hissedar olmasıdır. Bu duruma yönetici sahipliği de denir. Bu durumun, performans üzerinde etkili olup olmadığının ölçülmesi için farklı yoğunlaşma ölçütleri kullanılarak analize dâhil edilmiştir. Bu çalışmada yoğunlaşma ölçütü olarak en büyük ortağın sermaye payı (Y1), en büyük üç ortağın toplam sermaye payı (Y3) ve en büyük beş ortağın toplam sermaye payı (Y5) kullanılmıştır. Bu paylar ne kadar büyükse şirketlerin o derece yoğun bir mülkiyet yapısı olduğu ifade edilebilir. Şirketler belli oranlarda halka açılarak, sermaye ihtiyaçlarını karşılamakta ve mülkiyetin tabana yayılmasını sağlamaktadırlar. Şirketlere önemli avantajlar sağlayan bu durum mülkiyet yapısını da önemli derece de etkileyen önemli bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. Çalışmada kullanılan halka açıklık oranı (HO), şirket sermayesine katkı sağlamak üzere şirket hisselerinden halka arz edilmiş kısmı ifade etmektedir. Çalışmada kullanılan bir başka mülkiyet yapısı değişkeni de yabancı payıdır (YP). Son yıllarda Türk şirketlerine yabancı şirketlerin de ortak olduğu görülmektedir. Dolayısıyla Türk şirketlerinin sermaye yapısında yabancı şirketlerin de payı artmaktadır. Bu durumun performansa etkisini ortaya koymak için bu değişkende analize dâhil edilmiştir. Mülkiyet yapısı değişkeni olarak kullanılan son değişken ise yönetici sahipliği (YS) değişkenidir. Şirket yönetiminde hissedarların bakış açısı yöneticilerin firma değerini maksimize ederek hissedarların çıkarlarını koruması beklenmektedir. Bilindiği gibi bu durumun bir maliyeti olacaktır (temsilci maliyeti). Jensen ve Meckling'e (1976) göre eğer yöneticilere firmadan pay hakkı verilirse yöneticiler hissedarların çıkarlarını daha iyi koruyabileceklerdir. Bu noktadan hareketle yönetici sahipliğinin firma performansına etki edip etmediği konusunda değişken olarak analize dâhil edilmiştir.

Analizde yukarıdaki değişkenler dikkate alınarak oluşturulan modelin açıklama gücünü ve sağlamlığını arttırabilmek için işletmelerin finansal performanslarını etkilediği varsayılan satışların büyüklüğü ve kaldıraç oranı gibi bazı kontrol değişkenleri kullanılmıştır. Söz konusu kontrol değişkenleri literatürde en çok kullanılan değişkenler kapsamındadır (Maury, 2006: 326).

**Tablo-1: Bağımlı, Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri**

<b>Bağımlı Değişkenler (Tob, ROA ve ROE)</b>		
Tobin-Q	(Toplam Pasif-Özkaynaklar+Piyasa Değeri) / Toplam Aktif	Tobin-q
Varlıkların Karlılığı	Dönem Net Karı / Toplam Aktif	ROA
Özkaynakların Karlılığı	Dönem Net Karı / Özkaynaklar	ROE
<b>Bağımsız Değişkenler (Y1, Y3, Y5, HO, YP ve YS)</b>		
En Büyük Ortağın Pay Oranı	En Büyük Ortağın Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	Y1
En Büyük Üç Ortağın Pay Oranı	En Büyük Üç Ortağın Toplam Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	Y3
En Büyük Beş Ortağın Pay Oranı	En Büyük Beş Ortağın Toplam Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	Y5
Halka Açıklık Oranı	Halka Açık Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	HO
Yabancı Payı	Yabancı Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	YP
Yönetici Sahipliği	Her Bir Şirket İçin Yönetici Sahipliğinin Yüzdesi	YS
<b>Kontrol Değişkenleri (S ve K)</b>		
Satışların Büyüklüğü	Net Satışların Logaritması	S
Kaldıraç Oranı	Toplam Borç / Toplam Varlık	K

### 3.3. Model Spesifikasyonu

Çalışmada finansal performans ölçütlerindeki değişimlerin mülkiyet yapısı değişkenleriyle hangi düzeyde açıklanabileceği hem zaman hem de yatay kesit veri setini birleştiren panel regresyon modeliyle analiz edilmiştir. Oluşturulan panel veri setinin panel regresyon şeklinde modellenmesi istatistikî olarak daha başarılı sonuçlar verdiği bilinmektedir (Korkmaz; Başaran; Gökbulut 2009: 39). Bu amaçla aşağıda finansal performansın ölçüsü olarak tobin-q, ROA ve ROE değişkenleri dikkate alınarak üç farklı panel veri regresyon modeli oluşturulmuştur.

$$\text{Tobin}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 Y1_{it} + \beta_2 Y3_{it} + \beta_3 Y5_{it} + \beta_4 HO_{it} + \beta_5 YP_{it} + \beta_6 YS_{it} + \beta_7 S_{it} + \beta_8 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (1)$$

$$\text{ROA}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 Y1_{it} + \beta_2 Y3_{it} + \beta_3 Y5_{it} + \beta_4 HO_{it} + \beta_5 YP_{it} + \beta_6 YS_{it} + \beta_7 S_{it} + \beta_8 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (2)$$

$$\text{ROE}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 Y1_{it} + \beta_2 Y3_{it} + \beta_3 Y5_{it} + \beta_4 HO_{it} + \beta_5 YP_{it} + \beta_6 YS_{it} + \beta_7 S_{it} + \beta_8 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (3)$$

Modelde Tobin-q, ROA ve ROE bağımlı değişkenleri işletme performansını, Y1; Y3, Y5, HO, YP ve YS bağımsız değişkenleri mülkiyet yapısını, S ve K ise kontrol değişkenlerini temsil etmektedir. Ayrıca modelde i; işletmeyi, t ise dönemleri temsil etmektedir. N; toplam işletme sayısını gösterirken, T de toplam dönem sayısını göstermektedir.

### 4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

İstatistiksel ve ekonometrik analizleri yapabilmek için SPSS 15.0 ve Stata 10.0 programları kullanılmıştır. Çalışma kapsamındaki şirketlerin bağımsız değişkenlerinin finansal performans ölçütleri üzerindeki etkilerini belirlemeye yönelik olarak kurulan üç adet panel regresyon modeli analiz edilmiştir. Modellerin regresyon analizlerinin sabit etkili (fixed effect) model veya tesadüfi etkili (random effect) modelden hangisinin kullanılacağına istatistiksel yöntemlerle karar verilmiştir. Uygun yöntemlerle kurulan üç panel regresyon modeli analiz edilerek elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır.

#### 4.1. Regresyon Sonuçları

Oluşturulan panel regresyon modelleri iki temel model olan sabit etki ve tesadüfi etki modelleri kullanılarak analizler gerçekleştirilmiştir. Ancak hangi modelin kullanılacağı Hausman testiyle belirlenmiştir (Wooldridge, 2002:288; Greene, 2003: 302-303). Finansal performans ölçütü olarak tobin-q değişkeninin bağımlı değişken olarak kullanıldığı eşitlik *Model-1* olarak, ROA'nın bağımlı değişken olarak kullanıldığı eşitlik *Model-2* olarak ve son olarak ROE'nin bağımlı değişken olarak kullanıldığı eşitlik *Model-3* olarak tanımlanmıştır. Buna bağlı olarak oluşturulan her üç modele ait Hausman test sonuçlarıyla panel regresyon sonuçları Tablo-2'de gösterilmiştir.

**Tablo-2: Finansal Performans Değişkenleri ile Mülkiyet Yapısı Değişkenleri Arasında Kurulan Modellerin Panel Regresyon Sonuçları**

	Model-1		Model-2		Model-3	
	Bağımlı Değişken: Tobin-q		Bağımlı Değişken: ROA		Bağımlı Değişken: ROE	
	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık	Katsayı	Olasılık
Y1	0.0140	0.000*	-0.0446	0.0142**	-0.0869	0.0182**
Y3	0.7054	0.000*	-0.0591	0.0214**	-0.05489	0.001*
Y5	0.8709	0.002*	-0.0698	0.090***	-0.01987	0.004*
HO	-0.4378	0.002*	0.0428	0.0679***	0.0996	0.0999***
YP	0.0589	0.984	-0.0018	0.170*	0.6843	0.543
YS	-0.0031	0.175	-0.0067	0.120	-0.0064	0.190
S	0.0168	0.003*	0.0320	0.000*	0.0033	0.0004*
K	-0.1452	0.000*	-0.1190	0.000*	-0.01910	0.000*
G.Sayısı	360	360	360	360	360	360
Hausman	111.14	0.0000*	24.32	0.0011*	12.55	0.1463
R <sup>2</sup>	0.64		0.77		0.69	

Tablo-2’den de görüleceği üzere yapılan Hausman testi sonuçlarına göre Model-1 ve Model-2 için sabit etkiler yöntemi, Model-3 için tesadüfi etkiler yöntemi ile analizler gerçekleştirilmiştir. Mülkiyet yapısındaki yoğunlaşmanın finansal performans üzerindeki etkisi ölçülürken en büyük ortağın (Y1), en büyük üç ortağın (Y3) ve en büyük beş ortağın (Y5) paylarını gösteren üç farklı yoğunlaşma kriteri kullanılmıştır. Model-1’den elde edilen regresyon sonuçlarına göre işletmenin finansal performansı işletmenin mülkiyet yapısındaki yoğunlaşmadan etkilenmektedir. Tobin-q oranının bağımlı değişken olarak dikkate alındığı bu modelde mülkiyet yapısındaki yoğunlaşma arttıkça finansal performans seviyesinde de artışlar yaşanmaktadır. Diğer bir ifadeyle anlamlı ve pozitif bir ilişki söz konusudur. Mülkiyet yapısındaki yoğunlaşma ile finansal performans derecesi arasında pozitif yönlü bir ilişkiye rastlanması daha az ortağın bulunması durumunda işletmelerin daha yüksek finansal performans gösterebilecekleri şeklinde yorumlanabilir. Bu üç yoğunlaşma kriteri arasında en büyük etkiye Y5 değişkeni sahiptir. Çünkü Y5’deki 1 birim artış tobin-q’da 0.87 birimlik bir artış sağlamaktadır. Bu sonuçlar, Yıldırım ve Demireli (2009) tarafından elde edilen sonuçlarla örtüşmektedir.

Yoğunlaşma kriterlerini Model-2 ve Model-3 kapsamında ele aldığımızda ise mülkiyet yoğunlaşması ile ROA ve ROE arasında anlamlı ancak ters bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu durum mülkiyet yapısında yoğunlaşma yaşandıkça işletmenin varlıklarının ve özkaynaklarının verimli kullanılmadığını göstermektedir. Bununla birlikte Y1, Y3 ve Y5 ile finansal performans ölçütleri arasında ilişkinin pozitif yönlü çıkması ortakların işletmenin piyasa değerini yükseltme isteklerini ifade etmektedir.

Yapılan analizlerde HO ile ROA ve ROE gibi finansal performans ölçütleri arasında pozitif yönlü ve çeşitli önem düzeylerinde anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Halka açıklık oranı ile tobin-q ölçütü arasında ise ters ancak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Halka açıklık oranıyla mülkiyet yoğunluğu ters ilişki içerisindedir. Yani HO arttıkça mülkiyet yoğunluğu azalır veya HO azaldıkça mülkiyet yoğunluğu artar. Halka açıklık oranı yüksek dolayısıyla mülkiyet yoğunluğu düşük olan işletmeler genel olarak profesyonel yöneticilerle yönetildiği varsayıldığında, bu yöneticilerin şirketin varlıklarını ve özkaynaklarını daha verimli yönettikleri söylenebilir. Bunun aksine teorik olarak

şirket yöneticileri (hissedar olmadığı durumlarda) şirketin piyasa değerini yükseltme (tobin-q) amacını gütmeyebilirler.

Mülkiyet yapısı değişkeni ile finansal performans arasındaki ilişkiye yabancı payı açısından bakıldığında regresyon sonuçları Model-1 ve Model-3'te anlamlı çıkmamıştır. Diğer bir ifadeyle istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Ancak Model-2'de finansal performans ile YP ters ilişkili ve anlamlı bir katsayı olarak gözükmemektedir. İşletmelerin mülkiyet yapılarında yabancı payının artması bu şirketlerin finansal performanslarını ters yönde etkilediği sonucuna varılabilir. Ancak bu etki kuvvetli bir yapıya sahip değildir.

Literatürde yönetici sahipliği ile performans arasında çelişkili sonuçların olduğu bilinmektedir. Her üç modelde de yönetici sahipliği ile performans arasında negatif ancak istatistiksel olarak anlamsız ilişkiler tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuçlar, Cho (1998), Agarwal ve Knoeber (1996) çalışmalarındaki sonuçlarla tutarlıdır. Çalışmada kontrol değişkeni olarak kullanılan satışların büyüklüğü ve kaldıraç oranı değişkenleri tüm model yapılarında anlamlı sonuçlar vermiştir. Dolayısıyla bu değişkenlerin modelin açıklama gücünü arttırdığı söylenebilir.

## 5. SONUÇ

Bu çalışmada mülkiyet yapısı ile finansal performans arasındaki ilişki İMKB-100 endeksinde işlem gören halka açık şirketler üzerinde test edilmiştir. Mülkiyet yapısı, en büyük ortağın toplam sermaye içindeki payı (Y1, Y3, Y5), halka açıklık oranı, sermaye içindeki yabancı payı ve yönetici sahipliği olarak analize sokulmuştur. Bağımlı değişkeni temsilen tobin-q, ROA ve ROE ölçütlerinden yararlanılmıştır. Yapılan panel veri regresyon analiz sonuçlarına göre mülkiyet yoğunlaşması ile ROA ve ROE ile ölçülen finansal performans arasında negatif bir ilişki, tobin-q ile ölçülen finansal performans arasında ise pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Halka açıklık oranı ile finansal performans arasında ROA ve ROE açısından pozitif, tobin-q açısından negatif ilişki söz konusudur. Finansal performansın açıklanmasında her üç modelde de yönetici sahipliği anlamlı bir ilişki göstermemiştir. Şirketlerde yabancı ortağın sermaye payının olması Model-1 ve Model-3'te anlamlı bir ilişkiyi işaret etmezken ROA ile ters bir ilişki içerisindedir. Diğer bir ifadeyle yabancı payı arttıkça işletmenin ROA'sı düşmektedir.

Bu çalışma ile genel anlamda mülkiyet yapısına ait değişkenlerin finansal performans üzerinde etkili olduğu söylenebilir. Dolayısıyla işletmelerin finansal performansı açıklanırken mülkiyet yapısına ait özelliklerin de dikkate alınması gerektiği ifade edilebilir. Sonuç olarak işletmelerin finansal performanslarını etkileyen birçok değişkenin yanında özellikle yoğunlaşma ve halka açıklık oranının da bu değişkenlere eklenmesi kurulacak olan modellerin analiz edilmesinde ve yüksek bir oranla açıklama gücüne sahip olmasında etkili olacağını söyleyebilir.

Çalışmanın mahiyeti itibarıyla burada modele eklenmeyen bir takım değişkenlerin de gelecekteki çalışmalarda kurulacak modellere eklenmesi uygun olacaktır. Bunlardan en önemlileri şirketin kamu veya özel şirket olması, yerli veya yabancı sermayeli olması, aile şirketi veya kurumsal yönetime sahip profesyonel yönetici istihdam eden bir şirket olması, şirketin bir holdinge ait olup olmamasıdır. Mülkiyet yapısını daha derin inceleyecek olan bu değişkenler kukla değişken olarak modele girerek finansal performansın açıklanması açısından yararlı olacağı düşünülmektedir.



## KAYNAKLAR

- Agrawal, A. & Knoeber, C. R. "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 1996, 377-397.
- Andres, Christian. "Large Shareholders And Firm Performance- An Empirical Examination of Founding-Family Ownership", *Journal of Corporate Finance*, 14, 2008, 431-445.
- Aydın, N.; M. Sayim & A. Yalama. "Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics* 11, 2007, 103-111.
- Bohren, Oyvind; Odegaard & Bernt Arne; "Governance and Performance Revisited", *EFA 2003 Annual Conference Paper*, No.252, 2003.
- Bulut, Halil İ; Fikret Çankaya & Bünyamin Er. "Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği, *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11/1, 2009, 101-120.
- Cheng, S. "Board Size and The Variability of Corporate Performance" *Journal of Financial Economics*, 87:1, 2008, 1-26.
- Cho, Myeong Hyeon. "Ownership Structure, Investment And The Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 47, 1998, 103-121.
- Çıtak, Levent. "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, 2007, 231-245.
- Demsetz, Harold & Lehn, Kenneth. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, 1985, 1155-1177.
- Dwivedi N. & A. K. Jian. "Corporate Governance and Performance of Indian Firms: The Effect of Board Size and Ownership" 2002.
- Gönenç, Halit. "Ownership Concentration and Corporate Performance; A Simultaneous Equation Framework for Turkish Companies", in S. Altuğ and A. Filiztekin (ed.), *The Turkish Economy; The Real Economy, Corporate governance, and Reform and Stabilization Policy*, Routledge Studies in Middle Eastern economies, 2006.
- Greene, William H., *Econometric Analysis*, 5th Edition, New Jersey; Prentice Hall, Inc. 2003.
- Gürsoy, Guner & Kursat Aydoğan. "Equity Ownership Structure, Risk Taking and Performance; An Empirical Investigation in Turkish Companies", *ERC/METU International Conference in Economics*, 1999 Ankara, Turkey.
- Himmelberg, Charles P., Hubbard, R. Glenn & Palia, Darius; "Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics*, 53, 1999.
- Hiraki, Takota, Inoue, Hideaki, Ito, Akitoshi, Kuroki, Fumiaki & Asuda, Hiroyuki. "Corporate Governance And Firm Value In Japan: Evidence From 1985 To 1998", *Pacific-Basin Finance Journal*, 2003.

Isık, Y., & Saygılı, S. "*Kurumsal Şirket Yönetimi-Performans ilişkisi ve Gelisme Perspektifi*", Kurumsal Şirket Yönetimi, SPK Yayınları Ankara, 2006, 155-170.

Korkmaz, Turhan; Ümit Başaran & R. İlker Gökbulut. "*İMKB'de İşlem Gören Otomotive ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi*", İktisat İşletme ve Finans, Cilt: 24, Sayı 277, 2009, 29-60.

Maury, Benjamin. "*Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations*", Journal of Corporate Finance, 12, 2006, 321-341.

Mitton, Todd. "*A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis*", Journal of Financial Economics, 64, 2002, 215-241.

Oswald S. & Jahera J. "*The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study*", Strategic Management Journal, Vol:12, No 4, 1991, 321-326.

Pagano M., Panetta F. & Zingales L. "*Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*", The Journal of Finance, Vol 53, No 1, 1998, 27-64.

Pedersen, Torben & Steen Thomsen. "*Economic and Systemic Explanations of Ownership Concentration Among Europe's Largest Companies*", International Journal of the Economics of Business, Vol. 6, No. 3, 1999, 367-81.

Thomsen Steen & Torben Pedersen. "*Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*", Strategic Management Journal, 21, 2000, 689-705.

Welch, E. "*The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies*", Australian Journal of Management, Vol. 28, No. 3, 2003, 287- 306.

Wooldridge J. M, Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data, Cambridge, M.A.; The MIT Pres. 2002.

Yıldırım, Murat & Erhan Demireli. "*Kurumsal Yönetim, Mülkiyet ve Control Yapıları ve Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkileri (İMKB İmalat Sanayi Örneği)*", Finans Politik, & Ekonomik Yorumlar, 532, 2009 Haziran, 81-96.