

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

İŞLETME PROGRAMI

147080

MÜLKİYET YAPISININ FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ



DOKTORA TEZİ

Aykut KARAKAYA

ARALIK - 2004  
TRABZON

147080

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

İŞLETME PROGRAMI

MÜLKİYET YAPISININ FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ .

Aykut KARAKAYA

Karadeniz Teknik Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü'nce

Doktor (İşletme)

Unvanı Verilmesi İçin Kabul Edilen Tez'dir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 23.12.2004

Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 10.03.2005

Tezin Danışmanı : Prof Dr. Hüseyin DAĞLI

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Mustafa ÇIKRIKÇI

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Berna KOCAMAN

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Haydar AKYAZI

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Yakup KÜÇÜKKALE

Enstitü Müdürü : Prof. Dr. Osman PEHLİVAN

ARALIK - 2004

TRABZON

## 0.SUNUŞ

### 00.Önsöz

Firma performansına önemli etkisi bulunan unsurlardan biri olan mülkiyet yapısı 20. yüzyılın başından itibaren, özel mülkiyetin dikkat çekici biçimde artış göstermesiyle birlikte finans teorisinde ele alınmaya başlanmıştır. Mülkiyet yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki ABD’de 1932 yılından beri uygulamalı literatürde tartışma konusu olmuştur. Bu ilişki, genelde temsil teorisi çerçevesinde ele alınmıştır. Bu ilişki de, önceleri yönetim ve yönetim dışındaki hissedar çıkarları üzerine odaklanılmıştır. 1980’li yıllardan sonra ise, söz konusu ilişki hakim ve azınlık hissedarları arasındaki çıkarları da içine alan bir biçime dönüşmüştür. Ayrıca çalışmalar gelişmiş ülke örneklerinden gelişen ülke örneklerine doğru da yönelmiştir.

Türkiye’de mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişki önceki çalışmalarda doğrusal biçimli olarak incelenmiştir. Söz konusu çalışmalarda, mülkiyet yapısı bir dışsal değişken olarak ele alınmıştır. Bu çalışma ise, mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkide mülkiyetin hem dışsal hem de içsel olması, mülkiyetin doğrusal olmayan etkileri ve firma faaliyet çevresinin belirleyiciliğini de dikkate almaktadır. Çalışma, bu yönleriyle bir takım katkılar sunmaktadır.

Çalışmanın yürütülmesindeki katkı ve desteklerinden ötürü danışmanım Sayın Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI’ya, desteğinden dolayı Sayın Prof. Dr. Mustafa ÇIKRIKÇI’ya teşekkürü bir borç bilirim. Uygulama kısmında deneyim ve bilgilerinden yararlandığım Sayın Prof. Dr. Rahmi YAMAK ve Sayın Doç. Dr. Yakup KÜÇÜKKALE ile yapmış oldukları yapıcı eleştiriler için Sayın Doç. Dr. Osman KARAMUSTAFA, Sayın Doç. Dr. Haydar AKYAZI ve Sayın Dr. Selçuk PERÇİN’e teşekkür ederim. Ayrıca, anneme ve babama teşekkür ederim.

Trabzon, Aralık 2004

Aykut KARAKAYA

## 01. İçindekiler

Sayfa Nr.

0. SUNUŞ.....	III
00. Önsöz.....	III
01. İçindekiler.....	IV
02. Özet .....	IX
03. Summary.....	X
04. Tablolar Listesi .....	XI
05. Şekiller Listesi .....	XIV
06. Kısaltmalar Listesi .....	XV
GİRİŞ .....	1-4

### BİRİNCİ BÖLÜM

<b>1. TEMSİL TEORİSİ, MÜLKİYET YAPISI VE FİRMA PERFORMANSI.....</b>	<b>5-35</b>
10. Genel Açıklama.....	5
11. Temsil Teorisi .....	6
110. Pozitif Temsil Düşüncesi .....	9
111. Ortak-Yönetici Düşüncesi.....	10
112. Temsil Maliyetleri .....	12
12. Mülkiyet Yapısı.....	16
120. Mülkiyet Yapısını Etkileyen Faktörler .....	16
121. Mülkiyet Yapısının Ölçülmesi .....	17
1210. Mülkiyet Yoğunluğu .....	17
1211. Hissedar Kimliği.....	18
13. Mülkiyet Yapısı ve Firma Performansı .....	19
130. Mülkiyet Yoğunluğu ve Firma Performansı .....	19
1300. Büyük Hissedar Mülkiyeti ve Firma Performansı .....	21
1301. Küçük Hissedar Mülkiyeti ve Firma Performansı .....	22
131. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyet ve Firma Performansı.....	24
1310. Yönetim Mülkiyeti ve Firma Performansı .....	24
13100. Çıkarların Yakınlaşması Hipotezi .....	25

13101. Sınırlama (Entrenchment) Varsayımı.....	27
1311. Bağlı Şirket Mülkiyeti ve Firma Performansı .....	28
1312. Yabancı Mülkiyeti ve Firma Performansı.....	30
13120. Verimli Gözetim Varsayımı.....	30
13121. Çıkarların Çatışması Varsayımı .....	30
13122. Stratejik Düzenleme Varsayımı .....	31
13123. Kazanç Kurtarma Varsayımı.....	31
1313. Kamu Mülkiyeti ve Firma Performansı .....	31
132. Mülkiyet Yapısının İçselliği Sorunu .....	33

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. FİNANS LİTERATÜRÜNDE MÜLKİYET VE PERFORMANS İLİŞKİSİ..... 36-62

20. Genel Açıklama.....	36
21. Mülkiyet Yoğunluğu ve Firma Performansı.....	39
210. ABD Örneği .....	39
211. Diğer Ülke Örnekleri .....	41
22. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyet ve Firma Performansı .....	44
221. Yönetim Mülkiyeti ve Firma Performansı.....	44
2210. Çıkarların Yakınlaşması Varsayımı.....	45
2211. Sınırlama Etkisi Varsayımı.....	46
2212. Doğrusal Olmayan İlişki Varsayımı .....	48
22120. ABD Örneği .....	48
22121. Diğer Ülke Örnekleri.....	51
2213. Bağlı Şirket Mülkiyeti ve Firma Performansı .....	52
2214. Yabancı Mülkiyeti ve Firma Performansı.....	53
2215. Kamu Mülkiyeti ve Firma Performansı .....	54
23. Mülkiyet Yapısının İçselliği .....	55
230. ABD Örneği .....	56
231. Diğer Ülke Örnekleri .....	58
24. Türkiye’de Mülkiyet Yapısı ve Firma Performansı .....	60

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>3. MODEL SEÇİMİ VE HİPOTEZLER.....</b>	<b>63-93</b>
30. Çalışmanın Kapsamı ve Modeli .....	63
31. Mülkiyet Yapısı Değişkenleri .....	65
32. Performans Değişkenleri.....	68
320. Piyasa Performans Göstergeleri.....	68
3200. Yaklaşık Tobin q Oranı .....	68
3201. Hisse Senedi Getirisi .....	73
3202. Kazanç/Fiyat Oranı .....	73
3203. Firma Piyasa Değeri.....	74
321. Muhasebe Performans Göstergeleri .....	74
33. Kontrol Değişkenleri .....	75
330. Büyüklük .....	76
331. Yönetim Keyfiyetiyle Yapılan Harcamalar .....	77
332. Getiri Oynaklığı .....	78
333. Kaldıraç Oranı.....	79
334. Diğer Kontrol Değişkenleri .....	80
34. Performans Denklemleri .....	81
340. Mülkiyetin Dışsal Olması Durumunda Performans Denklemleri .....	81
3400. Yatay Kesit Performans Denklemleri .....	82
3401. Panel Performans Denklemleri .....	84
341. Mülkiyetin İçsel Olması Durumunda Performans Denklemleri .....	87
342. Hipotezler.....	89

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

<b>4. TÜRK FİRMALARININ MÜLKİYET YAPISI .....</b>	<b>94-129</b>
40. Genel Açıklama.....	94
41. Mülkiyet Yapısı.....	96
410. Mülkiyet Yoğunluğu .....	99
4100. En Büyük Hissedar Mülkiyeti .....	99

4101. En Büyük Üç Hissedar Mülkiyeti.....	103
4102. Küçük Hissedar Mülkiyeti.....	107
411. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyet Yapısı.....	111
4110. Yönetim Mülkiyeti.....	112
4111. Yakın Akraba Mülkiyeti	115
4112. Bağlı Şirket Mülkiyeti.....	117
4113. Yabancı Yatırımcı Mülkiyeti.....	119
4114. Kamu Mülkiyeti.....	121
42. Sektör Etkisi.....	124
43. Firma Büyüklüğünün Etkisi.....	127
44. Firma Büyüme Hızının Etkisi .....	128

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### 5. TÜRK FİRMALARINDA MÜLKİYETİN PERFORMANSA ETKİSİ... 130-202

50. Genel Açıklama.....	130
51. Performans ve Kontrol Değişkenlerinin İstatistiksel Özellikleri .....	131
52. Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi .....	133
520. Dışsallık Varsayımında Mülkiyet Yapısının Performansa Etkisi .....	133
5200. Mülkiyet Yoğunluğunun Performansa Etkisi .....	134
52000. Mülkiyet Yoğunluğunun Piyasa Performansına Etkisi .....	134
520001. EBHM'nin Piyasa Performansına Etkisi .....	135
520001. E3HM'nin Piyasa Performansına Etkisi .....	138
520002. KHM'nin Piyasa Performansına Etkisi .....	140
52001. Mülkiyet Yoğunluğunun Muhasebe Performansına Etkisi	144
520010. EBHM'nin Muhasebe Performansına Etkisi .....	145
520011. EB3HM'nin Muhasebe Performansına Etkisi.....	146
520012. KHM'nin Muhasebe Performansına Etkisi.....	147
5201. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyetin Performansa Etkisi .....	151
52010. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyetin Piyasa Performansına Etkisi.....	152
520100. YM'nin Piyasa Performansına Etkisi .....	153

520101. YAM'nin Piyasa Performansına Etkisi .....	159
520102. BŞM'nin Piyasa Performansına Etkisi .....	163
520103. YYM'nin Piyasa Performansına Etkisi .....	166
520104. KM'nin Piyasa Performansına Etkisi .....	167
52011. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyetin Muhasebe Performansına Etkisi .....	170
520110. YM'nin Muhasebe Performansına Etkisi .....	171
520111. YAM'nin Muhasebe Performansına Etkisi.....	176
520112. BŞM'nin Muhasebe Performansına Etkisi .....	179
520113. YYM'nin Muhasebe Performansına Etkisi.....	180
520114. KM'nin Muhasebe Performansına Etkisi .....	182
521. İçsellik Varsayımında Mülkiyet Yapısının Performansa Etkisi .....	183
5210. Mülkiyet Yoğunluğunun Performansa Etkisi.....	187
5211. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyetin Performansa Etkisi .....	189
53. Diğer Değişkenlerin Performansa Etkisi .....	191
530. Kaldıraç Oranı.....	191
531. Büyüklük .....	194
532. Hisse Senedi Getiri Oynaklığı .....	195
533. Faaliyet Nakit Akış Oranı.....	196
534. Duran Varlık Yatırımı .....	198
535. AR-GE ve Pazarlama Harcamaları .....	200
536. Firma Faaliyet Süresi .....	201
6. SONUÇ VE ÖNERİLER .....	203
YARARLANILAN KAYNAKLAR .....	212
ÖZGEÇMİŞ	



## 02. Özet

Bu çalışma kapsamında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı, finansal sektör dışında faaliyet gösteren firmaların 2000-2002 dönemi mülkiyet yapısı özellikleri belirlenmiş ve mülkiyet yapısının firma performansına olan etkileri incelenmiştir. Mülkiyet yapısı iki ana değişken grubuyla tanımlanmıştır. Bunlar mülkiyet yoğunluğu ve hissedarların kimliğidir. Firmaların genellikle yoğunlaşmış bir mülkiyet yapısına sahip oldukları ve firmaların en büyük veya en büyük üç hissedar tarafından kontrol edildiği tespit edilmiştir. Yönetim, bağlı şirket ve yabancı mülkiyetinin batı ekonomilerinden daha düşük seviyede olduğu görülmüştür. Ancak kamu mülkiyetinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkisi yatay kesit ve panel veri analiziyle incelenmiştir. Yapılan analizler sonucunda, firma ve sektör değişkenliğinin mülkiyet yapısındaki değişimleri daha iyi açıkladığı görülmüştür. Mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişki tek yönlü değil, iki yönlü olarak ele alınmıştır. Bu doğrultuda, mülkiyetin içsel olabileceği hesaba katılmıştır.

Mülkiyet yoğunluğu piyasa performansının içsel değişkeniyken muhasebe performansının ise dışsal değişkenidir. Mülkiyet yoğunluğunun performansı artırdığı yönünde bulgular elde edilmiştir. Bunun küçük hissedar mülkiyetinde eğrisel, büyük hissedarlar açısından ise doğrusal biçimli olduğu görülmüştür. Yönetim ve bağlı şirket mülkiyetinin performans üzerindeki etkisi genelde doğrusal olmayan şekilde gerçekleşmiştir. Yönetim mülkiyeti içsel olarak firma performansını azaltmaktadır. Bağlı şirket mülkiyeti dışsal olarak performans göstergelerini etkilemektedir. Yabancı yatırımcı mülkiyeti içsel değişken olarak performans göstergelerini pozitif biçimde etkilediği ortaya konmuştur. Kamu mülkiyetinin ise dışsal bir değişken olarak performans üzerinde önemli etkisi bulunmamıştır. Firma faaliyet çevresindeki değişimlerin küçük hissedar, yönetim, yabancı mülkiyet ve performans üzerinde kısmen belirleyici olduğu görülmüştür.

### 03. Summary

The study describes the main characteristics of ownership structure of the Turkish non-financial firms listed in the Istanbul Stock Exchange (ISE) from 2000 to 2002 and examines the impacts of ownership structure on performance of Turkish firms. Ownership structure is consists of two attributes: concentration and identity of the owners. These corporations can be characterized as highly concentrated, a group of companies generally owned by the largest shareholder or largest tree shareholders. It has been concluded that managerial, affiliated and foreign ownership structure of the Turkish firms are lower than developed economics where as state ownership structure is higher.

It has been examined the impact of ownership structure on performance by cross-section and panel data analysis. Results showed that unobserved firm and sector heterogeneities explain reasonably well variations in ownership structure. Especially, ownership-performance relation is assumed to be bilateral not unilateral, so endogenous assumption for ownership variables is taking into account. While ownership concentration is endogenously determined by firm's market performance, it is exogenous variable in terms of accounting performance.

It has been founded that ownership concentration increases in performance and this effect is nonlinear for small shareholders whereas linear for largest shareholders. Besides, managerial and affiliated ownership generally affected a nonlinear shape on firm performance. Managerial ownership is endogenously decreasing effects on firm performance. Affiliated ownership is exogenously affected on performance. However foreign ownership is endogenously variable, and increase on performance. Furthermore, state ownership is an exogenous variable but its effect on performance is insignificant. It has been founded that changes in firm's environment determines small shareholders, managerial, foreign ownership and performance partially.

#### 04. Tablolar Listesi

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Temsil Teorisine Genel Bakış.....	8
2	İMKB'nin Firma Mülkiyet Sınıflandırması.....	67
3	İMKB Ulusal Pazar Bilgileri.....	95
4	Mülkiyet Yapısı Değişkenlerinin Korelasyonu.....	96
5	En Büyük Hissedar Mülkiyetinin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	100
6	En Büyük Hissedar Mülkiyet Seviyesi.....	100
7	En Büyük Hissedar Mülkiyeti Karşılaştırması.....	101
8	En Büyük Hissedar Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı.....	102
9	En Büyük Üç Hissedar Mülkiyeti Tanımlayıcı İstatistikleri.....	103
10	En Büyük Üç Hissedar Mülkiyet Düzeyi.....	104
11	En Büyük Üç Hissedar Mülkiyet Karşılaştırması.....	105
12	En Büyük Üç Hissedar Mülkiyetine Göre Firma Performansı.....	106
13	Küçük Hissedar Mülkiyeti Tanımlayıcı İstatistikleri.....	107
14	Küçük Hissedar Mülkiyet Düzeyi.....	108
15	Küçük Hissedar Mülkiyeti Karşılaştırması.....	109
16	Küçük Hissedar Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı.....	110
17	Yönetim Mülkiyeti Tanımlayıcı İstatistikleri.....	112
18	Yönetim Mülkiyet Düzeyi.....	113
19	Yönetim Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı.....	114
20	Yakın Akraba Mülkiyeti Tanımlayıcı İstatistikleri.....	115
21	Yakın Akraba Mülkiyet Düzeyi.....	116
22	Yakın Akraba Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı.....	116
23	Bağlı Şirket Mülkiyeti Tanımlayıcı İstatistikleri.....	117
24	Bağlı Şirket Mülkiyet Düzeyi.....	118
25	Bağlı Şirket Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı.....	118
26	Yabancı Yatırımcı Mülkiyetinin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	119
27	Yabancı Yatırımcı Mülkiyet Düzeyi.....	120

28	Yabancı Yatırımcı Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı.....	121
29	Kamu Mülkiyetinin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	122
30	Kamu Mülkiyet Düzeyi.....	123
31	Kamu Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı.....	123
32	Firmaların Sektörlere Göre Dağılımı.....	124
33	Firma Mülkiyet Yoğunluğunun Sektörler Arası Dağılımı.....	125
34	Hissedar Kimliğine Göre Firma Mülkiyetinin Sektörlere Göre Dağılımı..	126
35	Firma Büyüklüğü ve Mülkiyet Yapısı.....	128
36	Firma Büyüme Hızı ve Mülkiyet Yapısı.....	129
37	Performans ve Kontrol Değişkenlerinin Genel Özellikleri.....	132
38	Performans Göstergeleri Arasındaki Korelasyon.....	133
39	Mülkiyet Yoğunluğunun Lagrange Çarpan Testi Sonuçları.....	134
40	Piyasa Performansının Mülkiyet Yoğunluğu ve İlave Değişkenlerle Korelasyonu.....	135
41	En Büyük Hissedar Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi.....	136
42	En Büyük Üç Hissedar Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi.....	139
43	Küçük Hissedar Mülkiyetinin Yaklaşık q Oranına Etkisi.....	141
44	Küçük Hissedar Mülkiyetinin Getiri ve KFO'na Etkisi.....	142
45	Küçük Hissedar Mülkiyetinin Firma Değerine Etkisi.....	143
46	Muhasebe Performansının Mülkiyet Yoğunluğu ve İlave Değişkenlerle Korelasyonu.....	144
47	En Büyük Hissedar Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi.....	146
48	En Büyük Üç Hissedar Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi.....	147
49	Küçük Hissedar Mülkiyetinin Aktif Karlılığına Etkisi.....	148
50	Küçük Hissedar Mülkiyetinin Net Kar Marjına Etkisi.....	149
51	Küçük Hissedar Mülkiyetinin Nakit Kar Payına Etkisi.....	150
52	Hissedar Kimliği Mülkiyetinin Lagrange Çarpan Testi Sonuçları.....	152
53	Muhasebe Performansının Mülkiyet Yapısı ve Diğer Değişkenlerle Korelasyonu.....	152
54	Yönetim Mülkiyetinin Yaklaşık q Oranına Etkisi.....	153

55	Yönetim Mülkiyetinin Getiriye Etkisi.....	155
56	Yönetim Mülkiyetinin KFO'na Etkisi.....	157
57	Yönetim Mülkiyetinin Firma Değerine Etkisi.....	158
58	Yakın Akraba Mülkiyetinin Yaklaşık q, KFO ve Firma Değerine Etkisi.....	160
59	Yakın Akraba Mülkiyetinin Getiriye Etkisi.....	161
60	Bağlı Şirket Mülkiyetinin Yaklaşık q Oranına Etkisi.....	163
61	Bağlı Şirket Mülkiyetinin Getiri ve KFO'na Etkisi.....	164
62	Bağlı Şirket Mülkiyetinin Firma Değerine Etkisi.....	165
63	Yabancı Yatırımcı Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi.....	168
64	Kamu Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi.....	169
65	Muhasebe Performansının Mülkiyet Yapısı ve İlave Değişkenlerle Korelasyonu.....	170
66	Yönetim Mülkiyetinin Aktif Karlılığına Etkisi.....	172
67	Yönetim Mülkiyetinin Net Kar Marjına Etkisi.....	173
68	Yönetim Mülkiyetinin Nakit Kar Payı Dağıtımına Etkisi.....	174
69	Yakın Akraba Mülkiyetinin Aktif Karlılığına Etkisi.....	176
70	Yakın Akraba Mülkiyetinin Net Kar Marjı ve Nakit Kar Payına Etkisi.....	178
71	Bağlı Şirket Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi.....	179
72	Yabancı Yatırımcı Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi.....	181
73	Kamu Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi.....	183
74	SEKK Denklemleri Hausman Test Sonuçları.....	184
75	Firma Sabit Etki Denklemleri Hausman Test Sonuçları.....	185
76	Sektör Sabit Etki Denklemleri Hausman Test Sonuçları.....	185
77	Mülkiyet Yoğunluğu ve Piyasa Performansı.....	188
78	Yönetim, Yakın Akraba Mülkiyeti ve Performans.....	189
79	Yabancı Yatırımcı Mülkiyeti ve Performans.....	190

## 05. Şekiller Listesi

<u>Sekil Nr.</u>	<u>Sekil Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Mülkiyet Yapısı ve Performans İlişkisinin Modeli.....	64



## 06. Kısaltmalar Listesi

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AMEX	: Amerikan Borsaları
ASX	: Avustralya Menkul Kıymetler Borsası
BŞM	: Bağlı Şirket Mülkiyeti
FD	: Firma Değeri
EBHM	: En Büyük Hissedar Mülkiyeti
EB3HM	: En Büyük Üç Hissedar Mülkiyeti
FKO	: Fiyat Kazanç Oranı
FSE	: Firma Sabit Etkisi
İAEKK	: İki Aşamalı En Küçük Kareler
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KHM	: Küçük Hissedar Mülkiyeti
KM	: Kamu Mülkiyeti
KFO	: Kazanç Fiyat Oranı
LSE	: Londra Menkul Kıymetler Borsası
NNG/AKT	: Net Nakit Girişi/Aktif Toplamı
NKM	: Net Kar Marjı
NKP/NNG	: Nakit Kar Payı/Net Nakit Girişi
NYSE	: New York Menkul Kıymetler Borsası
SEKK	: Sıradan En Küçük Kareler
SES	: Singapur Menkul Kıymetler Borsası
SSE	: Sektör Sabit Etkisi
SHESE	: Şanghay Menkul kıymetler Borsası
TASE	: Telaviv Menkul Kıymetler Borsası
TSE	: Tokyo Menkul Kıymetler Borsası
vd.	: ve diğerleri
YAM	: Yakın Akraba Mülkiyeti
YM	: Yönetim Mülkiyeti
YYM	: Yabancı Yatırımcı Mülkiyeti

## GİRİŞ

Mülkiyet ve yönetim ayrımı, finans teorisinde uzun zamandır inceleme konusu edilmiştir. Eğer yönetici, ortak-yönetici değilse, mülkiyet ve yönetim ayrımı ortaya çıkarmaktadır. Bu ayrıma, yönelik ilk eleştiri SMITH (1904) tarafından ortaya atılmıştır. SMITH (1904), anonim şirket yöneticisinin başkalarının parasını yönettiği için, firmanın yönetiminde hissedarlar kadar titiz ve ihtiyatlı olamayacağını ileri sürmüştür. BERLE ve MEANS 1932'deki "The Modern Corporation and Private Property" adlı çalışmasıyla yönetim ve mülkiyet ayrımı hakkında ilk uygulamalı araştırmayı yapmışlardır. BERLE ve MEANS (1932)'in çalışması, Büyük Bunalım Döneminde halka açık sayılan finansal sektörde faaliyet göstermeyen en büyük 200 Amerikan firması üzerinde gerçekleştirilmiştir. Çalışmada, asimetrik bilgi ve ahlaki tehlikeyle ilişkili sorunlardan dolayı, hissedarların yöneticiler üzerinde kontrolünün etkin olmadığı bulunmuştur. Bu nedenle, hissedar ile yönetici çıkarlarının birbirinden uzaklaştığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, yönetici ve hissedar arasındaki temsil sorununun firma büyüklüğü arttıkça, mülkiyetteki yayımla beraber yükseldiği ortaya konmuştur.

Yönetim ve mülkiyet ayrımında, mülkiyet yapısı ile performans arasındaki ilişkinin merkezinde yöneticilerin hissedarların servetini maksimize ettiği düşüncesi bulunmaktadır. JENSEN ve MECKLING (1976)'in temsil teorisinde, firma hissedarlarının temel ilkesinin fayda maksimizasyonu olduğunu öne sürmüştür. Hissedarların faydası, hisse senedine yaptıkları yatırımın ekonomik getirisinin bir fonksiyonudur. Diğer yandan, yöneticilerin hissedarlar hesabına risk taşıma kabiliyetleri de hissedarların fayda fonksiyonu olabilmektedir. Sonuçta, teorik varsayımlar altında yönetici ve hissedar çıkarının aynı doğrultuya getirilmesinde yönetim mülkiyeti bir teşvik aracı olarak kullanılmaktadır. BERLE ve MEANS (1932)'in ileri sürdüğü görüşlerin MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988), WRUCK (1989) ve MCCONNELL ve SERVAES (1990, 1995) gibi araştırmacılar tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda doğrulandığı görülmüştür. Ancak, BERLE ve MEANS (1932)'in görüşlerini ELLIOTT (1972), SORENSEN (1974), DEMSETZ (1983) ve DEMSETZ ve LEHN (1985) gibi araştırmacıların bulgularının desteklenmediği de



gözlenmiştir. Diğer yandan, uygulamalı literatürde SHLEIFER ve VISHNY (1986) ve THOMSEN ve PEDERSEN (2000) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda, yönetimin gözetiminde güçlü hissedarın bulunmamasının firma performansı ile negatif yönlü bağlantısının olduğu ortaya konmuştur. Bu çalışmalarda yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsil sorununa rağmen, yöneticilerin genellikle ellerindeki hisseleri tutmaya devam ettikleri bulunmuştur.

Yönetim mülkiyeti ve firma performansı ilişkisine dayalı olarak gerçekleştirilen çalışmaların sonuçları benzer nitelik taşımaktadır. Ancak, bu çalışmaların büyük çoğunluğu ABD’de gerçekleştirilmiştir. Sadece ABD’deki firmaların kurumsal yapısını ele aldığı için, bu çalışmaların sonuçları diğer ülkelerdeki kurumsal yapıyı temsil etmemektedir. Dolayısıyla, ABD’deki firmalar için elde edilen sonuçlar, diğer ülke firmaları açısından uygun olmayabilir. Bu açıdan, Türk firmalarındaki mülkiyet ve performans arasındaki ilişkide, küreselleşme ve gelişmekte olan ekonomi boyutunun dikkate alınması önemli olmaktadır.

Öncelikle, firmaların yönetim sorunları birbirinden farklı ve bu nedenle sorunlarının çözümü de değişik biçimde olabilecektir. Bu durumda, firmalara uyan kurumsal yapılar farklı şekillerde ortaya çıkabilir. Japonya ve Almanya’nın sahip olduğu gibi her ülkenin kurumsal sisteminin özellikleri değişiklik göstermektedir. Böylece, her ülkedeki sorunların ortaya çıkışı ve çözüm yolları kendi sistemi içerisinde ele alınmalıdır.

İkinci husus, sermaye piyasalarındaki küreselleşmeyle beraber yabancı yatırımların mülkiyet yapısı içerisindeki öneminin dikkate alınmasıyla ilgilidir. Burada, yabancı yatırımcı mülkiyetinin firma performansı üzerindeki etkisinin nasıl olduğu ve nelerin yabancı yatırımcı mülkiyetini etkilediği şeklinde iki yönlü sorun ortaya çıkmaktadır. Her ekonominin dışı açıklık düzeyi farklı olduğu için, yabancı yatırım çekebilme gücü ve yabancı yatırımların performans üzerindeki etkisi de kendine özgü olabilecektir.

Üçüncüsü, gelişmekte olan ülkelerin kurumsal sistemiyle ilgili olarak ortaya çıkmaktadır. KHANNA ve PALEPU (1999)’nun çalışmasında, ABD’deki yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çatışmanın, gelişmekte olan ekonomilerde değişerek hakim hissedarlar ve küçük bireysel hissedarlar arasında görüldüğü tespit edilmiştir.

CLAESSENS, GJANKOV ve LANG (2000), Doğu Asya'daki firmaların mülkiyetinin önemli bölümünün birkaç zengin ailenin elinde olduğunu tespit etmiştir. Dolayısıyla, sermaye piyasaları etkin olmadığı için, büyük hissedarların küçük hissedar çıkarlarını göz ardı edildiği görülmüştür. Böylelikle, mülkiyet ve performans arasındaki ilişki temsil sorunu bağlamında yönetim mülkiyetinden başlasa bile, konu edilen çıkar ilişkileri yabancı ya da küçük bireysel mülkiyete doğru yönelmiştir. Diğer yandan, konunun uygulama alanı ise, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru genişlemiştir.

Dördüncü husus, mülkiyet ve performans arasındaki ilişkide, firmanın ve faaliyette bulunulan sektörün özelliklerinin ne denli etkili olduğunun tespit edilmesidir. DEMSETZ (1983), DEMSETZ ve LEHN (1985), MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988) ve HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999)'nın çalışmalarında firma veya sektör özelliklerinin bu ilişkide önemli rol oynayabildiği ortaya konmuştur.

Diğer önemli bir husus ise, önceden yapılmış bir çok çalışmada mülkiyet yapısının dışsal olduğu varsayımı hakkındadır. Bu varsayım, mülkiyet ve performans arasındaki ilişkinin belirlenmesinde sakıncası olabilir. Çalışmada, bu sakıncanın giderilmesi amacıyla mülkiyet yapısı, firma performansının da içinde yer aldığı değişik firma özellikleriyle yeniden belirlenmek suretiyle, içsel olarak da ele alınmaktadır.

Bu çalışmada mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkisinin belirlenmesinde, mülkiyet yapısı mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliğine göre tanımlanmıştır. Firmanın performansı ise, piyasa ve muhasebe verilerinden elde edilen piyasa ve muhasebe performans göstergeleri olarak ele alınmıştır. Mülkiyet ve performans arasındaki ilişki, mülkiyetin hem dışsal hem de içsel değişken olması durumuna göre, iki yönlü ele alınmıştır. Böylece, mülkiyet yapısının içsel değişken olabileceği varsayımı ihmal edilmemiştir. Analizlerde, firma ve sektör özelliklerinin mülkiyet ve performans arasındaki ilişkiye etkisi de göz önünde tutulmuştur. Ayrıca, mülkiyet ve performans arasındaki ilişkinin gösterilebilmesinde önemli olan ilave firma değişkenlerine ulaşılabildiği ölçüde modellerde yer verilmiştir. Böylelikle, çalışmada Türk firmalarının mülkiyet yapısının belirlenmesi, diğer ülkelerle kıyaslanması, mülkiyet yapısı değişkenlerinin dışsal mı içsel mi olduğu ile mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkilerinin ne şekilde gerçekleştiği incelenmiştir. Bu doğrultuda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal Pazar imalat

sanayi ve hizmet sektörü firmalarının 2000-2002 muhasebe ve piyasa verileri çerçevesinde oluşturulan örnek kütle araştırma alanı olarak belirlenmiştir. Çalışma beş bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, temsil teorisi ve mülkiyet yapısı hakkında açıklayıcı bilgiler verilmiştir. Ayrıca, mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkiler, temsil teorisi açıdan mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliğine göre ele alınmıştır.

İkinci bölümde, finans literatüründe yapılmış olan mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkileri açıklamaya yönelik çalışmaların bulguları yer almıştır. Bulgular öncül çalışmaların yoğun olarak yapılmış olduğu ABD ve diğer ülke örnekleri alt başlıklarında sunulmuştur. Ayrıca, Türkiye’de mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik uygulamalı çalışmaların bulgularına değinilmiştir.

Üçüncü bölüm uygulamanın temel çatısı olan mülkiyet ve performans arasındaki ilişkiyi açıklayan model seçimi üzerine odaklanmıştır. Bu bölümde, mülkiyet, performans ve diğer firma özellikleriyle ilgili değişkenlerin tanımlanması, denklemlerin oluşturulması, kullanılan yöntemlerin tanıtılması ve kurulan hipotezler sunulmuştur.

Dördüncü bölümde, ele alınan dönemlerde Türk firmalarının mülkiyet yapısı ortaya konmuştur. Mülkiyet yapısındaki yoğunlaşma ve yayılmanın firma politikalarına etkileri belirlenmiştir. Ayrıca, firma büyüklüğünün, faaliyette bulunulan sektörün, firma potansiyel büyüme hızının mülkiyet yapısı üzerindeki etkileri ele alınmıştır. Elde edilen bulgular, finans literatüründeki çalışmaların sonuçlarıyla karşılaştırılmıştır.

Beşinci bölümde, mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkileri, mülkiyetin dışsal ve içsel olması varsayımlarına göre ortaya konulmuştur. Bu ilişkiye firma ve sektör özelliklerinin etkisi de dahil edilmiştir. Ayrıca, firmaların borçlanma politikası, sabit sermaye yatırım politikası, risk düzeyi, ürün ve hizmetlerin iyileştirilmesi ve satışı ile ilgili harcamalar, büyüklük, faaliyet nakit akışı ve firma şöhretinin performans göstergeleri üzerindeki etkileri de dikkate alınmıştır. Ulaşılan bulgular önceki çalışmaların sonuçlarıyla kıyaslanmıştır. Sonuç ve önerilerde ise, çalışmanın bulguları özetlenmiş ve bulgular doğrultusunda ileri sürülen öneriler yer almaktadır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### 1. TEMSİL TEORİSİ, MÜLKİYET YAPISI VE FİRMA PERFORMANSI İLİŞKİSİ

#### 10. Genel Açıklama

Modern firma yönetimi olan kurumsal yönetim olgusu, geniş anlamda, bir sistem olarak yönetilen ve kontrol edilen anonim şirket biçiminde tanımlanmıştır (MILLSTEN vd., 1998, s. 30). Kurumsal yönetim, yönetim ve kontrol sisteminin bütünleştiği ayrıntılı stratejilerle uzun döneme odaklanmış bir organizasyon biçimidir. Türkiye'nin de imzaladığı OECD kurumsal yönetim ilkeleri beş başlık altında toplanabilir (ŞEHİRLİ, 1999, s. 9):

1. Hissedarların hak ve yükümlülükleri,
2. Hissedarların eşit işleme tabi tutulması,
3. Çıkar çevrelerinin rolü,
4. Kamu oyunu bilgilendirme ve şeffaflık,
5. Yönetim kurulunun görev ve sorumlulukları.

Kurumsal yönetimin sınıflandırılması, literatürde birbirinden farklı bakış açılarına sahip dört model ile ortaya konulmaktadır:

**1. Miyop Piyasa Modeli:** Bu model, piyasanın firmanın kısa dönemli performansı ile aşırı derecede ilgilendiğini, firmanın uzun dönemli performansını yeterince dikkate almadığını belirtmektedir. Model, piyasanın araştırma-geliştirme ve sermaye yatırımları gibi uzun dönemli harcamaların değerini sistematik bir biçimde düşük değerlendirmesinden dolayı, hissedar refahının hisse senedi fiyatının artmasıyla aynı anlamda olmadığını ileri sürmektedir. Bunun nedeni, bu tür yatırımlardan elde edilen nakit

akımlarının firmaya geri dönmesinin uzun zaman almasıdır. Ayrıca piyasanın da, bu uzun dönemli beklentileri göz ardı edip, kısa süreli kararlara odaklanmasıdır.

**2. Yönetim Gücünün İstismarı Modeli:** Statükonun üst düzey yönetime sağladığı aşırı güç nedeniyle hissedarlarla çıkar çatışması olasılığı hissedarlara zarar verebilir. Model, yönetim gücünün istismarı yoluyla hissedarların uğrayacağı zararın azaltılması amacıyla bir takım önlemlerin alınmasının gerekliliğini vurgulamaktadır.

**3. Çıkar Çevreleri Modeli:** Bu model, firmanın çıkar çevresinin sadece hissedarlardan oluşmadığını, buna ek olarak daha geniş kapsamda farklı iç ve dış çıkar gruplarının var olduğunu ileri sürmektedir. Buna göre, firmaların çıkar çevreleri hissedarların yanı sıra yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, rakipler, kreditorler, sendikalar, yerel yönetimler ve merkezi devlet yönetiminden oluşmaktadır. Kurumsal yönetimde firma yönetiminin vereceği kararlardan bu grupların etkileneceği ifade edilmektedir. Söz konusu modele göre, çıkar grupları kendi faydalarını en iyi biçimde korumaya çalışacaklar ve diğer çıkar çevrelerinin faydaları bundan olumsuz yönde etkilenebilecektir. Böylelikle çıkar çevrelerinin yararları ödünleşme çerçevesinde oluşacak ve aralarındaki çıkar çatışması son bulmayacaktır.

**4. Ortak-Yönetici Modeli:** Modelde, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasının, yönetici hissedarlığı, iş gücü piyasası, sermaye piyasası ve firma kontrol piyasası aracılığıyla çözümlenebileceği ileri sürülmektedir. Yapılan çalışmanın ana teması bu modele dayanmakta olup, model aşağıda ayrıntılı biçimde tartışılmaktadır.

## 11. Temsil Teorisi

Temsil teorisi ile ilgili çalışmalar literatürde, muhasebe, ekonomi, finans, pazarlama, siyaset bilimi, örgütsel davranış ve sosyoloji alanlarında geniş biçimde kullanılmaktadır. 1960 ve 1970'li yıllarda ekonomistler, bireyler ya da gruplar arasındaki riskin paylaşımını araştırmışlardır. Bu araştırmalarda, işbirliği içerisinde bulunan hissedar ve yöneticinin risk tercihlerinin farklı olması halinde, risk paylaşımı sorununun gündeme geldiği ortaya konmuştur (EISENHARDT, 1988, s. 488). Bir kişi ya da grup adına eylemde bulunan kişiye "temsilci" (agent), temsil edilen kişi ya da kişiler grubuna ise "asıl" (principal)

denilmektedir (DAĞLI, 2001, s.12). Dar anlamda, asıl ile temsilci arasındaki ilişki “temsil ilişkisi” (agency relationship) olarak adlandırılmaktadır. Temsil ilişkisi, sosyal etkileşimlerin ilk ve en genel düzenleme biçimlerinden birisidir. Temsil sisteminde sorun, firmanın hissedarları ve yönetimi arasındaki çıkar çatışması olasılığıdır. JENSEN ve MECKLING (1976), şirket bölümleri arasında fikir ayrılığı ve amaç farklılığı olması durumunda bir temsil sorununun (agency problems) meydana gelebileceğini belirtmiştir. Temsil sorunu, yetki devredilen temsilcilerin “asılın” çıkarlarını koruyup kollayamadığında ortaya çıkmaktadır. Temsil sorunları sadece hükmetme ve işbirliğinde değil, yönetim ve mülkiyetin ayrıldığı durumlarda da oluşabilmektedir.

Temsil teorisi, temsil ilişkisinde meydana gelen iki sorunun çözümü ile ilgilidir. Birinci temsil sorunu, asıl ve temsilcinin istek ya da amaçlarındaki çatışma ile ortaya çıkmaktadır. Burada asılın, temsilcinin uygun biçimde hareket ettiğini kanıtlaması güç ve masraflı olmaktadır. İkinci temsil sorunu ise, asıl ve temsilcinin riske karşı tutumları farklılaştığında, riskin paylaşımı ile ilgilidir. Buradaki sorun, asıl ve temsilcinin risk tercihlerinin farklılığından ötürü her ikisinin riske karşı duyarlılığının farklı olmasıdır. Asıl ve temsilci arasındaki ilişkide en etkili unsur yönetim sözleşmesidir. Belirli varsayımlara göre oluşturulmuş olan yönetim sözleşmesi, temsil teorisinin merkezinde yer almaktadır. Özellikle, davranışsal yönlendirmeli bir sözleşmenin (maaşlar, hiyerarşik yönetim vb. gibi) sonuç yönlendirmeli bir sözleşmeye oranla (hisse senedi opsiyonları, mülkiyet haklarının transferi, komisyonlar vb. gibi) ne derece etkili olduğu sorun olmaktadır (EISENHART, 1989, s.58). SPENCE ve ZECKHAUSER (1971) ile ROSS (1973), temsil sorununun biçimsel analizinde, tazminat planları yoluyla temsilcinin teşvik edilip, asılın çıkarlarına uygun davranmasının sağlanabileceğini ortaya koymuştur.

Temsil teorisinin temel yapısı Tablo 1’deki gibi özetlenebilir. Temsil yapısı politik düzenleme gibi makro seviyedeki önemli noktalardan; yönetim etkisi, suç, yalan söyleme ve egoizm gibi mikro düzeydeki olaylara kadar değişik bakış açılarında uygulanabilir. Temsil teorisinin uygulama alanları, tazminat (CONLON ve PARKS, 1988; EISENHART, 1985), birleşme ve çeşitlendirme stratejileri (AMIHUD ve LEV,1981), yönetim kurulu ilişkileri (FAMA ve JENSEN,1983; KOSNIK, 1987), mülkiyet ve finansman yapıları (JENSEN ve MECKLING, 1976; AGRAWAL ve MANDELKER, 1987), dikey

entegrasyon (ANDERSON, 1985) ve yenilik (BOLTON, 1988) gibi örgütsel olaylarda ortaya konulmuştur.

**Tablo : 1**

**Temsil Teorisine Genel Bakış**

<b>Anahtar fikir</b>	<b>Asıl-temsilci ilişkileri bilgi ve risk taşıma maliyetlerinin organizasyon etkinliğini yansıtması</b>
Analiz birimi	Asıl ve temsilci arasında yapılan sözleşme
Kişisel varsayımlar	Kişisel çıkar, sınırlı rasyonellik, riski sevmeme
Örgütsel varsayımlar	Bölümler arasında kısmi amaç çatışması, Geçerli bir kriter olarak verimlilik, Asıl ve temsilci arasında bilgi asimetrisi
Bilgiye dayalı varsayım	Bilgi satın alınabilir bir üründür
Sözleşme sorunları	Temsil (ahlaki tehlike ve ters seçim) ve risk paylaşımı
Sorun alanı	Asıl ve temsilci arasındaki kısmi amaç farklılığı ve risk tercihlerindeki ilişkiler (tazminat, düzenleme, liderlik, yönetim etkisi, dikey entegrasyon, transfer fiyatlaması vb.)

Kaynak: EISENHART, 1989, s.59.

Temsil teorisi, sorunların el birliğiyle gerçekçi ve deneysel olarak test edilmesini sağlayan bir bakış açısı sunmaktadır. Temsil teorisinin konusu ise, bir asıl ve bir temsilcinin amaçları ve riske karşı yargılarının farklılığına karşın, birlikte ortak davranış içerisinde çalıştıkları ilişkilidir (EISENHART, 1989, s.59). İşletme yönetimindeki profesyonelleşme yönündeki eğilim, firma sahiplerini, çıkarlarını maksimum kılacak şekilde doğru kararlar verecekleri varsayılan temsilcilere, yetkilerini devretmeye yönlendirir. Böylece firma sahipleri, çıkarlarının korunacağına inandıklarından huzurlu bir biçimde uygun yönetim mekanizmasını yerine getirmeye istekli olurlar. Bununla birlikte, profesyonel yöneticiler tarafından yaratılan servet ile firma sahiplerinin yöneticilerden yaratılmasını istediği servet arasında da bir farklılık bulunmaktadır. Örneğin BERLE ve MEANS (1932), ortak olmayan bir yöneticinin yönetimindeki firmaların, bir ortak-yönetici tarafından yönetilenlere göre daha az karlı olabileceğini ileri sürmektedir. Bu çalışmada, firmalarda yönetimin ortaya koyduğu servet artışı ile hissedarların olmasını arzu ettiği servet artışı arasındaki farkın en önemli nedeninin firma mülkiyet yapısı olduğu düşüncesi yatmaktadır.

Literatürde değişik çatışma türleriyle karşılaşılmasına rağmen, temsil teorisi çoğunlukla asıl ve temsilci arasındaki çıkar çatışmalarına odaklanmaktadır. JENSEN ve MECKLING (1976)'in çalışmasında iki tip çatışmanın varlığı ortaya konulmuştur. Bunlar, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çatışmalar ile kreditorler ve hissedarlar arasındaki çatışmalardır. Öte yandan GOMES (1989), bir çok ülkedeki uygulamalı çalışmalarda geleneksel temsil sorununun hissedarlar ve yönetim arasında değil, daha çok hakim ve azınlık hissedarları arasında olduğunu ileri sürmüştür. Çalışmada ayrıca, temsil sorununun tepe yönetim ve bölüm yöneticileri arasındaki ilişkilerde de görüldüğü ortaya konmuştur.

Bilgi ekonomilerinin kaynağı olan temsil teorisi, pozitif ve ortak-yönetici düşünceleri olmak üzere iki yönde gelişmiştir. Bu iki akımda da analiz asıl ve temsilci arasında yapılan sözleşme üzerine odaklanmaktadır. İki düşünce bireyler, organizasyon ve bilgi hakkında ortak varsayımlarda bulunmaktadır. Ancak iki düşünce arasında matematiksel olarak olayın açıklanmasındaki katılık, bağımlı değişken ve tarz açılarından farklılık bulunmaktadır. Ortak-yönetici düşüncesi daha çok matematiksel ve uygulamaya dayalı değildir. Buna karşın pozitif temsil düşüncesi ise, genelde daha az matematiksel ve uygulamaya dayalı bir yaklaşımdır (JENSEN ve SMITH, 1985, s. 2-3).

#### **110. Pozitif Temsil Düşüncesi**

JENSEN ve MECKLING (1976), FAMA (1980), FAMA ve JENSEN (1983) ve JENSEN (1983) gibi pozitif araştırmacılar, asıl ve temsilcilerin amaçlarındaki olası çatışma durumlarını tanımlayıp, temsilcinin bireysel çıkarları doğrultusunda hareket edebileceği sınırlar üzerine yoğunlaşmışlardır. Pozitif düşünce yaklaşımı, ortak-yönetici yaklaşımına oranla daha az matematikseldir. Ayrıca pozitif araştırmacılar asıl-temsilci ilişkilerinin özel bir durumu olan halka açık, büyük firmaların hissedarları ve yöneticileri arasındaki asıl-temsilci ilişkisine odaklanmıştır (EISENHART, 1989, s.59). Pozitif akım, en etkin sözleşmeyi belirlemek amacıyla değişik sözleşme alternatiflerini tanımlamaktadır.

Özellikle, JENSEN ve MECKLING (1976), FAMA (1980), FAMA ve JENSEN (1983) ile JENSEN (1983) çalışmaları pozitif düşüncenin oluşumunda etkili olmuştur. JENSEN ve MECKLING (1976), yönetici ve hissedar çıkarlarının aynı yönde olabilmesi için yöneticilerin ne kadar hisseye sahip olması gerektiğini içeren firma mülkiyet yapısı üzerine



odaklanmıştır. FAMA (1980), üst düzey yöneticilerin, hissedar çıkarları doğrultusunda hareket etmeleri için bilgi mekanizmaları olarak etkin sermaye ve iş gücü piyasalarının rolünü tartışmıştır. Ayrıca FAMA ve JENSEN (1983), üst düzey yöneticilerin, hissedar çıkarlarına hizmet etmelerinde yönetim kurulunun rolünü irdelemiştir. Sonraki çalışmalarda pozitif akım taraftarları “altın paraşüt<sup>1</sup>” ve “corporate raiding<sup>2</sup>” gibi tartışmaya açık uygulama konuları üzerinde durulmaktadır. Teorik açıdan, pozitif akım temsil sorununu çözebilecek yönetim mekanizmalarının tanımlanması üzerinde yoğunlaşmıştır. JENSEN (1983), pozitif akımda tanımlanan yönetim mekanizmalarını iki genel önermeyle kayıt altına alıp temsil sorununu çözmektedir.

Birinci önerme, sonuca dayalı sözleşmelerin temsilci fırsatçılığını engellemede etkili olmasıyla ilgilidir. Önermenin biçimsel şekline göre; asıl ve temsilci arasındaki sözleşme sonuç temelli olduğu zaman, temsilci asılın çıkarlarına daha uygun davranmaktadır.

İkinci önerme, bilgi sistemlerinin temsilci fırsatçılığını sınırladığı üzerinedir. Önermenin biçimsel yazılımına göre; asılın temsilcinin davranışını doğrulayacak bilgiye sahip olduğu zaman, temsilci asılın yararlarına daha uygun davranmaktadır.

### 111. Ortak-Yönetici Düşüncesi

Pozitif düşünceyi tamamlamak için ortak-yönetici düşüncesi geliştirilmiştir. Ortak-yönetici araştırmacıları işveren-çalışan, avukat-müvekkil, müşteri-tedarikçi ve diğer temsil ilişkilerine uygulanabilen genel bir asıl-temsilci ilişkisi teorisiyle ilgilenmiştir (HARRIS ve RAVIV, 1978). Biçimsel teori özelliğine uygun olarak, ortak-yönetici örneği mantıksal tümünden gelim ve matematiksel varsayımların ayrıntılarıyla tanımlamasını gerektirmektedir.

Pozitif akımla karşılaştırıldığında ortak-yönetici düşüncesi özet ve matematikseldir. Bu nedenle organizasyona ait bilgiler daha az elde edilebilir. Ortak-yönetici temsilci yaklaşımını eleştirenler, özellikle bu akımın teorik imalarının daha geniş ve daha önemli çıkarları içermesine rağmen, pozitif akımın daha yaygın biçimde bilinmesi üzerine

<sup>1</sup> Üst düzey yöneticilere firmanın el değiştirmesi veya yöneticinin işten çıkarılması durumunda ödenen tazminatlardır.

<sup>2</sup> Kötü yönetim nedeniyle performansı düşük olan bir firmanın hisselerinden stratejik oranda satın alınıp, firmanın performansını iyileştirmeye zorlama girişimidir. Bu yöntem, performansın artırılması için yöneticileri teşvik edilmede bir baskı aracı olarak kullanılabilir.

odaklanmışlardır. Tersine, pozitif temsil düşüncesini savunanlar tümüyle özel bir durum olan büyük firmalardaki hissedar ve tepe yöneticisi arasındaki ilişkiye yoğunlaşmıştır. Sonuçta, ortak-yönetici araştırması test edilebilen daha fazla konuyu içermektedir. Pozitif yaklaşım değişik sözleşme alternatiflerini tanımlarken, ortak-yönetici yaklaşımı ise değişen sonuçların belirsizliği, riski sevmeme, bilgi ve diğer değişkenler altında en fazla etkinliğe sahip olan sözleşmeyi göstermektedir. Ortak-yönetici akımı literatürde asıl ve temsilci arasında en uygun sözleşmenin belirlenmesinde davranış yerine sonuca odaklanmaktadır. Basit olarak asıl ve temsilci arasındaki amaç çatışması, temsilcinin asıla göre riski daha az sevdiği varsayımına dayanmaktadır. Bu düşüncenin arkasında temsilcinin riskten daha fazla çekinmesi yatmaktadır. Çünkü temsilci kendi işinde çeşitlendirme yapamayacağından riskten kaçınacaktır. Asıl ise yatırımlarında çeşitlendirme yapabildiği için riske karşı nötr olmaktadır (EISENHART, 1989,s.60-61). KIMBERLY ve ZAJAC (1988), asimetric bilgi ve amaç ahenksizliğinden oluşan iki boyutlu bir çatı önermektedir. Asimetric bilgi, asılın temsilci faaliyetlerini gözetmede temsilcinin firma ile ilgili bilgi avantajını kullanmasını kapsamaktadır. Bu durum, firma hakkında daha fazla bilgiye sahip olan temsilcilerin lehine bir avantaj yaratmaktadır. Amaç ahengi ise, temsilci asılın istediğinden farklı biçimde kendi çıkarımı sonuçlarda araması olasılığıyla ilgilidir.

Ortak-yönetici akımı; bilgi sistemi, sonuçların belirsizliği, riskten kaçınma, amaç çatışması, görev programlanabilirliği, sonucun ölçülebilirliği ve temsil ilişkisinin uzunluğu değişkenleri aracılığıyla davranışsal ve sonuca dayalı sözleşmeler arasındaki ilişkileri açıklamaktadır. Ortak-yönetici akımında ileri sürülen önermeler şu şekildedir:

-Bilgi sistemindeki etkinlik, sonuca dayalı sözleşmelerden davranış esaslı sözleşmelere yönelmeyi gerektirmektedir.

-Belirsizlikteki artış, sonuca dayalı sözleşmelerden ziyade davranış esaslı sözleşmeler yapmaya yöneltmektedir.

-Temsilcinin riskten kaçınması, sonuca dayalı sözleşmeler yerine davranış temelli sözleşmeler yapılmasına neden olmaktadır.

-Asılın riskten kaçınması, davranış esaslı sözleşmelerden sonuç esaslı sözleşmelere yöneltmektedir.

-Asıl ve temsilci arasındaki amaç çatışması, davranışa dayalı sözleşmelerden sonuca dayalı sözleşmelere geçilmektedir.

-Temsilcinin görevinin planlanabilir olması, sonuca dayalı sözleşme yerine davranış temelli sözleşmeye yöneltmektedir.

-Firma faaliyet sonucunun ölçülebilir olması, davranış esaslı sözleşmeler yapılması yerine sonuca dayalı sözleşmeler yapılmasına neden olmaktadır.

-Asıl ve temsilci arasındaki ilişki uzun olduğunda, sonuca dayalı sözleşme yerine davranış esaslı sözleşme yapılmaktadır.

## 112. Temsil Maliyetleri

JENSEN ve MECKLING (1976), temsil ilişkisinde asıl ve temsilcinin kendi faydalarını maksimum edecek biçimde hareket etmesi halinde, temsilcinin daima asılın çıkarları doğrultusunda davrandığını göstermiştir. Asıl, temsilcinin aşırı davranışlarını azaltmak için bir takım menfaatler sağlar ve denetim-gözetim maliyetlerine<sup>3</sup> katlanabilir. Böylelikle, asıl kendi çıkarlarından sapmaların önüne geçebilmektedir. Bazı durumlarda asıl, kendisine zarar verebilecek davranışlarda bulunmaması ya da bu tür davranışlarda bulunması halinde zararını karşılamayı garanti altına almak amacıyla, temsilciye sözleşmede belirlenmiş işlemleri yerine getirmesi için bir takım kaynakları<sup>4</sup> tahsis edebilir. Temsilcinin sıfır maliyetle optimum kararları almasını sağlamak, genellikle her iki taraf için de imkansızdır. Bir çok temsil ilişkisinde asıl ve temsilci, pozitif gözetim ve sözleşme maliyetlerine katlanacaklardır. Sonuç olarak, asılın servetini maksimize edebilecek kararlar ile temsilcinin aldığı kararlar arasında bir farklılık doğacaktır. Asılın servetinde bu farklılıktan ötürü oluşan azalmanın parasal karşılığı olan artık zararlar (diğer kayıplar) da temsil ilişkisinin bir maliyet unsurudur. Diğer zararlar, aslında sözleşmelerin tam anlamıyla uygulanmasını sağlayacak şekilde yapılamamasından ötürü reel faaliyetlerdeki değişikliklere ilişkin fırsat maliyetleridir. Temsil maliyetleri asılın gözetim harcamaları, temsilcinin sözleşme harcamaları ve diğer kayıpların toplamı olarak özetlenebilir. İç ve dış gözetim ile sözleşme doğrudan, diğer kayıplar ise dolaylı temsil maliyetidir.

İki ya da daha fazla kişinin işbirliği çabalarını içeren durumlarda dahi temsil maliyetinin ortaya çıkıyor olması, temsil maliyetinin firma teorisi açısından incelenmesini

<sup>3</sup> Burada gözetim sadece temsilcinin davranışlarını izlemek ya da ölçmeyle sınırlı değil, aynı zamanda asılın, temsilci davranışlarını kontrol etmek için yapmış olduğu bütçe kısıtlamaları, tazminat politikaları ve faaliyet kuralları gibi çabalarını da içermektedir.

<sup>4</sup> Yöneticiye tahsis edilen ve hesabını vermek zorunda olmadığı fonlardır. Hissedarlar açısından bir tür maliyet unsuru ve örtülü ödenek gibi algılanabilir.

gerekli kılmaktadır. Buradaki temsil maliyeti tanımı, ALCHIAN ve DEMSETZ (1972) tarafından belirtilmiş olan görevden kaçma sorunu ve ekip oluşturma'nın izlenmesi konularıyla yakından ilgilidir. Mülkiyetin yayıldığı modern işletmelerde mülkiyet ve yönetimin ayrılmasından doğan hissedarlarla yöneticiler arasındaki ilişki, temsilcinin asılın refahını maksimize edecek şekilde davranmasını amaçlayan, temsil sorunuyla ilgili olmaktadır.

Sermaye artışı ya da borç temini durumlarında temsil maliyetlerinin nasıl ortaya çıktığının bilinmesi önemlidir. Firmanın tümüne sahip olan birey, aynı zamanda firma yöneticisiyse faydasını maksimize edecek faaliyet kararları verecektir. Bu kararlar sadece maddi getirilerin yarattığı faydayı değil, aynı zamanda gayri maddi (büronun donanımı, personelin cazibesi, çalışanların disiplin düzeyi, bağışların niteliği ve tutarı, çalışanlarla kişisel ilişkiler, oyun oynamak için optimum büyüklüğün üzerinde alınan bilgisayar ve üretim girdilerinin arkadaşlardan alınması gibi) bir takım faydaları da içerecektir. Eğer ortak-yönetici firmadaki öz sermaye haklarını satarsa, yönetim dışında yer alarak bu hisseleri satın alanların çıkarlarıyla kendi çıkarları farklılaşacağı için temsil maliyetleri ortaya çıkacaktır. Çünkü ortak-yönetici kendi faydasını maksimize eden gayri maddi faydaların tümüne değil, hissesi oranındaki kısmına katlanacaktır. Ortak-yöneticinin öz sermaye payı azaldıkça, çıktılar üzerindeki oransal payı azalacak ve bu da onu firma kaynaklarından maaş dışı gelirler biçiminde imtiyazlar elde etmeye yöneltecektir. Ortak-yöneticinin söz konusu bu aktivitelerini yönetimin dışında kalan hissedarların gözetim faaliyetleriyle kısmen sınırlandırması mümkündür. Diğer bir sorun ise, yöneticinin payı azaldıkça, yeni karlı yatırımlar aramak gibi yaratıcı faaliyetlere çaba sarf etme isteğinin azalmasından kaynaklanmaktadır. Aslında yönetici bu tür yatırımlardan dolayı, yeni teknolojileri öğrenmek ve yönetmek gibi pek çok sorunla karşılaşacaktır. Bu sorunlarla yüzleşmesi durumunda ise, çok fazla çaba harcaması gerekeceğinden yeni yatırımlardan kaçınabilecektir (JENSEN ve MECKLING, 1976, s.110-120). Bu tip kişisel maliyetlerden ve endişelerden kaçınmanın sonucunda firmanın değeri düşebilir. Böylece firma fırsat maliyetine katlanmak zorunda kalabilir.

Eğer firmanın kaynaklarıyla karlı yatırım projelerini değerlendirme yeteneği sınırlı ise, borçlanmak suretiyle kaynak teminine gidebilir. Bu durumda, önce borçlanma araçları ihraç edilip sonradan projenin gerçekleştirilme olanağı göz önünde bulundurulur. İki farklı

proje alternatifinin bulunması durumunda, kreditorlere riski düşük projenin gerçekleştirileceği söylenerek borç şeklinde yabancı kaynak temin edilir. Ardından yüksek riskli projeye karar verilerek, borç verenlerden firma hissedarlarına doğru servet transferi yapılır. Bu borcun temsil maliyeti olan borçlanmadan doğan motivasyon etkisidir. Kreditorler borcun değerinde düşüşe sebep olabilecek yönetsel davranışları bazı sözleşme maddeleriyle sınırlayabilirler. Taraflar, söz konusu sınırlamaları ayrıntılı, net ve anlaşılabilir biçimde belirlemelidirler. Burada sözleşmenin hem kreditorlerin hem de firmanın çıkarlarını karşılayabilecek biçimde düzenlenmesine dikkat edilmelidir. Böylelikle borcun motivasyon etkisi sınırlandırılmış olacaktır. Ancak kreditorlerin sözleşmede belirtilenlerin yerine getirildiğini takip etmek için bazı gözetim ve sözleşme maliyetlerine katlanması gerekecektir. Ayrıca aşırı borç kullanımıyla beraber borcun diğer temsil maliyetleri olan iflas ve yeniden yapılandırma maliyeti oluşabilir (JENSEN ve MECKLING, 1976, s.124-127). Böylelikle borcun temsil maliyetleri; firma yatırım kararlarında borcun yarattığı alternatif servet kaybı etkisi, kreditorlerin ve ortak-yöneticinin gözetim ve sözleşme harcamaları ile iflas ve yeniden yapılanma maliyetlerinin toplamından oluşacaktır.

Temsil maliyetlerinin olmadığı durumlara, tek bir ortak-yöneticinin tüm hisselerini elinde tuttuğu halka kapalı firmalar örnek verilebilir. Gerçek hayatta ise, firmaların hissedarları arasında yöneticiler bulunmakta, ancak yöneticiler halka açık firmalarda hisse senetlerin tamamına sahip olmamaktadır. Yönetici ve hissedar çıkarları aynı doğrultuda olmadığına ise, yönetici işten kaytarma, kendi çıkarına davranma ve sınırlandırıcı kararlarla hissedarın servetini azaltıcı yönde tercihlerde bulunup temsil maliyetlerini yükseltmektedir. Buna karşın, hissedarlar temsil maliyetlerinin büyüklüğünü sınırlamak amacıyla yönetim icraatlarının gözetimini bankalar gibi üçüncü taraflara devredebilirler. Bu durumda yöneticilere yapılan yan ödemeler ve diğer kişisel harcamalar, yönetimde yer almayan hissedarlar ve/veya firmanın kreditorleri gibi ilgili üçüncü taraflarca dikkatli biçimde denetlenmektedir. Böylelikle, hisselerin menkul kıymet piyasasında işlem görmemesi ve yönetim dışındaki hissedarlarda kesin faaliyet raporunun bulunmamasından kaynaklanan sakıncalar, hakim hissedarların varlığıyla dengelenmektedir. Buna ek olarak, bankalar kanalıyla halka açık olmayan firmalara finansman sağlanmaktadır. Böylece, bankalar hissedarlar lehine gözetimde bulunmada özel bir rol oynamaktadır (ANG, COLE ve LIN, 2000, s.81-82). FAMA ve JENSEN (1983), artık zarar ve temsilci belirleme

kararının aynı zamanda yapılabilmesi durumunda, üst düzey yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil sorunlarının azabileceğini ileri sürmektedir. Başka bir deyişle, firma mülkiyet ve kontrolü aynı kişiye dayalı olduğu zaman yönetimde yer almayan hissedarlar tarafından gerçekleştirilecek gözetim maliyeti azalacağı için firma değerinin yükseleceği ifade edilmektedir. Ancak firma büyüdükçe, gözetim zor ve masraflı olacağı için toplam temsil maliyetleri artış göstermektedir (JENSEN ve MECKLING, 1976, s. 350). Büyük hissedarların küçük hissedarlara kıyasla gözetim işlevini daha etkin yerine getirdiği ve firma performansını artırabildikleri görülmektedir. Bunun nedeni, küçük hissedarların yönetimin gözetim maliyetlerine katlanabilecek kadar fazla hisseye sahip olmamalarıdır (SHLEIFER ve VISHNY, 1986, s.462).

ANG, COLE ve LIN (2000)'in çalışmasında mülkiyet yapısı, örgütsel biçim, yönetici ve hissedar çıkarları ile ilgili temsil maliyetlerinin belirlenmesinde şu sonuçlara ulaşılmıştır;

1. Firma mülkiyetinde yönetimin payının bulunmaması durumunda temsil maliyetleri daha yüksektir.
2. Temsil maliyetleri ile yönetimin mülkiyet payı arasında ters yönlü bir ilişki vardır.
3. Yönetimde olmayan hissedarların sayısı arttıkça temsil maliyetleri artmaktadır.
4. Temsil maliyetleri bankaların yapmış olduğu dış gözetimle azalmaktadır.

Bu sonuçlar literatürdeki diğer sonuçlarla benzer nitelikler göstermekte olup, aynı zamanda büyük hissedarlar tarafından gerçekleştirilen dış gözetimin, temsil maliyetlerini azaltmada önemli etkiye sahip olduğunu da ortaya koymaktadır.

Finans teorisi literatüründe temsil maliyetlerinin kontrolünde altı ana farklı mekanizma ileri sürülmektedir. KUMAR (2003), temsil maliyetinin azaltılmasında birer araç olarak kullanılan bu mekanizmaları şöyle sıralamıştır:

1. Mülkiyet yapısı (JENSEN ve MECKLING, 1976; SHLEIFER ve VISHNY, 1986),
2. Sermaye yapısı (JENSEN, 1986),
3. Yönetim kurulunun yapısı (AGRAWAL ve KNOEBER, 1996),
4. Yöneticilere yapılan ödemeler (JENSEN ve MURPHY, 1990),
5. Ürün piyasasındaki rekabet (HART, 1983),

6. Firma kontrol piyasaları (SHLEIFER ve VISHNY, 1988; FAMA ve JENSEN, 1983).

Teoride yukarıdaki mekanizmaların karşılıklı etkileşimi göz önünde bulundurulmasına karşın, uygulamada bu durum göz ardı edilmektedir (KUMAR, 2003, s.4). Dolayısıyla, uygulamalı çalışmalarda bu altı mekanizmanın birbirine olan etkileri sabit kabul edilmektedir. Temsil maliyetlerinin yukarıdaki altı kontrol mekanizmasından mülkiyet yapısı bu çalışmanın konusu içerisinde yer almakta, diğer mekanizmalar ise dışında tutulmaktadır. Çünkü, mülkiyet yapısı sermaye yapısının daha detaylı incelenmesine imkan vermekte ve yönetim kurulunun yapısı yerine ise hisse payını dikkate almaktadır. Son üç mekanizma ise, Türkiye’de yeterli düzeyde işlerliğe sahip olmadığı için incelenmemektedir. Bu nedenle, sadece mülkiyet yapısı aracılığıyla temsil maliyetlerinin kontrolü incelenmektedir. Aşağıda temsil maliyetlerinin kontrolünde mülkiyet yapısı aracı ayrıntılı biçimde irdelenmektedir.

## 12. Mülkiyet Yapısı

Burada sermaye yapısı değil de mülkiyet yapısı kavramının ele alınmasının nedeni, hissedarlar arasında sermayenin dağılımını dikkatten kaçırmamaktır. Böylelikle, sadece borç ve öz sermayenin nispi paylarıyla yetinmeyip, aynı zamanda hissedarların elinde bulundurduğu sermaye payının dağılımı da inceleme konusu olmaktadır. Ayrıca, hissedarlar yönetici-ortak ve yönetim dışındaki hissedarlar biçiminde sınıflandırılabilir. Bu durumda, firmanın finansman kaynakları; yönetimin sahip olduğu öz sermaye, yönetimin dışında kalan ortakların sahip olduğu öz sermaye ve borçtan oluşmaktadır. Böylelikle öz sermaye yönetim ve yönetim dışında kalan hissedar arasında paylaştırılarak incelenmektedir.

### 120. Mülkiyet Yapısını Etkileyen Faktörler

Mülkiyet yapısını belirleyen en önemli faktör firma çevresinin istikrarıdır. Firmanın mülkiyet yapısına etki eden diğer önemli unsurlar, genel olarak aşağıdaki gibi sıralanabilir (DEMSETZ ve LEHN, 1985; PROWSE , 1992 ):

1. Firma büyüklüğü,

2. Firmanın faaliyet çevresindeki istikrarsızlık,
3. Sektöre özgü sistematik düzenlemeler,
4. Yönetimin riskten kaçınması,
5. Sermaye maliyeti,
6. Kaldıraç,
7. Yöneticilerin tutumlarıdır.

## 121. Mülkiyet Yapısının Ölçülmesi

Literatürde mülkiyet yapısı ölçütü olarak mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliğine göre tanımlanmış mülkiyet değişkenleri kullanılmaktadır.

### 1210. Mülkiyet Yoğunluğu

Firmalarda mülkiyet yoğunluğu literatürde farklı değişkenlerle ölçülmektedir. Mülkiyet yoğunluğu hissedarlar arasında hisse senetlerinin dağılımını gösteren önemli bir ölçüm sistemidir. Uygulamalı çalışmalarda değişik sınıflandırmalar yoluyla mülkiyetin yoğunluğu hesaplanmaktadır. Bunların önemli olan bazıları aşağıda sıralanmıştır:

a) Firmanın toplam hisse senetleri içerisinde en büyük hissedarın sahip olduğu hissenin yüzdesi. Örneğin DEMSETZ ve LEHN (1985), MCCONNEL ve SERVAES (1990, 1995) ve PANTZALIS, KIM ve KIM (1998), çalışmalarında mülkiyet yoğunluğu ölçüsü olarak alınmaktadır.

b) Firma hisse senetlerinin en büyük 3, 5, 10 ve 20 hissedar grubunun sahip olduğu payın kümülatif yüzdesi DEMSETZ ve LEHN (1985), WRUCK (1989), MEHRAN (1995), CLAESSENS ve GJANKOV (1999) ve SHORT ve KEASEY (1999) tarafından mülkiyet yoğunluğu en büyük hisseye sahip belli hissedar grubunun kümülatif pay toplamıyla ifade edilmektedir.

c) Her bir hissedarın sahip olduğu hisse senedi payının karelerinin toplamı şeklinde tanımlanan Herfindahl Endeksi. Bir firmanın tüm hisse senetleri yalnızca bir hissedarın elindeyse Herfindahl Endeksi 1 olmakta ve mülkiyet yoğunluğunun yüksek olduğunu ifade



etmektedir. Eğer firmanın hisse senetleri tüm hissedarlar arasında eşit biçimde dağılmaktaysa, Herfindahl Endeksi sahip olunan ortalama hisse senedi oranı olarak tanımlamakta ve mülkiyet yoğunluğunun düşük olduğunu göstermektedir. DEMSETZ ve LEHN (1985) ile DEMSETZ ve VILLALONGA (2001), mülkiyet yoğunluğunu Herfindahl Endeksiyle ölçmektedir.

d) Yaygın mülkiyet olarak küçük hissedarların elinde bulundurdukları hisselerin kümülatif olarak firmanın toplam hisseleri içindeki payı. ÖNDER (2000) ve GÜRSOY (2001)'un çalışmalarında küçük hissedar kümülatif mülkiyet değişkeni aracılığıyla mülkiyet yoğunluğu tanımlanmaktadır.

e) Hissedarların firma nakit akışından aldıkları payın firma hissesi içindeki payına denk gelen oya oranlanması olan kaldıraç oranı. Kaldıraçın 1'in üzerinde çıkması bir hisseye bir oy kuralından sapmanın derecesini yansıtmaktadır. Bu durum hakim ve azınlık hissedarlar arasındaki çıkarların yönünün hakim hissedar lehine saptasını göstermektedir. YURTOĞLU (2000), GÜRSOY (2001) ve LINS (2003)'in çalışmalarında bu orana göre mülkiyet yoğunluğu ölçülmektedir.

### **1211. Hissedar Kimliği**

Mülkiyet yoğunluğu, mülkiyet yapısının tüm özelliklerini aktarmada yeterli değildir. Mülkiyet yoğunluğu, hissedarlar arasında hisse senedi dağılımını kısmen açıklamaktadır. Bu nedenle, hissedar kimliğine göre mülkiyetin sınıflandırılması mülkiyet yapısının belirlenmesindeki etkinliği artırmaktadır. Mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliği açısından mülkiyetin birlikte ele alınması, firmanın mülkiyet yapısını daha ayrıntılı bir biçimde ortaya koymaktadır. Literatürde hissedar kimliğine göre mülkiyet sınıflandırması farklı şekillerde yapılmaktadır. Literatürdeki çalışmalara göre hissedar kimliği; yabancılar, devlet, aile veya bireyler, azınlık hissedarlar, finansal kurumlar, finansal sektörde faaliyet göstermeyen kurumlar, yöneticiler, yönetim kurulundaki yönetici (genel müdür), bir grup ya da topluluğa bağlı olan tüzel kişiler, ileri teknoloji firmaları gibi değişik kategorilerde ifade edilmektedir. Örneğin, KIM ve LYN (1988) ve MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988), yönetim mülkiyetini; MEHRAN (1995) ve CHUNG ve PRUITT (1996) genel müdür mülkiyetini; GUGLER (1998) ve KHANNA ve PALEPU (1999), bağlı şirket

mülkiyetini; QI, WU ve ZHANG (2000) ve GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001), yabancı yatırımcı mülkiyetini; ESTRIN ve ROSEVEAR (1999) ve THOMSEN ve PEDERSEN (2000), kamu mülkiyetini; SİDİ (1996) ve KANG ve SHIVDASANI (1997) ise kurumsal yatırımcı mülkiyet değişkenlerini hissedar kimliği olarak ele almaktadırlar. Söz konusu çalışmalarda, mülkiyet yoğunluğunun yanında hissedarın kim olduğunun da önemli olduğu sonucu tespit edilmektedir. Dolayısıyla, bu çalışmada, mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkide hissedarların sahip olduğu pay kadar, kimler olduğuna da yer verilmektedir.

### **13. Mülkiyet Yapısı ve Firma Performansı**

Akademik çalışmalarda, firma performans ölçümü yoğun olarak araştırmaya konu edilmektedir. Bunun için farklı performans ölçüm sistemleri ileri sürülmektedir. Bununla birlikte, performansın, genelde, hissedar bakış açısına göre ölçüldüğü görülmektedir. Öte yandan, performans göstergeleri piyasaya ve muhasebeye dayalı olmak üzere iki başlıkta toplanabilir. Piyasa temelli göstergeler, tamamen firmanın geleceğini dikkate alan beklentilerle ilgiliyken, muhasebe temelli göstergeler ise sadece tarihi verilere dayanmaktadır. İki farklı ölçüm yoluyla elde edilen değişkenlerle belirlenen firma performansı ve mülkiyet yapısı arasındaki ilişki akademisyenlerin yoğunlaştığı konular olmaktadır. Bu çalışmaların öncüleri tarafından ileri sürülen teorik bakış açısı aşağıda yer alan başlıklarda genel hatlarıyla özetlenmektedir.

### **130. Mülkiyet Yoğunluğu ve Firma Performansı**

Mülkiyet yoğunluğunun ölçümünde, çoğunlukla, yönetim dışındaki büyük ve küçük hissedar mülkiyeti göz önünde bulundurulmaktadır. Böylelikle, bu iki mülkiyet yoğunluğu değişkeni ile firma performansı arasındaki bağlantı irdelenmektedir.

Teorik açıdan mülkiyet yoğunluğunun firma performansı üzerindeki etkisinin olumlu ya da olumsuz yönde olduğu kesin değildir. Şöyle ki, eğer hissedarlar, firmanın piyasa değerini maksimize etmeyi amaçlarsa, mülkiyetteki yoğunlaşma daha fazla gözetim, azalan temsil maliyetleri, daha yüksek beklenen kar ve daha yüksek hisse senedi fiyatlarını gerektirecektir. Çünkü büyük hissedarlar, yöneticinin hissedarlar lehine çalışmasını

sağlamak için firma gözetimini daha güçlü motive edebilmektedir. Ancak, hakim hissedarın hisse senedi değerini maksimum yapma dışında hedefleri varsa, mülkiyet yoğunluğu azınlık hissedarların değer maksimizasyonu bakış açısına ters olacak biçimde etkisi bulunmaktadır. Büyük hissedarlar sahip oldukları avantajlarla yönetim tarafından yapılan aşırı harcamalar ve yönetimin sınırlama etkisini azınlık hissedarlarının yararına olacak biçimde kontrol edebilmektedir (LA PORTA vd., 2000; HOLDERNESS, 2001). Yalnız yüksek mülkiyet yoğunluğu, yönetim sınırlaması anlamına gelen fonların yanlış kullanımı ve firma piyasa değerinin azalmasına da neden olabilmektedir (MORCK, SHLEIFER ve VISHNY, 1988). Ayrıca, büyük hissedar servetinin çoğunu tek bir firmanın hisselerine yatırırsa, düşük risk ve getirili projelere odaklanıp riskten kaçınabilmektedir. Mülkiyet yoğunluğu ve firma performansı arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığı ortaya konmaktadır. Mülkiyet yoğunluğunun düşük olduğu seviyelerde daha büyük teşvik düzenlemesinden dolayı pozitif, yüksek olduğu seviyelerde sınırlama etkisinden ötürü negatif ve sıfıra yaklaştığında ise, optimum değer maksimizasyonu biçiminde olduğu yönündedir (DEMSETZ ve VILLALONGA, 2001). Böylelikle, mülkiyet yoğunluğunun firma performansı üzerindeki etkisi, firmaya özgü özelliklere bağlı olarak, pozitif, negatif ve önemsiz olabilmektedir.

Firma performansının mülkiyet yapısı üzerindeki etkisinin yönü de kesin değildir. Büyük hissedarlar bir firmanın hisse senedi fiyatının görece yükseleceğini beklediğinde elinde bulunan hisselerin bir bölümünü, hisse senedi arz eğrisine bağlı olarak, satmaya yönelmektedirler. Büyük hissedarların faydaları ile yönetimdekilerin parasal tazminat konusundaki faydaları fırsat maliyetiyle ödünleşebilmektedir. Eğer hisse senedi piyasa fiyatı/defter değeri oranı, tarihi ortalamalar ya da diğer kıyaslamalara göre yüksekse, gelecekte hisse senedi satışındaki artışlarla fiyatın daha da yükselebileceği yönündeki beklenti kazançlarda düşüşe neden olabilmektedir. Ayrıca, hisse senedi fiyatı yükseldiğinde firmalar piyasaya yeni hisse ihraç etmeyi olası görmekte ve bu durumda mülkiyet yoğunluğunu düşürmektedir. Sonuçta, başarısız ve etkin olmayan yönetimin neden olduğu düşük hisse senedi fiyatı sorununu dengelemek amacıyla, hissedarlar ellerinde tuttukları mülkiyet paylarını artırma yoluna başvurumaktadırlar (PEDERSEN ve THOMSEN, 2003, s.30). Söz konusu bu düşünceler firma performansı ile mülkiyet yoğunluğu arasında negatif bir bağ bulunduğuna işaret etmektedir.

Firma performansından mülkiyet yoğunluğuna doğru pozitif etkinin olması da olasıdır. Diğer değişkenler sabitken, yönetime yönelik motivasyon düzenlemeleri mülkiyetteki yoğunlaşmanın temsil maliyetlerini azaltıp, performansı iyileştirilebilecektir (JENSEN ve MECKLING, 1976). Tüm hissedarlar azınlık hissedarları da dahil olmak üzere, değer maksimizasyonunu sağlamak için firmanın daha az miktarda yeni hisse senedi ihracını tercih edebileceklerdir. Bunun yanında, finansman hiyerarşisi teorisine göre yöneticiler yeni hisse senedi ihracı yoluyla sağlanan fonlarla proje finansmanından sakınmayı tercih edeceklerdir (MYERS ve MAJLUF, 1984). Böylece, daha düşük yeni hisse senedi ihracıyla finanse edilerek gerçekleştirilebilen yatırım düzeyi, daha yüksek firma değerini verecektir (LA PORTA vd., 2000). Böylelikle, SHLIEFER ve VISHY (1998)'in ileri sürdüğü firma kontrol düşüncesine göre firma performansı ile mülkiyet yoğunluğu arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkacaktır.

### **1300. Büyük Hissedar Mülkiyeti ve Firma Performansı**

Yönetim dışında kalan hissedarların nakit akışı ve kontrol hakları çoğunlukla doğrudan sahip oldukları hisse payına bağlı olmaktadır. LARNER (1966), yönetim dışındaki büyük hissedarları hakim ve azınlık hissedar olmak üzere iki grupta toplamaktadır. Hakim hissedar toplam hisselerin %50'den fazlasını, azınlık hissedar ise %10-50 arasındaki bölümünü elinde tutmaktadır.

Azınlık hissedarlar, yönetim üzerinde fazla etkili olamadıkları için gözetim ve bilgi toplama konularına yoğunlaşmaktadırlar. Buna karşın, azınlık hissedarlar bazen yönetim üzerine baskı oluşturmada yeterli oy kontrolüne sahip olabilmektedirler. Oy kontrolüne sahip olmadıkları durumlarda ise, bir temsil savaşı veya devralma yoluyla yönetimi devre dışı bırakabilmektedirler. Bazı durumlarda, hakim hissedar yönetim ve firma kontrolünü doğrudan elinde tutmaktadır. Firma kar maksimizasyonundaki genel çıkarları ve firma varlıklarının isteklerine uygun olarak kullanılması konularında ortaya çıkan temsil sorunları, hakim ortak açısından daha az görülmektedir (SHLEIFER ve VISHNY, 1997, s.754). Gelişmiş ekonomilerde ve özellikle ABD ve İngiltere'de hakim mülkiyet yapısı yasal düzenlemelerden ötürü görülmemektedir. Hakim hissedar yapısı daha çok gelişmekte olan ve gelişmemiş ekonomilerde görülmektedir.

Büyük hissedar payının azalmasına karşın sayısının artması, hissedarların yönetim üzerindeki etki gücünü azaltmaktadır. Bu durumda, yönetim dışındaki büyük hissedarların payının azalmasıyla temsil sorununda artış gözlenmektedir (DEMSETZ, 1983, s.375). Bu nedenle, daha az sayıda ve daha yüksek payı elinde bulunduran yönetim dışı hissedar yapısına sahip firmalarda, temsil sorunundan kaynaklanan temsil maliyeti daha düşük olabilmektedir.

Büyük hissedarların firma değerine olan etkisi, yukarıda belirtildiği gibi doğrudan olabileceği gibi, dolaylı da olabilmektedir. Dolaylı etki, sermaye piyasasında aktif yatırımcıların hisse senedine olan talebiyle ortaya çıkmaktadır. Firma değeri, portföy yatırımında bulunan aktif yatırımcılar tarafından cari hisse senedi fiyatına ek olarak mülkiyet yapısı ve diğer değişkenlerle ilgili bilgilere göre daha hızlı biçimde belirlenmektedir. Hisse senedi fiyatındaki bu değişim, çok yavaş olsa bile, bulaşma yoluyla büyük hissedar mülkiyet yapısını etkilemektedir (PEDERSEN ve THOMSEN, 2003, s.29).

### **1301. Küçük Hissedar Mülkiyeti ve Firma Performansı**

Küçük hissedarlar, mülkiyetteki yayılmayla ortaya çıkabilen klasik ortak-yönetici temsil sorunu (JENSEN ve MECKLING, 1976) ve mülkiyetteki yoğunlaşmayla oluşabilecek büyük hissedarların küçük hissedar paylarını ele geçirmesi (SHLEIFER ve VISHNY, 1997) şeklindeki temsil sorunlarıyla karşılaşmaktadırlar. Bu temsil maliyetlerinin net etkisi mülkiyet yapısı ve firmaya özgü özellikler biçiminde firma büyüklüğüne bağlı olmaktadır (PEDERSEN ve THOMSEN, 2003, s.29). Söz konusu temsil maliyetinin firmanın hisse senedi fiyatına yansiyabilme etkisinin büyüklüğü, firma piyasa değerinin büyüklüğüyle ters yönde görülmektedir.

ABD ve İngiltere gibi mülkiyet yapısının yaygın olduğu ülkelerde, yönetim ve yönetim dışında kalan hissedarların firma hisse senetleri içindeki paylarının düşük olması, çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil sorunlarını azaltmaktadır. Diğer yandan mülkiyet yapısının yoğun olduğu gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde, büyük hissedarlar firma kontrolünü etkin bir biçimde gerçekleştirmek istediklerinden, temsil sorunu yönetim ve hissedarlar arasındaki çatışmadan, firma kontrolünü elinde bulunduran hakim hissedar ile azınlık hissedarlar arasındaki çatışmaya yönelmektedir (FAN ve WONG, 2002, s. 405-

406). Dolayısıyla, firmayı kontrol altında tutan hissedar ve azınlık hissedarları arasında çıkarların yakınlaşması ya da çatışması şeklinde iki ilişki söz konusu olmaktadır.

Uygulamada çoğunlukla firma mülkiyet yapısını oluşturan hisselerin bir bölümünün az sayıda birey ya da kurumun elinde olduğu görülmektedir. Bununla birlikte yatırımcılar küçük hisselerle portföy çeşitlendirmesi yapıp yatırımlarının riskini azaltabilmektedirler. Böylece, yatırımcı çeşitlendirme ile riskini azaltmanın yanında, yönetime faaliyetlerinde ek kısıtlamalar getirmediği için ilave yarar sağlamaktadır. Ancak yaygın bir mülkiyet yapısına sahip olan firmalarda, küçük hissedarların firma yönetimi üzerinde etkin gözetim fonksiyonunu gerçekleştirmeleri mümkün olmamaktadır (GROSSMAN ve HART, 1980). Bazı durumlarda, yaygın mülkiyetin bir sonucu olarak firmanın devredilme çabaları yönetim tarafından engellenebilmektedir. Bu ise, yaygın mülkiyet yapısının küçük hissedarlar aleyhine olan bir sonucu olmaktadır. Büyük hissedarların dışsal pozitif katkılarıyla yönetimin küçük hissedarların istekleri dışındaki tutumları engellenebilmektedir. Mülkiyetteki yoğunlaşmanın firma yönetiminin gözetim işlevi dolayısıyla iyi çalışabilmesi yönünde faydası bulunmaktadır. Ayrıca mülkiyetteki yoğunlaşmayla beraber yönetim teşvik sistemlerinde artış gözlenmektedir. Ancak, mülkiyetteki yoğunlaşma nedeniyle firma faaliyetlerindeki hissedarlar ve yönetim arasındaki riskin paylaşımından doğan yararlar da kayıplar ortaya çıkmaktadır (ADMANI, PFLEIDERER ve ZECHNER, 1994). Yine de hissedarın mülkiyetteki yoğunlaşma dolayısıyla yönetimin etkin gözetiminden elde ettiği fayda, yatırımda çeşitlendirmeden vazgeçmenin maliyetinden daha fazla olabilmektedir.

Mülkiyetin fazla yoğunlaşmasının potansiyel maliyetlerinden birisi küçük hissedarların aleyhine olabilecek biçimde büyük hissedarların kendi çıkarları doğrultusunda kararlar almalarıdır. Bu durumda küçük ve büyük hissedarlar arasında bir çıkar çatışması ortaya çıkmakta ve aralarında bir ödünleşme olmaktadır. Yoğunlaşmış mülkiyet gözetim etkinliklerinde de hissedar çıkarlarında çatışmayı teşvik etmekte ve küçük hissedarların aleyhine olacak şekilde firma nakit akışlarının yeniden dağılımına neden olmaktadır. Mülkiyetteki yoğunlaşmanın küçük hissedarlara olan diğer potansiyel maliyetleri, firma kontrolü yöneticilerin elinde olduğunda ortaya çıkmaktadır. Bu durum özellikle, fiziksel varlık sahipliğinin baskın bir rol oynamadığı entelektüel sermayenin daha baskın olduğu sektörlerde yer alan firmalarda görülmektedir.

### 131. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyet ve Firma Performansı

Hissedar kimliğine göre mülkiyet yapısı, yönetim, bağlı şirket, yabancı yatırımcı ve kamu mülkiyeti olmak üzere dört açıdan ele alınmaktadır. Takip eden kısımlarda hissedar kimliği ve performans arasındaki ilişki teorik olarak ele alınmaktadır.

#### 1310. Yönetim Mülkiyeti ve Firma Performansı

Temsil ilişkisi firma adına verdiği kararlardan tamamen kendisinin sorumlu olmadığı bir temsilcinin, karar verme yetkisiyle donatılıp firmaya atanmasıyla oluşmaktadır. Temsil ilişkisinde iki genel durum ortaya çıkmaktadır. Bunlar; a) şirketin hissedarları karar verme yetkisini yöneticilere devrederler. Burada, yöneticiler kendi performanslarının sonucunda oluşacak fayda ya da maliyetlerin tamamına katlanmazlar. b) Borç verenler hissedarların yararına hareket eden yöneticilere yetkiyi devrederler. Bu çalışmada, birinci durum olan hissedarlar-yöneticiler arasındaki ilişki incelenmektedir.

Birinci durumda, yöneticiler kararları sonucunda ortaya çıkan maliyetin tümüne katlanmayacaktır. Temsil sorununu azaltmak amacıyla, hissedarlar ile yöneticilerin çıkarlarını düzenlemede<sup>5</sup> çoğunlukla dört yöntem ele alınmaktadır: a) yönetim mülkiyeti, b) hissedarların doğrudan müdahalesi, c) işten çıkarılma korkusu ve d) devralma korkusudur<sup>6</sup>. Literatürde söz konusu yönetim motivasyonlarının firma performansına etkilerini ele alan çok sayıda uygulamalı çalışma yer almaktadır. Özellikle, yönetim

<sup>5</sup> *Yönetime tazminat ödenmesi*: Yönetici ortaya koyduğu performansına karşılık olarak tazminat almaktadır. Tazminat yıl sonunda bir yıllık maaşlarına ilaveten genellikle o yılın performansı nedeniyle primler ve uzun dönemli hisse senedi opsiyonları biçiminde gerçekleşmektedir. Bu performans ödüllendirilmesiyle, yönetici ve hissedarların başarı açısından hisse senedi fiyatına benzer biçimde odaklanacakları ve her iki grubun çıkarlarının düzenlenebileceği farz edilmektedir.

*Hissedarların doğrudan müdahalesi*: Büyük hissedarlar firmanın işlem gören hisse senetlerini satın alma yoluyla müdahalede bulunup paylarını artırma yoluna gitmektedir. Bu durum yöneticileri başarılı olmaya ikna etmektedir.

*İşten çıkarılma korkusu*: Hissedarlar yönetim kurulunda bulduklarında veya yönetim kurulunda bulunmasalar da yönetim kurulu mevcut yönetimin devam etmesi veya ayrılması konusunda cesaretlendirebilmektedir.

*Devralma korkusu*: Yöneticilerin kötü yönetimi hisse senedi fiyatının azalmasına neden olduğunda, rakip firmalar hisselerin kontrol faydasının yeterli olduğunu düşünebilirler. Bu durumda, devralan firma mevcut yönetimi yerine kendi yöneticilerini yerleştirebilir.

<sup>6</sup> Yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsil sorunlarının düzenlenmesi ve yöneticilerin motive edilmesi amacıyla yedi mekanizmadan söz edilebilir. Bunlar; a) yönetim mülkiyeti, b) kurumsal mülkiyet, c) büyük hissedarlar, d) yönetim kurulu üyelerinin firma dışından olması, e) sermaye piyasasındaki denetime güvenilerek borçlanmak, f) yönetici işgücü piyasası, g) olası firma devralıcılarına bağlı olan şirket kontrol piyasasıdır (AGRAWAL ve KNOEBER, 1996, s. 380).

mülkiyeti ve devralma korkusu temsil ilişkisinde en fazla araştırılan konuları oluşturmaktadır.<sup>7</sup> Bu çalışmada temsil sorunu olarak yönetim mülkiyeti ve firma performansı arasındaki ilişki inceleme konusu edilmektedir. Yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkiyi ele alan ilk çalışma BERLE ve MEANS (1932)'in yaptığı "The Modern Corporation and Private Property" adlı araştırmasıdır. Çalışmada, firma büyüklüğü arttıkça mülkiyet yoğunluğunun azaldığı ortaya konmaktadır (DEMSETZ, 1983, s. 375).

Literatürde yönetim mülkiyeti ve firma performansı arasındaki bağlantıyı açıklamaya yönelik farklı varsayımlar yer almaktadır. Örneğin, JENSEN ve MERCLING (1976)'e göre yönetim mülkiyetinin firma performansını artırdığı ileri sürülmektedir. Buna karşın, MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988) tarafından yapılan çalışmada, düzenleme ya da sınırlama varsayımı geliştirilmiş ve bu varsayıma göre yönetim mülkiyetinin firma performansına etkisinin doğrusal olmadığı ortaya konmaktadır. Son zamanlarda yapılmış olan çalışmalarda, firma değerini doğrudan etkileyen firma içi faktörler; yönetim mülkiyeti, firma büyüklüğü, sermaye yapısı, reklam ve ar-ge harcamaları biçimindedir. Firma değerini dolaylı olarak etkileyen dışsal faktörler ise; kontrol piyasası ve büyük hissedar gözetimi olarak ele alınmaktadır.

### 13100. Çıkarların Yakınlaşması Hipotezi

Firma büyüklüğü arttıkça mülkiyetteki yayılma, hissedarların profesyonel yönetime karşı koyabilmelerinde güçsüzleşmelerine neden olmaktadır. Aynı zamanda, mülkiyeti yaygın olan firmalarda yöneticiler hisselerin çok küçük bir bölümüne sahiptirler. Böylelikle, mülkiyet ve yönetimin ayrılmasından ötürü hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmaları ortaya çıkmaktadır.

Yönetici<sup>8</sup> ve hissedar çıkarları birbirleriyle tam olarak örtüşmediği için, yöneticinin hissedar kazancının artırılmasında firma kaynaklarının tamamını kullanmadığı izlenimi ortaya çıkabilmektedir. Bu yüzden, yöneticiler ikramiyeler gibi yan ödemeler elde etme

<sup>7</sup> En kuvvetli bağı hissedar serveti ve genel müdürün doğrudan hissedar olması yoluyla yönetici serveti arasında olduğu ifade edilmektedir (JENSEN ve MURPHY, 1990, s.37).

<sup>8</sup> Yönetici çıkarları işten kaytarma ve ikramiye ödemeleri, firma değerinin artırılmasıyla ilgili olmayan satışlardaki büyüme, çalışanların serveti ve büyük gösterişli bina gibi konuları kapsayıcı nitelikteki çabalarıdır.



veya riski düşük olan yatırım projelerini tercih ederek kendi faydalarını azamileştirme yoluna gidebilmektedirler.

JENSEN ve MECKLING (1976), hissedarları biçimsel olarak iki gruba ayırmaktadır. Bunlar, ortak-yönetici ve yönetim dışında kalan hissedarlardır. Her iki grup hissedarın ellerindeki hisselerin hisse başına düşen kar payı hakkı aynıdır. Bir ortak-yönetici buna ek olarak pazarlanamayan ikramiyeler almak suretiyle nakit akımlarını çoğaltabilmektedir. Söz konusu yatırım ve finansman politikalarının yönetimin motivasyonu açısından faydası bulunmasına karşın yönetim dışındaki hissedarların nakit akımlarını azaltmaktadır. Bunun yerine yönetim mülkiyetinin artırılması yoluyla motivasyon giderlerinde azalma sağlanabilmektedir. Bu durumda ise, firmanın değeri yönetimdekilerin sahip olduğu hisselerin miktarına bağlı olacaktır. Dolayısıyla, yönetim mülkiyetindeki artış firmanın değerinde artışa neden olacaktır. Böylece, yönetim mülkiyeti ve firma değeri arasında pozitif yönlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Söz konusu bu ilişkinin iki aşamada oluşması beklenmektedir: Birinci aşama, mülkiyet yapısının yatırımlar üzerindeki etkisi ve ikinci aşama ise, yatırımların firma performansı üzerindeki etkisi biçimindedir. Böylelikle, mülkiyet yapısının yatırımlar aracılığıyla firma performansında bir etkiye neden olduğu ileri sürülmektedir.<sup>9</sup>

Çıkarların yakınlaşması olarak tanımlanan bu ilişki, farklı bir motivasyon ve düzenleme aracı olarak bir ihale önerisiyle (tender offer) de açıklanabilir. STULZ (1988), yöneticilerin firmanın kontrolünü tercih edeceklerini ve sonunda hisse senetleriyle ilgili ihale önerisini red edeceklerini varsaymaktadır. Bu davranış teklifte bulunanın firma kontrolünü elde etmek amacıyla yönetici hisselerini primli satın almasına neden olmaktadır. Bazen teklif fiyatında ulaşılan nokta o kadar yüksek olur ki, firmanın beklenen değerinin de üzerine çıkabilmektedir. Yönetim mülkiyetinin yüksek olması halinde yönetici hisselerinin devralınmasında katlanılması gereken primler, firmanın gelecekteki performansını yansıtmayacak biçimde yüksek olabilmektedir. Bu nedenle devralma sonrasında firma

<sup>9</sup> CHO (1998)'nin çalışması birinci aşama etki üzerinde odaklanıp, yönetim mülkiyeti ve yatırımlar arasındaki bağı ele almaktadır. Çalışmada, yatırımlar hem sabit varlık hem de ar-ge biçiminde ifade edilmekte ve mülkiyet yapısının yatırımları etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Diğer yandan MCCONNELL ve MUSCARELLA (1985) ve CHEN-HEXTER ve HU (1993) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda ise, ikinci aşama olan yatırımlarının firma performansını etkilediğini doğrulayan bulgulara ulaşılmaktadır.

performansı gelecekte düşüş gösterecektir. Böylelikle, yönetim mülkiyetinin yüksek olduğu firmalarda devralma işleminden vazgeçilmesi daha kazançlı olabilmektedir.

Sonuçta, çıkarların yakınlaşması varsayımına göre, yöneticiler firmada önemli bir mülkiyet payına sahip olmadığında daha fazla ikramiye elde etmeye ya da optimal seviyenin altında risk alacak işler yapmaya yönelmektedirler. Aksine yönetim mülkiyeti firmada arttığında, yönetici ve hissedar çıkarları paralellik taşımaktadır. Yöneticinin amacı hissedarinkine benzeyip daha yüksek kazanç elde etmek olmaktadır. Yukarıdaki varsayım altında, yönetim mülkiyetinin artması durumunda yöneticilerin firma kararlarında optimal olacakları söylenebilir. Böylelikle, yönetim ve hissedar çıkarları arasındaki yakınlaşmanın artması, firma performansının yükselmesine neden olacaktır.

### **13101. Sınırlama (Entrenchment) Varsayımı**

BERLE ve MEANS (1932), tarafından ileri sürülen mülkiyetteki yayılmanın firma performansının azalması anlamına gelmediği yönündeki savın doğruluğu DEMSETZ (1983)'in çalışmasında tartışılmaktadır. Buna göre, mülkiyet yapısı firma içi seçimin sonucunda oluşmakta ve mülkiyet yapısı ile firma performansı arasında bir ilişki bulunmamaktadır.

FAMA (1980), DEMSETZ (1983) ve FAMA ve JENSEN (1983), yönetim mülkiyetindeki yükselmesinin oluşturabileceği maliyetleri dengeleme üzerinde durmaktadır. Araştırmacılara göre, bir yönetici az miktarda hisseye sahip olduğunda, iş gücü piyasası, ürün piyasası ve firma kontrol piyasasının yöneticiyi firma değerini artırma yönünde etkileyebilmektedir. Buna karşın, bir yönetici yeterli oy gücüne sahip olacak biçimde firma hisselerinin büyük bir kısmını kontrol edebiliyorsa, cazip bir ücret karşılığı firmadaki işini güvence altına alabilecektir. Böylece, etkili kontrol yoluyla yönetici firma değerinin artırılması dışında kişisel tercihleri doğrultusunda isteklerini yerine getirebilecektir. Bu sınırlama varsayımı, yönetim mülkiyetinin yüksek olması durumunda firma değerinin daha düşük olabileceğini ileri sürmektedir (MORCK, SHLEIFER ve VISHNY, 1988).

Yüksek yönetim mülkiyeti hissedarların dış denetim ve kontrolünün etkisini azaltmakta ve yönetimin firma üzerinde daha fazla kontrolü elde etmesine neden olmaktadır. Yönetici çıkarını hissedarın faydasını değil, kendi bireysel faydasını maksimize etmek olarak varsaydığı için, daha yüksek yönetim mülkiyeti yöneticilere sınırlamayı başlatma gücü vermektedir. Böylece, yönetim sınırlaması hissedarların serveti üzerinde negatif bir etki oluşturmaktadır. Sonuç olarak, yüksek yönetim mülkiyeti olan firmalarda, yönetim mülkiyetindeki bir artış yönetimin hissedar çıkarlarını daha fazla sınırlandırmasına ve piyasa disiplininin yönetim üzerinde daha az etkili olmasına neden olmaktadır. Sınırlama durumunun ortaya çıkmasıyla firma performansı bundan olumsuz yönde etkilenmekte ve performansta bir azalma görülmektedir.

Çıkarların yakınlaşması varsayımına göre, yönetim mülkiyeti ve firma performansı arasındaki ilişki, yönetici mülkiyetinin artması halinde firma performansının da artacağı biçiminde pozitif yönlü olmaktadır. Fakat sınırlama varsayımı bu denli açık değildir. Örneğin, bazı yöneticiler firmadaki iş tecrübesi, kurucu statüsü veya kişilik özelliklerinden dolayı göreceli olarak daha düşük hisse payıyla sınırlama yapabilmektedir. Yönetim dışındaki hissedarları çok sayıda olan veya yüksek mülkiyet payı olmasına karşın işine bağlılığı zayıf olan bazı yöneticiler çok daha yüksek mülkiyet paylarında sınırlama etkisine başvurabilmektedir (MORCK, SHLEIFER ve VISHNY, 1988). Sonuçta çıkarların yakınlaşması varsayımı tek tip pozitif yönlü bir ilişki önermektedir. Ancak sınırlama varsayımı yüksek mülkiyetin bazı seviyelerinde firma piyasa değerinin ters yönde etkilenebileceğini önermektedir. Sınırlama varsayımına göre, yönetim mülkiyetinin firma performansı üzerindeki etkisi doğrusal olmayan bir nitelik taşımaktadır.

### **1311. Bağlı Şirket Mülkiyeti ve Firma Performansı**

Bir firmanın hisselerine yatırım yapanlar genel olarak istikrarlı yatırımcılar, piyasa yatırımcıları ve içerdeki yatırımcılar olarak üç gruba ayrılabilir. Söz konusu yatırımcıların ellerinde tuttıkları hisselerle ilgili farklı amaçları bulunmaktadır. Örneğin, piyasa yatırımcıları kuramsal anlamda ifade edilen yatırımcılardır. Bunların yatırım yapma amacı, hisse senedinden kazanç elde etmektir. Dolayısıyla piyasa yatırımcıları firma performansına göre yatırım kararı vermekte ve performans yatırım kararlarını etkilemektedir (GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO, 2001, s. 6-7). İçerdeki

yatırımcılar yönetim kadroları, yönetim kurulu üyeleri, şirket kurucuları ve onların aile bireylerinden oluşmaktadır. İçerdeki yatırımcıların yatırımda bulunma amacı, hissedarların servetlerini maksimum kılacak olan politikalar uygulamaktır. Ancak bu durum yeterince açık değildir (HILL ve SNELL, 1989). Çünkü, içerdeki yatırımcıların hissedarların servetlerini maksimum kılmaktan ziyade, risk almaktan kaçınmayı tercih edebilecekleri düşünülmektedir (FAMA ve JENSEN, 1983).

Diğer yatırımcı grubu olan istikrarlı yatırımcıların en önemli ve yaygın örnekleri bağlı firmalar, bankalar ve sigorta şirketleri olarak sıralanabilir. İstikrarlı yatırımcılar, hissedar olmalarının yanında firmalarla ticari veya borç vermek biçiminde ilişki içerisinde de bulunurlar. Bağlı firmalar aynı grup çatısı altında bulunan bir diğer firmanın hisselerini uzun süreliğine elinde tutarlar. Bağlı veya grup şirket mülkiyeti de söz konusu bu farklı ilişkiden doğan hissedarlığı ifade etmektedir. Bu tür firmalar genellikle grup çatısı altında karşılıklı olarak hisseler yoluyla ve neredeyse tamamen bağlantılıdır. Bu sayede firmaların mülkiyeti ve kontrolü, ana firmanın izlediği strateji doğrultusunda daha az maliyet ve zahmetle sağlanmaktadır.

Bağlı şirket hisseleri çoğunlukla uzun süreli elde tutulur ve neredeyse hiç satılmazlar. Bağlı şirket mülkiyeti, hissedarı olunan firmanın kazancına bakmaksızın sabit tutulur ya da iş ilişkilerinin gerekleri doğrultusunda belirli bir oranda artırılır (GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO, 2001, s. 6). Bağlı şirketler, mülkiyet seviyelerini firmanın performans ve riskine göre değil, daha çok bağlı buldukları grubun belirlemiş olduğu stratejiye uygun biçimde ayarlamaktadır.

İstikrarlı bir yatırımcı olan bağlı şirketler, mülkiyet kararlarında karlılık ve riski göz ardı ettikleri için performans ve mülkiyet payları arasındaki ilişki ya önemsizdir ya da negatif yönde oluşmaktadır. Çünkü hisselerini elinde bulundurdukları grup şirketinin büyüme fırsatları sunan sermaye yatırımları dışındaki diğer performans göstergeleri ile bağlı şirket mülkiyeti arasında ters yönlü ilişki, grup ana şirket stratejilerine daha uygundur. Bu nedenle, MILLER ve MODIGLANI (1961)'nin hissedarların kar payı politikalarına kayıtsız kalmaları ile ilgili önermesinin bağlı şirket mülkiyeti açısından geçerli olduğu görülmektedir.

### **1312. Yabancı Yatırımcı Mülkiyeti ve Firma Performansı**

POUND (1988)'un çalışması kurumsal yatırımcıların, yönetim üzerinde sadece teşvik edici etkisinin olmadığını belirterek, kurumsal mülkiyet ve firma performansı arasındaki ilişkiyi üç varsayım çerçevesinde ortaya koymaktadır. Bu bölümde, kurumsal yatırımcıların yabancı yatırımcıları da içeren genişlikte olduğu düşüncesiyle POUND (1988)'un ileri sürdüğü verimli gözetim, çıkarların çatışması ve stratejik düzenleme varsayımları yabancı yatırımcılara uygulanmaktadır. Ayrıca, finansal krizlerin yaşandığı ülkelerde yabancı mülkiyetin etkisini açıklamada yardımcı olması amacıyla ZECHAUSER ve POUND (1990) tarafından ileri sürülen kazanç kurtarma varsayımı da dikkate alınmaktadır.

#### **13120. Verimli Gözetim Varsayımı**

Bu varsayım yabancı ya da kurumsal yatırımcının yönetimin gözetimindeki beceri ve tecrübesine odaklanmaktadır. Yabancı yatırımcılar sahip oldukları geniş uzman ve denetçi olanakları sayesinde gözetim işlevini verimli yapabilmektedirler. Yönetim üzerinde etkin gözetim faaliyetinde bulunmaları onların firma faaliyetlerinden doğru biçimde haberdar olabilmelerini sağlamaktadır. Yabancı yatırımcılar, küçük hissedarlara oranla daha tecrübeli olduklarından gözetim maliyetleri daha düşük maliyetlerle gerçekleştirmektedir. Özellikle yabancı yatırımcıların gelişmiş piyasalardan gelişmekte olan piyasalara geçmesi durumunda, edindikleri gözetim becerileri daha da ön plana çıkmaktadır. Böylelikle, bu varsayımın göre yabancı mülkiyet ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

#### **13121. Çıkarların Çatışması Varsayımı**

Yabancı yatırımcılar bazen firmanın karlı biçimde faaliyette bulunmasından çok, işin başka yönleriyle ilgilidirler. Dolayısıyla, yabancı yatırımcılar, oy haklarını mevcut yöneticileri destekleyici biçimde kullanabilirler. Bu durumda, yabancı yatırımcıların çıkarları, hissedar çıkarlarından ayrılır ve yönetici çıkarlarıyla uyuşabilir. Sonuçta, yabancı yatırımcı mülkiyeti ve firma performansı arasında negatif bir bağlantı olmaktadır.

### **13123. Stratejik Düzenleme Varsayımı**

Stratejik düzenleme varsayımı, yabancı yatırımcılar ve yöneticiler arasındaki iŐbirliĐinin karşılıklı olarak yararının olduğunu ileri sürmektedir. Bu işbirliği, yabancı yatırımcıların gözetim sonucunda oluşabilecek firma performansı üzerindeki faydalı etkileri azaltmaktadır. Dolayısıyla, stratejik düzenleme varsayımı, yabancı yatırımcıların performans dışı sebeplerden ötürü, yönetimle işbirliği içerisinde bulunup firma değerinin azaltılmasına yönelik davranış sergilemelerini ifade etmektedir. Söz konusu performans dışı nedene yabancı yatırımcının kendi firması ile hissedarı olduğu firma arasındaki ticari ilişkiler örnek olarak verilebilir. Bu durumda yabancı yatırımcılar yönetim üzerinde etkin bir gözetim y r tmezler. Böylece, yabancı yatırımcı mülkiyeti ve firma performansı arasındaki ilişki negatif olmaktadır.

### **13124. Kazanç Kurtarma Varsayımı**

ZECKHAUSER ve POUND (1990), “kötü yönetim büyük hissedarları  eker” iddiasını ileri sürmekte ve firma yönetiminin büyük hissedarların varlığı ile daha başarılı hale geldiğini ampirik olarak göstermektedir. Bu bulguya dayanılarak kazanç kurtarma varsayımı dikkate alınmaktadır. Kazanç kurtarma varsayımı, kötü yönetilen yüksek yabancı mülkiyetli firmaların daha düşük yabancı mülkiyetli firmalara oranla daha fazla ilave yabancı yatırım toplayacağını ileri sürmektedir (NA, 2002, s. 24). Bu varsayımın, 1997 Asya finansal krizi sonrası, kötü yönetilen firmalarda geçerli olduğu gözlenmektedir.

### **1313. Kamu Mülkiyeti ve Firma Performansı**

1960'dan önce yetersiz piyasa ekonomilerinde teorik ve uygulamalı biçimde kamu mülkiyetinin etkin görülmesine rağmen, ALCHIAN (1965)'nin çalışması kamunun etkinliğinin özel mülkiyete oranla daha düşük olduğunu ortaya koymaktadır. Böylelikle, 1960'lı yıllarda özel mülkiyete kıyasla kamu mülkiyetinin daha az etkin olduğu ortaya çıkmıştır (PEDERSEN ve THOMSEN, 2003, s.37). Kamu mülkiyeti a) maliyetlerin azaltılabildiği için kalitenin düŐürülebileceĐini, b) yenilik ve buluŐların yapılmayabileceğini, c) rekabetin ve müşteri tercihlerinin göz ardı edilebileceğini ve d) firmanın Şöhretinin önemli olmayabileceğini ileri sürmektedir. Böylelikle, kamu

mülkiyetinin özel mülkiyete oranla yeniliklerin teşviki ve maliyetlerin azaltılması gibi durumlarda verimsiz olduğu ortaya çıkmaktadır. Aslında bu durum, serbest girişim ve özel teşebbüsün dinamikliği ile ilgili olmaktadır (SHLEIFER, 1998, s. 139-147). Genel olarak, hükümetler sahibi buldukları firmaların finansal performansı ve değeriyle olumsuz biçimde ilgili olan bir çok politik amaçlar doğrultusunda davranış sergilerler. Örneğin, ürün ve hizmetlerin fiyatlarını düşük tutmak, firmalarda istihdamı aşırı derece artırmak ve seçim kaygısı gibi nedenlerle firmaların verimliliğini olumsuz yönde etkileyen hedeflere yönelebilirler (ESTRIN ve ROSEVEAR, 1999, s.1129). Gerçekten de bu tür kar amacına ters olan davranışlar refah ekonomilerinde hükümetler açısından piyasa yetersizliklerinin düzenlemesinde rasyonel bir araç olmaktadır (THOMSEN ve PEDERSEN, 2000, s.694). Bu nedenle diğer değişkenler sabitken, kamu mülkiyetinin bulunduğu girişimlerde firma performansının daha düşük olması beklenmektedir. Buna göre, mülkiyet içerisinde kamunun payı arttığında, firma performansının daha da düşmesi beklenmektedir.

Kamu mülkiyeti temelde firma performansını düşürmesine rağmen, küçük yatırımcılar açısından telafi edici avantajları da bulunmaktadır. Kamu mülkiyeti, hükümetlerin piyasa düzenlemelerine kıyasla daha az zararlı olabilir. Örneğin, küçük yatırımcılar kamu payı olan firmalara hissedar olduğunda hükümet yasaklamalarından korunur ve özel sektör firmalarına göre kamu firmalarının sermaye maliyeti de daha düşük olabilir (PEDERSEN ve THOMSEN, 2003, s.38). Küçük yatırımcılar açısından bu yararlar, kamu mülkiyetinin performans üzerindeki azaltıcı etkisini telafi etmemektedir.

Kamunun yönetim dışında bir hissedar olması durumunda, firmanın faaliyetlerini gözetim ve kontrolde pasif bir rol üstlendiği görülmektedir. Bu pasif tutumun nedenleri; üretim organizasyonunun geliştirilmesi ya da yönetici davranışları konularında uygun ve sürekli gelişmiş stratejilerinin bulunmamasından kaynaklanabilir. Kamu elindeki halka açık firmaların kontrolünü veto hakkı olan altın hisse yoluyla sağlamaktadır. Bu hak, yöneticiler ya da yönetim kurulunun aldığı kararların kamu çıkarlarıyla çatışması durumunda red edilebilmesi imkanını sağlamaktadır (KRIVOGORSKY, 2000, s.347). Bu ayrıcalıklı hak, özel mülkiyet hissedarlarının amaçlarına göre kullanılmadığında firmanın performansı üzerinde olumsuz etki oluşturabilecektir.

### 132. Mülkiyet Yapısının İçselliği Sorunu

İlk yapılan araştırmalarda mülkiyet yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiler mülkiyet yapısının dışsal olduğu düşüncesinden hareketle açıklanmaya çalışılmaktaydı. Fakat sonradan mülkiyet değişkeninin içsel olabileceği yönünde düşünceler ortaya çıkmıştır. Bu doğrultudaki ilk tartışma DEMSETZ (1983) tarafından konu edilmiş ve mülkiyet yapısının içsel bir değişken olduğu ileri sürülmüştür. Böylece, optimal yönetim mülkiyeti seviyesinin firma büyüklüğü, yasal düzenlemeler ve risk gibi faktörlere bağlı olarak belirlendiği belirtilmiştir (DEMSETZ, 1983, s.378). Sonradan yapılan çalışmalarda da mülkiyet değişkeninin içsel olduğunu doğrular nitelikte bulgulara ulaşılmıştır.

Mülkiyet yapısındaki yayılmanın, yoğunlaşmaya oranla, profesyonel yönetime firma kaynaklarını çıkarları doğrultusunda kullanma olanağı sağlayabilir. Yönetimin kendi çıkarları doğrultusunda kararlar alması, gözetimde hissedarların etkin olamadığını göstermektedir. Hissedarlar tüm firma girdilerinin sorunsuz ve mümkünse masrafsız temin edilmesini arzu ederler. Asıl sorun profesyonel yönetim ve yaygın mülkiyet yapısı firmalarda ilave yararlar neden olsa da bu iki unsurun kayıplara da neden olmasıdır. Eğer yararlar elde edilebiliyorsa, yönetim mülkiyeti ve firma performansı arasındaki bağlantı önemli olabilecektir. Ancak söz konusu yararlar sağlanamıyorsa, ortak-yönetici ve performans arasında önemli bir bağlantı olabilecektir (DEMSETZ ve LEHN, 1985, s.1156). Böylelikle, yönetimcilerin mülkiyete dahil edilmesiyle temsil maliyetlerinin azaltılıp azaltılamayacağı belirlenebilecektir. Burada yaygın mülkiyet yapısının neden sürdürüldüğü sorusuyla karşılaşılmaktadır. Bu ise, optimal olmayan bir mülkiyet yapısını değiştirmenin maliyetli, ancak uygun olmayan bir mülkiyet yapısında uzun süreli ısrarcı olunmayacağıyla ilgili olmaktadır.

Ayrıca yöneticilere performans temelli teşvikler<sup>10</sup> yapıldığında, firmanın performansı mülkiyet yapısını etkileyebileceği ve mülkiyet yapısının da performansı etkileyebileceği

<sup>10</sup> Firma yönetimine tazminat planları yoluyla yapılacak teşviklerle, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından doğan, temsil maliyetlerinin kontrol altında tutulması sağlanabilir (JENSEN ve SMITH, 1985, s. 200). Söz konusu tazminat planları: a) performansa bağlı olmayan tazminatlar; ücret, emeklilik ve sigorta gibi, b) firmanın piyasa performansına bağlı olan tazminatlar; zamanla sınırlandırılmış hisse senedi başlığı, zamanla sınırlandırılmamış hisse senedi başlığı, hisse senedi opsiyonu, hisse senedi değer artış hakkı gibi, c) firmanın muhasebe performansına bağlı olan ödemeler; ikramiye, performans hisseleri gibi sıralanabilir (SMITH ve WATTS, 1982, s. 143).



söylenbilir. Firma performansı ile ilgili yönetici ve piyasa beklentileri arasında bir farklılaşma olduğunda, yönetici elindeki hisseleri değiştirebilir. Yönetimin yönetim dışındaki hissedarların paylarını bir destek satın alma yoluyla satın alması, beklenen performansın mülkiyet yapısında değişime neden olabileceğini gösteren iyi bir örnektir. Buna karşın, hisse senedi satın alma hakkı teklifleri biçiminde yönetime yapılan ödemeler de mülkiyet yapısının firmanın performansını etkileyeceğine örnek olarak gösterilebilir (DEMSETZ ve VILLALONGA, 2001, s. 216). Böylelikle, yönetim mülkiyet yapısının içsel olma özelliği mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkide göz önünde tutulmalıdır.

Kurumsal yatırımcılar portföylerindeki firmaların gözetim faaliyetlerini ve yönetim yapısını etkileyebilecek şekilde davranış sergilerler. Kurumlar genelde büyüyen hisse senetlerini satın almakta ve değeri yükselen hisse senetlerini satmaktadır. Kurumsal mülkiyetin varlığı firmanın daha etkin gözetimini sağlamakta, bu durum yönetimin, yönetim dışında kalan hissedarların amaçlarına daha yakın davranmasını teşvik etmektedir. Böylece yüksek seviyedeki kurumsal mülkiyet, firmanın daha iyi yönetilmesine neden olmaktadır. İyi yönetilen firmalarda, hem firma değerinin hem de kurumsal mülkiyetin arttığı gözlenmektedir (CLAY, 2001, s. 91-92). Mülkiyet yoğunluğunun firma yönetimi üzerindeki etkisi de kurumsal mülkiyetle benzerlik taşımaktadır. Dolayısıyla, yönetimin gözetim ve iyi performans göstermesinde mülkiyetin yoğunluğunun önemli etkisi olmaktadır. Bu nedenle mülkiyet yoğunluğu ve firmanın performansı arasındaki ilişkide mülkiyet yoğunluğunun içsel olabileceği düşüncesi dikkate alınmalıdır.

Kurumsal mülkiyete benzer biçimde, yabancı mülkiyet ile firmanın performansı arasında da eş anlılık sorununun olması olasıdır. Çünkü yüksek seviyedeki yabancı mülkiyeti, yönetimin gözetimini ve kadro seçimini etkilemektedir. Bu durum ise, yöneticilerin hissedarların çıkarlarına uygun davranmalarına neden olabilmektedir (NA, 2002, s.25-26). Başarılı yönetilen firmalarda hem firma değerinin hem de yabancı mülkiyetin arttığı gözlenmektedir. Böylece, yabancı mülkiyet ve firmanın performansı arasındaki ilişkide, yabancı mülkiyetin içsel olabileceği göz önünde tutulmalıdır.

Buna ek olarak, bağlı şirket ve kamu mülkiyet paylarının da mülkiyet yoğunluğu ve yönetim mülkiyetinde olduğu gibi, performansla aralarındaki bağlantı dışsal olduğu kadar

içsel şekilde de olabilir. Analizlerde bu ihtimaller göz ardı edilmemelidir. Aksi takdirde performans ve mülkiyet yapısı arasındaki ilişkinin tespiti doğru biçimde yapılmamış olacaktır. Mülkiyet ve performans arasındaki bağlantıyı anlamak için yapılacak çalışmalarda mülkiyetin içsel olabileceğinin göz ardı edilmesi sahte bir ilişkinin gerçekmiş gibi gösterilmesine neden olabilecektir. Uygulamalı çalışmalarda, performans ve mülkiyet yapısı arasındaki ilişki incelenirken, mülkiyetin içselliği eş anlı denklem sistemleriyle ortaya konulmaktadır.



## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. FİNANS LİTERATÜRÜNDE MÜLKİYET VE PERFORMANS İLİŞKİSİ

#### 20. Genel Açıklama

Firma mülkiyet yapısının firma karlılık ve etkinliği üzerindeki etkisi finans literatüründe yoğun bir şekilde ele alınmıştır. SMITH (1904) anonim şirket yöneticilerinin hissedarlar adına hareket ettikleri için firmanın yönetimde hissedarlar kadar titiz ve ihtiyatlı olamayacaklarını ileri sürmüştür. BERLE ve MEANS 1932'deki "The Modern Corporation and Private Property" adlı çalışmasında, Büyük Bunalım Dönemi'nde finansal sektörde faaliyet göstermeyen en büyük 200 ABD firmasında mülkiyet yapısının firmanın performansı üzerindeki etkisini ortaya koymuşlardır. Söz konusu çalışma, mülkiyetin performans üzerindeki etkisini gösteren ilk uygulamalı araştırma olmaktadır. Bu 200 firma, ABD'deki bankacılık sektörü dışındaki servetin %49'unu oluşturmaktadır. Çalışma sonucunda, 200 firmanın %44'ünde hissedar mülkiyetinin yaygın biçimde olduğu ve hissedar kontrolünün etkin olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, yaygın mülkiyetin yönetici ve hissedar çıkarlarında uzaklaşmaya neden olduğu ortaya konmuştur. Böylece, BERLE ve MEANS (1932)'in çalışması mülkiyet yapısı ve firmanın performansı arasında bir ilişkinin var olduğunu göstermiştir. Çalışmanın diğer bir bulgusu ise, ortak olmayan bir yöneticinin yönetimindeki firmaların ortak-yönetici tarafından yönetilenlere göre daha az karlı olabileceği yönündedir. (SİDİ, 1996, s. 3).

LARNER (1966), çalışmasında BERLE ve MEANS (1932) tarafından elde edilen bulguları 1963 yılı için karşılaştırmıştır. LARNER (1966) ve BERLE ve MEANS (1932)'in çalışmaları arasındaki farklılık, yönetim ve hissedar kontrol sınırının %20 yerine %10'a göre seçilmesidir. Diğer inceleme kriterleri ise benzer biçimde ele alınmıştır. Elde edilen bulgular, 1929 yılında var olan yönetim kontrolünün 1963 yılında da devam etmekte olduğunu göstermiştir. Ayrıca, LARNER (1966)'ın bulguları yönetim kontrolünün 1929'a

göre 1963'de önemli düzeyde arttığını göstermektedir. Buna göre, yapılan çalışmanın bulguları BERLE ve MEANS (1932)'in ileri sürdüğü görüşleri desteklemektedir.

Mülkiyet yapısının performansa etkisi hakkında iki ana görüş bulunmaktadır. Birincisi, hissedar kontrolünün düşük olduğu durumlarda firmaların karlılığının daha az, riskinin daha düşük ve daha hızlı büyüyeceğini iddia eden "yönetimsel teori" görüşüdür. İkincisi ise, mülkiyet yapısı ve performans arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını ileri süren "nötr teori" görüşüdür. BERLE ve MEANS (1932)'in ileri sürdüğü "yönetimsel teori" görüşünün daha sonradan yapılan bazı araştırmalarda geçerliliği kabul edilirken, bazılarında ise kabul edilmediği görülmüştür. Buna karşın "nötr teori" görüşüne göre, DEMSETZ (1983) mülkiyet yapısının firma içi ve dışı bir takım koşulların sonucu olduğunu belirtmiştir.

1980'li yılların ortalarına kadar yapılmış olan çalışmalar, ABD'de faaliyet gösteren firmaların mülkiyet özelliklerine odaklanmıştır. Araştırmalarda mülkiyet ve performans arasındaki ilişkinin ortaya konmasında, firmanın faaliyette bulunduğu sektör ile firma büyüklüğünün belirleyiciliği dikkate alınmıştır. Araştırmaların sonuçları, yönetimin kontrolünde olmayan firmaların performansının daha yüksek olduğunu (KAMERSCHEN, 1968; MONSEN, CHIU ve COOLEY, 1968; RADICE, 1971; BOUDREAUX, 1973; PALMER, 1973; HOLL, 1975) veya yönetim-hissedar kontrolünün firma performansına etkisinin önemli olmadığını (ELLIOTT, 1972; SORENSEN, 1974) göstermektedir (SİDİ, 1996, s. 12). Bunun nedeni, firmalarda ortaya çıkan asimetrik bilgi ve ahlaki tehlike sorunlarının yönetici ve hissedar çıkarlarını birbirlerinden uzaklaştırmasıdır. Ayrıca, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsil sorununun mülkiyetin yaygın olması nedeniyle büyük firmalarda arttığı görülmektedir. Yönetim ve mülkiyet ayrıldığı için, mülkiyet performans ilişkisinin temelini yöneticilerin hissedarların servetini maksimize ettiği düşüncesi oluşturmaktadır. Sonuçta teorik varsayımlar altında, yönetici çıkarlarının hissedar çıkarıyla aynı doğrultuya getirilmesinde, yönetim mülkiyetinin bir teşvik aracı olarak kullanıldığı görülmektedir.

1980'li yılların ortasından sonra literatürde mülkiyet yapısının firmanın performansı üzerindeki etkisini ortaya koymada genellikle üç yaklaşım biçimi benimsenmiştir. Bunlar kısaca şöyle sıralanabilir:

1. Mülkiyet yapısının firmanın gerçekleşen performansına etkisi: Bu yaklaşımda elde edilen sonuçlar seçilen performans kriterine bağlı olduğu için, uygun bir performans göstergesinin belirlenmesi gerekmektedir. Örneğin, hisse senedi getirileri riske göre düzeltilmeli ve anomalilerde ortaya konulmalıdır (SCHWERT, 1983). Bu yaklaşımda kullanılan performans göstergeleri muhasebe verilerinden daha çok piyasa verilerine göre hesaplanmaktadır. Böylece, muhasebe kayıtlarından elde edilen karlılık ölçütlerinin performans kriteri olarak kullanılmasına rağmen, piyasa performans göstergeleri daha yaygın biçimde kullanılmaktadır. Gerçekleşen performans yaklaşımına göre, mülkiyet yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki gelecekteki durumu yansıtmamaktadır. Bu yaklaşım biçimi, örneğin DEMSETZ ve LEHN (1985), WRUCK (1989), CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL (1997), HAN ve SUK (1998) ve MCCONAUGHY vd. (1998) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda ele alınmıştır.

2. Mülkiyet yapısının firmanın beklenen performansına etkisi: İkinci yaklaşımda yer alan çalışmalarda ise, firmanın beklenen piyasa değeri üzerinde, mülkiyet yapısının etkisi ele alınmaktadır. Burada, mülkiyet yapısının firma performansı üzerine olası etkileri, performans göstergesi olarak Tobin q oranı aracılığıyla ortaya konulmaktadır. MORCK, SHLEIFER ve VISHY (1988), MCCONNELL ve SERVAES (1990, 1995), HERMALIN ve WEISBACH (1991), MEHRAN (1995), AGRAWAL ve KNOEBER (1996), LODERER ve MARTIN (1997), CHO (1998), HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999), CHEN ve STEINER (2000) ve DEMSETZ ve VILLALONGA (2001) tarafından yapılan çalışmalarda firma performansı, Tobin q oranı kullanılarak hesaplanmış ve mülkiyetle performans arasındaki ilişkiler incelenmiştir.

3. Mülkiyet yapısında değişime neden olan durumların firmanın performansına etkisi: Bu yaklaşımı benimseyen çalışmalarda, mülkiyet yapısı gelecekte firma performansını etkileyeceğine inanılan durumlarla ilişkilendirilmektedir. Örnek olarak, mülkiyet yapısına bağlı olarak hisse senedi fiyatındaki değişimler gösterilebilir. Ayrıca, olası sınırlamalara karşın yönetici ve kurumsal hissedarların devralmayı engellemek amacıyla oylama çabaları (MALATESTA ve WALKING, 1988; BRICLEY, LEASE ve SMITH, 1988; COLE ve MEHRAN, 1998), önemli hisseye sahip olan yöneticilerin ölümü (SLOVIN ve SUSKHA, 1993) ve çalışanlara hisse senedi mülkiyet planlarının benimsenmesi (CHANG ve MAYERS, 1992) gibi hisse senedi fiyatını etkileyen olaylar sayılabilir. Ancak, bu

yaklaşımın uygulandığı çalışmalarda ortaya çıkan sonuçlar farklılık gösterdiği için firma performansına mülkiyet yapısının olası etkisiyle ilgili genellemeler yapılamamaktadır.

Aşağıda 1980'li yılların ortasından itibaren mülkiyet yapısının performansa etkilerini gösteren çalışmaların bulguları yer almaktadır. Böyle bir kronolojik başlangıca, verilerin daha güncel olması ve kullanılan yöntemlerin teoride ileri sürülen varsayımları test edebilme gücüne sahip olması nedeniyle gereksinim duyulmuştur.

## 21. Mülkiyet Yoğunluğu ve Firma Performansı

Finans literatüründe mülkiyet yoğunluğunun performansa etkisi üzerine yapılmış çalışmalar, ABD firmaları ve diğer ülke firmaları şeklinde iki başlık altında sunulmaktadır.

### 210. ABD Örneği

DEMSETZ (1983)'e göre mülkiyet yapısı, rekabetçi seçimin içsel bir sonucudur ve mülkiyet yapısıyla firmanın performansı arasında bir ilişki bulunmamaktadır. Ayrıca, DEMSETZ ve LEHN (1985) tarafından yapılan çalışmada, mülkiyet yoğunluğu ve performans arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada, firma performans göstergesi muhasebe karlılık oranı ve mülkiyet yoğunluğu ise büyük hissedarların mülkiyeti biçiminde alınmıştır. Firmanın performansı ve mülkiyet yoğunluğu arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucu elde edilmiştir. HOLDERNESS ve SHEEHAN (1988) ise, yönetsel becerinin mülkiyet yoğunluğu ve performans arasındaki ilişkiye etkisi üzerinde durmuştur. Buna göre, büyük hissedarlar gözetim işlevini yürütmede yeterli motivasyona sahip olsalar bile, uygun yönetsel beceriye sahip değillerse firmanın performansının artmayacağı tespit edilmiştir. Dolayısıyla, yönetsel beceri mülkiyet ve performans ilişkisini açıklamada önemlidir. Bu düşünceyle, yoğunlaşmış mülkiyette hissedarlar gözetim becerisinden yoksunsa, mülkiyet yoğunluğunun performans üzerinde önemli bir etkisi olmayacaktır. Ayrıca, MEHRAN (1995)'in çalışmasında elde edilen bulgular DEMSETZ ve LEHN (1985)'in sonuçlarını desteleyici nitelikte olup, büyük hissedar mülkiyetinin performansı etkilemediği görüşü ortaya konmuştur. Diğer bir çalışma olan, DOUKAS, KIM ve PANTZALIS (2000) tarafından yapılan araştırmada ise, mülkiyetteki yoğunlaşmanın firmanın performansını azaltıp, temsil maliyetlerini artırdığı sonucuna

ulaşmıştır. Bu sonuç, hissedarların yönetimi verimli biçimde gözetmediğini göstermektedir. Böylelikle, ABD'deki firmalarda büyük hissedarlar ve yöneticiler arasında özel kazanç dayalı stratejik bir ilişkinin olduğu da ortaya çıkmaktadır. Bu sonuçlar, BERLE ve MEANS (1932)'in çalışmasında ileri sürülen görüşü doğrulamamaktadır. Böylelikle, bu bulgular doğrultusunda ABD'de mülkiyet yoğunluğunun performansın bir fonksiyonu olmadığı söylenebilir.

WRUCK (1989)'un çalışmasında özel plasman yoluyla yeniden hisse senedi ihracında bulunan firmalarda, mülkiyet ve performanstaki değişim arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Performans göstergesi olarak hisse senedi arzının ilan edildiği tarihlerdeki hisse senedinin normal üstü getirisi kullanılmıştır. Mülkiyet yoğunluğu olarak en büyük altı hissedarın elinde bulundurduğu hisselerin kümülatif oranı ve bunlardaki ortalama değişim inceleme konusu edilmiştir. Çalışma sonucunda, performans ve mülkiyetteki değişim arasında doğrusal ilişkinin pozitif yönde olduğu görülmüştür. Ayrıca, mülkiyet yoğunluğunun parçalı gösterimiyle, mülkiyetin performans üzerindeki doğrusal olmayan etkisi de incelenmiştir. Bu doğrusal olmayan etkinin önce pozitif, daha sonra negatif ve tekrar pozitif yönlü olduğu bulunmuştur. Bu sonuç, MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988)'in çalışmasında elde edilen bulgularla benzerlik göstermektedir. Çalışmanın bulguları, piyasada firma değeri ile ilgili açıklanan yeni bilgilerin mülkiyet yoğunluğundaki değişim ile tutarlı olduğunu göstermiştir. Böylece, özel plasman yoluyla finansman kaynağı temin eden firmalarda, büyük hissedarların etkili olduğu görülmüştür.

MCCONNEL ve SERVAES (1990), performans göstergesi olarak Tobin q oranını kullanmak suretiyle, mülkiyet ve performans arasındaki doğrusal olmayan ilişkiyi araştırmıştır. Mülkiyet yoğunluğu hem karesel hem de parçalı biçimde analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, mülkiyet yoğunluğunun performans üzerindeki eğrisel etkisi istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır. Böylece, mülkiyet yoğunluğunun, performansı yalnızca doğrusal biçimde etkilediği ortaya çıkmıştır. Mülkiyet yoğunluğunun performans üzerindeki etkisini inceleyen HAN ve SUK (1998)'in çalışmasında da mülkiyetin performansı artırıcı yönde, doğrusal etkisi bulunmuştur. Çalışmaların sonuçları, ABD firmalarında hissedarların yönetimin gözetiminde etkin rolünün olduğunu ve mülkiyetteki paylarının artmasıyla birlikte performansın artış gösterdiğini ortaya koymuştur. Bu ise,

hissedarların verimli gözetim işleviyle performans üzerindeki olumlu katkılarını sürdürülebildiğini göstermektedir.

MCCONNEL ve SERVAES (1995)'in diğer bir çalışmasında ise, farklı büyüme fırsatlarına sahip olan firmalarda mülkiyet yoğunluğunun performansa etkisi ortaya konmuştur. Çalışmada, hızlı büyüyen firmaların mülkiyet ve performansının yavaş büyüyenlerden daha yüksek olduğu sonucu elde edilmiştir. Bu ise, büyüme potansiyeli yüksek olan firmaların hem performansının hem de mülkiyet yoğunluğunun daha yüksek olduğunu göstermektedir. Ayrıca, büyük hissedar mülkiyetinin hızlı büyüyen firmalarda performans üzerinde negatif, yavaş büyüyen firmalarda ise pozitif etkisi bulunmuştur. Kurumsal yatırımcı mülkiyetinin etkisi ise, hem hızlı hem de yavaş büyüyen firmalarda pozitif yönlüdür. PANTZALIS, KIM ve KIM (1998) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal ve büyük hissedar mülkiyetinin performans üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Analiz sonucuna göre, kurumsal ve büyük hissedar mülkiyetinin performansa etkisinin negatif olduğu tespit edilmiştir. Ancak bu etkinin alt örneklerde farklı biçimlerde olduğu ortaya konmuştur. Dolayısıyla, mülkiyet yoğunluğunun performansa etkisinin MCCONNEL ve SERVAES (1990)'in ileri sürdüğünün aksine, doğrusal olmadığı görülmüştür. Ayrıca, büyük hissedar mülkiyetinin yüksek olduğu firmalarda, mülkiyet yoğunluğunun SHLEIFER ve VISHNY (1986)'nin ileri sürdüğü gibi gözetimde etkinlik sağlanması sebebiyle performansı artırıp, temsil maliyetini azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Aynı yöndeki sonuçlar, ZHANG (1998)'in çalışmasında da elde edilmiştir. Bu sonuçların, BERLE ve MEANS (1932)'in çalışmasında ileri sürülen görüşü doğrusal veya doğrusal olmayan biçimlerde desteklediği gözlenmektedir. Bu bulgulara göre, ABD firmalarında mülkiyet yoğunluğunun firmanın performansının bir fonksiyonu olduğu ifade edilebilir.

ABD'de yapılan çalışmalarda elde edilen bu iki farklı durum, mülkiyet yoğunluğunun performansın açıklanmasında hem önemli hem de önemli olmadığını göstermektedir. Söz konusu bu farklı sonuçlar, mülkiyet ve performans arasındaki ilişkide netliğin olmadığını ortaya koymaktadır.



## 211. Diğer Ülke Örnekleri

SHORT ve KEASEY (1999), Londra Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (LSE) imalat sanayi firmalarında mülkiyet yoğunluğunun performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın mülkiyet yoğunluğu göstergesi, %5'in üstünde hisseye sahip olan kurumsal yatırımcı ve kurumsal olmayan büyük hissedar payıdır. Çalışma sonucunda, mülkiyet yoğunluğunun performansı artırdığı tespit edilmiştir. Buna göre, söz konusu bu etkinin büyük hissedarlar açısından önemli olduğu, ancak kurumsal yatırımcılar yönünden ise önemli olmadığı görülmüştür. CHEN ve HO (2000), Singapur Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (SES) firmalarda, mülkiyet yoğunluğunun performansa etkisinin önemli olmadığını bulmuştur. Ancak, yönetim mülkiyetinin düşük olduğu firmalarda mülkiyet yoğunluğunun firmanın performansını artırdığı ortaya konmuştur. Bu bulgular, yönetim kontrolünün düşük olduğu Singapur firmalarında, temsil maliyetlerinin azaldığını göstermektedir.

CLAESSENS ve DJANKOV (1999)'in çalışmasında Çek Cumhuriyeti firmalarında, mülkiyet yapısının özelleştirme nedeniyle değişmesinden dolayı firma özelliklerinin mülkiyet yapısına etkisinin sınırlı olduğu görülmüştür. Dolayısıyla Çek firmalarında mülkiyet yoğunluğu batı ekonomilerine kıyasla daha yüksek bulunmuştur. Ayrıca, mülkiyet yoğunluğunun performansı doğrusal olmayan biçimde etkilediği tespit edilmiştir. Benzer bulgu, THOMSEN ve PEDERSEN (2000)'in Avrupa'nın en büyük 435 firması üzerinde yaptığı çalışma sonucunda da elde edilmiştir. Bu etkinin, MCCONNELL ve SERVAES (1990) tarafından ileri sürülen biçimde, mülkiyet yoğunluğunun düşük olduğu seviyelerde performansı artırıcı, yüksek olduğu düzeylerde ise performansı azaltıcı yönde olduğu görülmüştür. Bu sonuçlar, MCCONNELL ve SERVAES (1995) tarafından ileri sürülen görüşü de doğrulamaktadır. Ülke ve sektör etkileri dikkate alındığında ise, mülkiyet yoğunluğu performansı artırmaktadır. Dolayısıyla, Avrupa firmalarında sektörlerin performansa etkisinin olduğu ortaya konmaktadır.

LAUTERBACH ve VANINSKY (1999), İsrail Telaviv Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (TASE) firmalarda kurumsal yatırımcı olan hakim hissedarın performansa etkisini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, kurumsal hissedarın performans üzerinde pozitif etkisinin olduğu bulunmuştur. Dolayısıyla, hakim hissedarın kurumsal yatırımcı

olması durumunda performansın %30 oranında arttığı görülmüştür. Benzer sonuç, QI, WU ve ZHANG (2000)'in Şanghai Menkul kıymetler Borsası'ndaki (SHSE) firmalarda kurumsal yatırımcı ve birey olan hissedar mülkiyetinin performans üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmasında da elde edilmiştir. Aynı yöndeki sonuçlar, MORCK, NAKAMURA ve SHIVDSANI (2000) ve GEDAJOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001)'in Tokyo Menkul Kıymetler Borsası (TSE) firmaları üzerinde yaptıkları çalışmalarda da elde edilmiştir. Böylece, Japonya'da kurumsal yatırımcıların firmaların performansını artırdığı görülmüştür. Dolayısıyla bu sonuçlar, SHLEIFER ve VISHNY (1988)'nin çalışmasında ifade edilen, büyük ve kurumsal hissedarın etkin gözetimle firmaların performansının artmasını sağladığı görüşünü desteklemektedir. MIWA ve RAMSEYER (2003) tarafından Japon firmaları üzerinde yapılmış olan bir diğer araştırmada ise, 1953 yılında mülkiyet yoğunluğunun performansı MCCONNEL ve SERVAES (1990)'in bulgularıyla örtüşen biçimde eğrisel olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, 1958 yılında ise, DEMSETZ ve LEHN (1985)'in çalışmasında ifade edildiği gibi, mülkiyetin performansı etkilemediği sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, 1953 yılında büyük hissedarların yönetim üzerinde etkinliği bulunmasına rağmen, 1958'de firmanın faaliyetlerini yönlendirmede bu etkinlik ortadan kalkmaktadır. Bu durum, Kore Savaşı'nın firmalar üzerine yansıyan dışsal bir "şoku" olarak nitelendirilebilir.

Böylelikle, mülkiyet yoğunluğunun performansı doğrusal veya doğrusal olmayan şekillerde etkilediği görülmektedir. Bu bulgular, ABD'nin dışındaki ülkelerde mülkiyet yoğunluğu ve performans arasındaki ilişkisinin doğrusal veya eğrisel biçimde farklılıklar gösterebildiğini ortaya koymuştur.

Mülkiyet yoğunluğunun performans üzerinde etkili olmadığını gösteren araştırmalar da bulunmaktadır. CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL (1997) tarafından yapılan çalışmada Avustralya Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (ASX) firmalar incelemiştir. Çalışmada, mülkiyet yoğunluğunun performans üzerindeki doğrusal ya da doğrusal olmayan etkisinin önemli olmadığı sonucu elde edilmiştir. Böylece, Avustralya'da DEMSETZ ve LEHN (1985)'in görüşünü destekler biçimde mülkiyetin performansı etkilemediği gösterilmiştir. Ayrıca, performansın açıklanma düzeyi mülkiyetin içsel olmasından veya yıllar itibarıyla optimal mülkiyet seviyesinin değişmesinden ötürü istatistiksel açıdan anlamsız bulunmuştur. ESTRIN ve ROSEVEAR (1999), 150 Ukrayna

firması üzerinde performans ve mülkiyet arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Çalışmada, yönetim dışındaki özel mülkiyetin performans üzerindeki etkisi, DEMSETZ ve LEHN (1985)'in bulgularına benzer biçimde önemsiz bulunmuştur. Ayrıca, Ukrayna'da yönetim dışındaki hissedarların payı %35 seviyesinde olmasına rağmen, yasal ve bürokratik düzenlemelerdeki yetersizlikler nedeniyle firma faaliyetlerinde etkin olmadıkları sonucu ortaya çıkmıştır. Benzer bulgular KRIVOGORSKY (2000)'in Rusya'da 312 firmada özelleştirmenin yönetici davranışları üzerindeki etkisini incelediği çalışmasında da elde edilmiştir. Araştırmada, yönetim dışındaki hissedarların mülkiyetinin ortalama %50'nin üzerinde ve büyük firmalarda ise %66 seviyesinde olduğu bulunmuştur. Ancak, firmanın faaliyetlerinde yönetici davranışlarının etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Böylelikle, Rusya ve Ukrayna'daki mülkiyet yoğunluğunun performans üzerinde önemli olmamasının nedenleri benzerlik taşımaktadır. CRONQVIST ve NILSSON (2001)'in Stockholm Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (SSE) firmalarda hissedar kontrolü ve temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi ele aldığı çalışmada, hissedar kontrolünün performansı azalttığı görülmüştür. Böylelikle, hissedarın elindeki fonun temsil maliyetini artırdığı söylenebilir.

Yukarıdaki çalışmaların sonuçları mülkiyet yoğunluğu ve performans arasındaki ilişkilerin ABD'de olduğu gibi diğer ülkelerde de net olmadığını ortaya koymuştur. Dolayısıyla, mülkiyet yoğunluğu ve performans arasındaki ilişkiler farklı nitelik taşımaktadır. Bu ilişki doğrusal, eğrisel olabildiği gibi önemsiz de olabilmektedir.

## **22. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyet ve Firma Performansı**

Hissedar kimliğine göre mülkiyet ve performans arasındaki ilişki, yönetim mülkiyeti, bağlı şirket mülkiyeti, yabancı yatırımcı mülkiyeti ve kamu mülkiyeti açısından ele alınmıştır.

### **22.1. Yönetim Mülkiyeti ve Firma Performansı**

Bu bölümde, son 25 yılda ampirik olarak ortaya konmuş yönetim mülkiyeti ve firma performansı arasındaki ilişkileri inceleyen araştırma sonuçları yer almaktadır. Çalışmaların 1980'li yıllar itibarıyla sınırlanması, kullanılan yöntemlerin teoride ileri sürülen öngörülerini açıklayabilmesi amacıyla yapılmıştır. Yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki

ilişkileri inceleyen araştırmaların büyük çoğunluğu, ABD’de gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte son zamanlarda, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklerine yönelik çalışmalar da görülmektedir.

#### **2210. Çıkarların Yakınlaşması Varsayımı**

JENSEN ve MECKLING (1976), yöneticiler ve yönetim dışında kalan hissedarların çıkarlarının aynı doğrultuya getirilmesini, parasal teşvik unsurlarından daha çok yönetim mülkiyetindeki artışla sağlanabileceğini göstermiştir. Bu durum, firma performansının yönetim mülkiyeti aracılığıyla artırılabilceğini gösterir. HOLDERNESS, KROSZNER ve SHEEHAN (1999)’ın çalışmasında, ABD’deki halka açık olan firmalarda yönetim mülkiyetinin geçmişe kıyasla daha yüksek olduğu ortaya koynulmuştur. Dolayısıyla, performansın artırılmasında yönetim mülkiyetinin bir araç olarak kullanılmasına geçmişe oranla daha fazla başvurulmaktadır. Buna göre, firmalardaki yönetim mülkiyetindeki artışa, finansal piyasalardaki gelişmeler, riskteki azalma ve yüksek büyüme fırsatları neden olmaktadır.

ABD’de yapılan çalışmalarda yönetim mülkiyetinin performans üzerinde artırıcı yönde etkilerinin olduğunu gösteren bulgulara rastlanmaktadır. Söz konusu çıkarların yakınlaşması varsayımının geçerli olduğunu gösteren bu araştırmaların sonuçları zet biçimde şöyle ifade edilebilir: KIM ve LYN (1988)’in çalışmasında, yönetim mülkiyetinin firma performansını artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. MEHRAN (1995)’nin çalışmasında da yönetim mülkiyeti olarak genel müdür payı ve hisse senedi opsiyon hakkının toplamı kullanılmıştır. Çalışmada, genel müdür mülkiyeti ve hisse senedi biçiminde yapılan ödemelerin performans üzerinde artırıcı etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Yönetim mülkiyetinin MEHRAN (1995)’nin tanımlandığı biçimde ele alan CHUNG ve PRUITT (1996)’in çalışmasında da mülkiyetin performansı artırdığı sonucu bulunmuştur. Buna göre, genel müdürler tarafından yönetim dışında kalan hissedarların ikna edilebileceği ve yönlendirilebileceği düşüncesiyle, genel müdür mülkiyetinin performans üzerinde olumlu yönde etkisinin olduğu grlmştir. Böylelikle, yönetimin bu tür teşviklerle firmaya olan katkılarının artırılabilceği ortaya konmuştur. MCCONAUGHY vd. (1998)’nin yaptığı çalışmada da yönetim mülkiyetinin performansı artırdığı sonucu elde edilmiştir. Ayrıca, yönetim mülkiyetinin oran olarak etkisinden çok ortak-yöneticinin kim olduğunun daha

önemli olduğu bulunmuştur. Bu ise, FAMA ve JENSEN (1983)'in görüşlerini desteklemektedir. PALIA ve LICHTENBERG (1999)'in çalışmasında da, yönetim mülkiyetinin performansı artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada, yönetim mülkiyetinin performansı doğrusal olmayan biçimde etkilemediği de tespit edilmiştir. Benzer biçimde LEECH ve LEAHY (1991)'in İngiltere'de yapılan çalışmasında da yönetim mülkiyetinin performans üzerinde artırıcı etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

KANG ve SHIVDASANI (1995)'nin çalışmasında ABD'de kurumsal yatırımcı ve büyük hissedar gözetiminin, yönetim mülkiyetinin, yönetim kurulunda yer alabilen bağımsız yöneticinin ve firma kontrol piyasasının etkin olduğu ifade edilmiştir. Dolayısıyla, ABD'deki bu mekanizmalar, yöneticileri hissedarların servetini maksimize etmeye teşvik ettiğini vurgulamıştır. Bunun aksine, Japonya'da yönetim mülkiyeti daha düşük, büyük hissedarlar gözetim fonksiyonunu yerine getirmede daha pasif, yönetim kurulunda bağımsız yöneticilerle karşılaşılma olasılığı ve devralmalar daha az olmaktadır. Bu durumda, Japon ve ABD firmalarında yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkilerin benzer nitelik taşıyabileceği söylenebilir. Japonya'da yapılan MORCK ve NAKAMURA (1999)'nın çalışmasında banka ve kurumsal yatırımcı mülkiyetinin devralmaya karşın yönetimin çabalarına karşı etkili olduğu gösterilmiştir. Böylelikle, yönetimin performans üzerinde sınırlama etkisi azaltılmaktadır. Benzer biçimde, MORCK, NAKAMURA ve SHIVDSANI (2000) tarafından yapılan çalışmada, yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki etkisinin pozitif olduğu bulunmuştur. Dolayısıyla, Japonya'da yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki etkisi ABD'de olduğu gibi eğrisel değil, pozitifdir. Böylece, yönetici ve hissedar çıkarlarının yakınlaştığı tespit edilmiştir. Japonya'da ABD'ye oranla yönetimin firma performansı üzerindeki sınırlama etkisi daha düşüktür. Bunun nedeni olarak, Japonya'daki banka ve bağlı şirket mülkiyeti gösterilebilir. Japonya ve ABD'de elde edilen sonuçların benzer olmaması, her iki ülkedeki kurumsal yapının farklı olmasından kaynaklanabilir.

### **2211. Sınırlama Etkisi Varsayımı**

MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988)'e göre mülkiyet ve performans arasındaki ilişki yöneticiler tarafından belirlenmektedir. Bu ilişkide, yönetim mülkiyet seviyesine bağlı olarak birbirinin tersi yönde iki farklı etki ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki, pozitif,

ikincisi ise negatiftir. Eğer yönetici ve hissedar çıkarları arasında yakınlaşma olursa, birinci etki olan pozitif durum ortaya çıkmaktadır. Buna karşın, yönetici ve hissedarlar arasında çıkar çatışması varsa, bu durum, yöneticinin firma kaynaklarını kendi isteklerini gerçekleştirme yönünde kullanmasına neden olabilmektedir. Böylece, ikinci etki olan negatif durum ortaya çıkmaktadır. Negatif etkinin varlığı yönetimin firma performansını sınırladığını, dolayısıyla yönetim ve hissedar çıkarları arasında uzaklaşmanın olduğunu göstermektedir.

ABD'de yapılan JOHNSON vd. (1985)'nin çalışmasında genel müdür mülkiyeti ve performans arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre, genel müdürün kurucu hissedar olması halinde, ölümünün hemen ardından hisse senedi fiyatının arttığı görülmüştür. Bu sonuç, firma performansını belirlemede, mülkiyet yapısından daha önemli unsurların olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, firma performansını iyileştirmeden sadece yönetim mülkiyetinin artmasının etkin bir yol olmayabileceği söylenebilir. HOLDERNESS ve SHEEHAN (1988)'nin çalışmasında da, AMEX ve NYSE firmalarında 1978-1984 yılları arasında, yöneticilerin firma kontrolünü elinde bulundurmadıkları tespit edilmiştir. Bu durumun, hissedarların yönetici paylarını satın almasından kaynaklandığı ileri sürülmüştür. Ayrıca, firmalar hakim hissedarı bulunan ve %20'den daha fazla hisseye sahip hissedarı bulunmayan biçiminde iki alt örnekleme ayrılmıştır. Bu iki alt örnekleme performans göstergeleri açısından karşılaştırılmıştır. Her iki alt örneklemin performansının farklı olmadığı bulunmuştur. Diğer bir çalışma ise, LODERER ve SHEEHAN (1989) tarafından iflas eden ve etmeyen firmalar arasında yapılmıştır. Buna göre, yönetim mülkiyetinin firmaların iflasında önemli bir rolünün olmadığı görülmüştür. Bu iki çalışma, yönetim mülkiyetinin performans üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Buna karşın, PANTZALIS, KIM ve KIM (1998) tarafından yapılan çalışmada ise, yüksek seviyelerdeki yönetim mülkiyetinin performans üzerinde negatif etkisinin olduğu ortaya konmuştur. Dolayısıyla, yüksek yönetim mülkiyetinde yönetici ve hissedar çıkarlarının uzaklaşp, yönetimin sınırlama etkisinin oluştuğu görülmüştür. Bu ise, JENSEN ve MERCLING (1976)'nin öngörüsünün aksine, yönetim mülkiyetinin artmasının performans üzerinde sınırlama etkisi yarattığını göstermektedir.

LAUTERBACH ve VANINSKY (1999), İsrail firmalarında üst düzey yöneticinin ortak-yönetici olmasının firma performansına etkisini incelemiştir. Buna göre, üst düzey

yöneticinin profesyonel olmasının performansı %20 yükselttiği bulunmuştur. Bu durum, ortak-yönetici tarafından yönetilen firmaların performansının profesyonel yöneticilere oranla daha düşük olduğunu göstermektedir. ESTRIN ve ROSEVEAR (1999), Ukrayna firmalarında yönetim ve işçi mülkiyetinin performansa etkisini incelemiş ve etkinin önemsiz olduğunu belirlemiştir. Bu durum Ukrayna'da yönetim ve işçi mülkiyetinin %51 gibi yüksek düzeyde olmasına rağmen, çok sayıda birey arasında paylaşılmasına bağlanabilir. Bu sonuç, DEMSETZ ve LEHN (1985)'in çalışmasındaki önerilerle benzer niteliktedir.

### **2212. Doğrusal Olmayan İlişki Varsayımı**

Bu bölümde, yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki doğrusal olmayan ilişkileri inceleyen çalışmalar sunulmaktadır. Buna göre, yönetim mülkiyeti düşük seviyedeyken çıkarların yaklaşması varsayımında olduğu gibi ilişki pozitif yönlüdür. Yönetim mülkiyetinin daha yüksek olduğu düzeylerde ise, yöneticiler sınırlama etkisi varsayımında olduğu gibi hissedarların kontrolünden çıkarak istediklerini yerine getirmekte ve ilişki negatif olmaktadır. Burada yönetim mülkiyetinin dışsal bir değişken olarak kullanılması içsellik sorununun ortadan kalktığı anlamına gelmemektedir. İleride içsellik varsayımını göz önünde tutan çalışmalara da değinilecektir.

### **22120. ABD Örneği**

1980'li yıllardan itibaren yapılan birçok çalışmada yönetim mülkiyeti ve firma performansı arasındaki doğrusal olmayan ilişkiler araştırılmıştır. STULTZ (1988), performansın yönetim mülkiyetiyle önce artan, sonra ise azalan bir ilişkisinin olduğunu ileri sürmüştür. Bu model, yönetimin disipline edilmesinde firma kontrol piyasasının önemi üzerinde durmuştur. Modelde, hedef firma kontrol kazanç primi yüksek olduğunda, yönetim mülkiyetinin el değiştirmeyi önlemek amacıyla önce artış gösterdiği, el değiştirme gerçekleşince de azaldığı ileri sürülmüştür. Yönetim mülkiyetinin düşük olması halinde, yöneticilerle anlaşmaksızın yapılan el değiştirme teklifi daha düşük primli olabilmektedir. Buna karşın, yönetim mülkiyetinin yüksek olması durumunda el değiştirmenin gerçekleşme olasılığı azalabilmektedir. Bu nedenle, yönetim mülkiyeti ve firma performansı arasında eğrisel bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Bu ilişkide, yönetim

mülkiyetindeki artışla firma performansının önce yükseldiği sonra ise düştüğü görülmektedir. Yönetim mülkiyetinin %50 olması halinde ise el değiştirme olasılığı sıfır olacağı için, ele geçirenlerin kazanç primi minimum olacaktır. STULTZ (1998), bu modelle el değiştirme primi ve sınırlama varsayımını aynı teoremin içinde bütünleştirmiştir.

MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988), yönetim<sup>9</sup> mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkiyi mülkiyeti “parçalı” biçimde üç kısma ayırarak araştırmıştır. Buna göre, yönetim mülkiyeti %0-%5, %5-%25 ve %25’in üstü olmak üzere üç farklı değişkenle gösterilmiştir. Elde edilen bulgular, yönetim mülkiyetinin %0-5 olması halinde performansın arttığını, %5-25 arasında azaldığını ve %25’in üstünde ise yeniden arttığını ortaya koymuştur. Bu durum yönetim mülkiyetindeki artışla birlikte yönetici ve hissedar çıkarlarının yakınlığını, sonra sınırlama etkisinin olduğunu ve tekrar yakınlışmanın oluştuğunu ortaya çıkarmaktadır. Aynı bulgular WRUCK (1989)’un özel plasman yoluyla yeniden hisse senedi ihraç eden firmalarda yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmasında da elde edilmiştir. Çalışmada, MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988)’deki parçalı gösterim biçimi kullanılmıştır. Buna göre, firma ile ilgili piyasada oluşan yeni bilgilerin ortaya çıkması yönetim mülkiyetindeki değişimle tutarlılık göstermektedir. Böylece, özel plasman yoluyla yeniden sermaye artıran firmalarda yönetim mülkiyetinin etkili olduğu ortaya konmaktadır. Benzer bulgular CHEN, HEXTER ve HU (1993)’nin çalışmasında da elde edilmiştir. Çalışmada, yönetim mülkiyeti %0-7, %7-10, %10-12 ve %12’nin üstü şeklinde dört parçalı değişkenle tanımlanmıştır. Buna göre, yönetim mülkiyeti %0-7 aralığında iken performansı artırmakta, %10-12 aralığında ise azaltmaktadır. Ancak, diğer aralıklardaki yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki etkisinin önemli olmadığı görülmüştür.

MCCONNELL ve SERVAES (1990)’in çalışmasında ise, yönetim mülkiyeti hem MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988)’deki gibi üçe ayrılıp “parçalı” hem de “eğrisel” biçimde ele alınmıştır. Böylece, yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki doğrusal olmayan ilişki seçenekli olarak incelenmiştir. Buna göre, yönetim mülkiyetinin firmanın performansını eğrisel biçimde etkilediği görülmüştür. Bu etki ters “U” biçiminde iç bükey bir eğridir. Eğrinin üzerinde yer alan yönetim mülkiyetinin %40 olduğu noktada firmanın

<sup>9</sup> Yönetim, JENSEN (1989)’da belirtilen hem komuta hem de kurmay yetkiye sahip olan yöneticileri kapsayacak biçimde tanımlamaktadır.



performansı maksimumdur. Bu nokta aynı zamanda, yönetici ve hissedar çıkarları açısından en uygun mülkiyet seviyesini göstermektedir. Böylelikle, yönetim mülkiyeti %40'ın altında olduğunda yönetici ve hissedar çıkarlarının yakınlaştığı, üstünde ise yönetimin sınırlaması olduğu ortaya çıkmaktadır.

MCCONNELL ve SERVAES (1995)'in diğer çalışmasında ise, büyüme hızları farklı olan firmalarda yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Hızlı büyüyen firmaların yönetim mülkiyeti yavaş büyüyenlere kıyasla daha yüksek olduğu hesaplanmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkinin eğrisel olarak önce artan sonra azalan biçimde olduğu görülmüştür. Bu sonuç, hızlı ve yavaş büyüyen firmalarda da MCCONNELL ve SERVAES (1990)'in ileri sürdüğü yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkinin desteklendiğini göstermektedir. Benzer bulgulara CHO (1998)'nin çalışmasında da ulaşılmıştır. Çalışmada, yönetim mülkiyeti hem %0-7, %7-38, ve %38'in üstü şeklinde parçalı hem de eğrisel olarak gösterilmiştir. Çalışmanın sonucuna göre, MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988) ve MCCONNELL ve SERVAES (1990) tarafından ileri sürülen görüşleri doğrulayıcı nitelikte, yönetim mülkiyetinin performansı önce artırdığı, sonra azalttığı görülmüştür. Buna göre, yönetim mülkiyeti düşük olduğunda yönetici ve hissedar çıkarlarının yakınlaştığı, yüksek olduğunda ise sınırlama etkisinin bulunduğu ortaya konmuştur. Aynı sonuç HAN ve SUK (1998)'un çalışmasında da elde edilmiştir. Buna göre, yönetim mülkiyeti arttığında yönetim çıkarları yönetim dışında kalan hissedarların çıkarlarıyla benzeştiği için ortaya çıkan temsil sorununun azaldığı, fazla yükseldiğinde ise yöneticilerin sınırlama etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

HOLDERNESS, KROZNER ve SHEEHAN (1999) tarafından yapılan çalışmada 1935 ve 1995 yılı yönetim ve performans arasındaki ilişkiler karşılaştırılmıştır. Çalışmada, MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988)'in kullandığı gibi yönetim mülkiyeti parçalı biçimde tanımlanmıştır. Çalışmanın sonucunda, 1935 yılında yönetim mülkiyetinin performansı sırasıyla artırdığı, azalttığı ve tekrar artırdığı elde edilmiştir. Ancak, %25'in üstündeki mülkiyetin etkisinin önemsiz olduğu görülmüştür. 1995 yılında ise, 1935 bulgusunun aksine olacak biçimde, sadece %25'in üstündeki yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki etkisi önemli bulunmuştur. Bu durum 1935 yılındaki yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkinin 1995 yılına nazaran daha güçlü olduğunu

göstermektedir. Benzer biçimdeki bulgulara DOUKAS, KIM ve PANTZALIS (2000) tarafından yapılan çalışmada da ulaşılmıştır. Çalışmalarda elde edilen bu bulgular, JENSEN ve MECKLING (1976)'da ileri sürülen yüksek yönetim mülkiyetinin yönetici ve hissedar çıkarlarını aynı doğrultuya getireceği görüşüne uymamaktadır. Çalışmaların sonucuna göre, ABD'deki ortak-yöneticinin daha düşük mülkiyet düzeyinde hissedar çıkarlarına yakınlığı, yüksek mülkiyet seviyesinde ise sınırlama etkisiyle hissedar çıkarlarından uzaklaştığı ortaya çıkmaktadır.

### **22121. Diğer Ülke Örnekleri**

KEASEY, SHORT ve WATSON (1994), İngiltere'deki firmalarda yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, yönetim mülkiyetinin performansı MCCONNELL ve SERVAES (1990)'in elde ettiği biçimde, önce artırdığı ve sonra azalttığı tespit edilmiştir. Ayrıca, yönetim mülkiyetinin performans üzerinde MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988)'in çalışmasında ifade edilen şekilde parçalı etkisinin olduğu da görülmüştür. Benzer bulgular, SHORT ve KEASEY (1999) tarafından yapılan çalışmada da bulunmuştur. Buna göre, yönetim mülkiyeti %12'nin altındayken hissedar ve yönetici çıkarlarının benzeştiği, buna karşın %12'nin üstünde iken hissedar ve yönetici çıkarlarının uzaklaşıp, sınırlama etkisinin olduğu ortaya çıkmıştır. Bu durum, İngiltere ve ABD'deki bulguların benzer nitelik taşıdığını göstermektedir. Ancak, İngiltere'de hissedar ve yönetici çıkarlarındaki uzaklaşmanın yönetim mülkiyetinin daha yüksek olduğu seviyede oluştuğu görülmektedir.

CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL (1997)'in çalışması Avustralya'daki büyük firmalarda, yönetim mülkiyetinin performansı MCCONNELL ve SERVAES (1990)'in öne sürdüğü biçimde eğrisel olarak etkilediğini bulmuştur. Buna göre, performansın maksimum olduğu yönetim mülkiyet seviyesi %23'tür. Ayrıca çalışmada, MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988)'nin belirttiği yönetim mülkiyetinin parçalı etkisi de ele alınmıştır. Dolayısıyla, yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki sınırlama etkisinin, sadece küçük firmalarda olduğu tespit edilmiştir. Böylelikle, küçük firmalarda düşük yönetim mülkiyetinde performansın azalması, yöneticilerin bu firmalarda etkisinin daha fazla olduğunu göstermektedir. Bu bulgular, JENSEN ve MECKLING (1976)'in ileri

sürdüğü, yönetim mülkiyetinin yükselmesi durumunda yönetici ve hissedar çıkarlarının aynı yönde olacağı yönündeki önermesini doğrulamamaktadır.

Yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki eğrisel etkisi CHEN ve HO (2000)'nin Singapur Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (SES) firmalar için yaptığı çalışmasında da elde edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, yüksek yönetim mülkiyetinin olduğu firmalarda MCCONNELL ve SERVAES (1990)'in ileri sürdüğü biçimde yönetim mülkiyetinin performansı önce artırdığı, sonra azalttığı tespit edilmiştir. Buna karşın, düşük yönetim mülkiyeti olan firmalarda ise, önce azalttığı, sonra artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu bulgu, JENSEN ve MECKLING (1976)'in ileri sürdüğü görüşün düşük yönetim mülkiyetine sahip firmalarda geçerli olduğunu göstermektedir.

### **2213. Bağlı Şirket Mülkiyeti ve Firma Performansı**

GUGLER (1998)'in çalışması Avusturya'daki firmalarda bağlı şirket mülkiyetinin performans üzerindeki etkisini ortaya koymuştur. Çalışmada, Avusturya'da banka mülkiyetinin etkisinin önemli olduğu görülmüştür. Ayrıca, Avusturya'daki mülkiyet yoğunluğunun gelişmiş ekonomilere oranla daha yüksek olduğu bulunmuştur. Buna göre, mülkiyet ve yönetim ayrımının piramitsel biçimde olan dolaylı kontrolle sağlandığı tespit edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, yabancı kontrolündeki bağlı şirket mülkiyetinin performansı artırdığı, ancak kamu kontrolündeki bağlı şirket mülkiyetinin ise azalttığı görülmüştür. Bununla birlikte, ailelerin kontrolündeki bağlı şirket mülkiyetinde ise, yüksek borçlanma ve faiz ödemeleri yoluyla sermaye maliyetinin azaltılmasının amaçlandığı ortaya çıkmıştır. Bu bulgu, POUND (1988) tarafından ileri sürülen verimli gözetim varsayımını desteklemektedir.

KHANNA ve PALEPU (1999) tarafından yapılan çalışmada Hindistan'daki firmalarda mülkiyetteki yoğunlaşma nedeniyle, bağlı şirket mülkiyetinin performansa etkisinin önemli olmadığı tespit edilmiştir. Böylece, yöneticilerin gözetim işlevinde bağlı şirketlerin bağlı olmayan şirketlerden daha az etkili olduğunun söylenememesine rağmen, etkin olmadıkları ortaya çıkmıştır. GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001), Tokyo Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (TSE) firmalarda bağlı şirket mülkiyetinin performansa etkisinin negatif olduğunu ortaya koymuştur. Bunun nedeni, bağlı şirket mülkiyetinin uzun süreli

olarak değişmeyip sabit kalması ve performansı teşvik edici bir unsur olmamasıdır. Dolayısıyla, mülkiyetin çoğunluğu aktif yatırımcılar olan banka ve aile fonlarının elinde bulunmaktadır. Banka ve aileler ise, firmanın performansını belirleyici olmaktadır. Bu bulgular, bağlı şirket mülkiyetinin performansla ilişkisinin negatif veya önemsiz olduğunu göstermektedir.

CHANG (2003)'ın çalışması Kore'de bağlı şirket mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, Kore firmalarının mülkiyet yapısının ortalama olarak %18'i aile, %10'u bağlı şirket, %2'si kurumsal yatırımcı, %1.3'ü yabancı yatırımcı, %0.2'si yönetici, %0.03'ü çalışan, %0.02'si kamu ve geriye kalan yaklaşık %70'i ise küçük yatırımcılara ait olduğu ortaya konmuştur. Buna göre, firmaların mülkiyetinin çoğunluğunun küçük yatırımcıların elinde olması, sermayenin ikincil piyasalar aracılığıyla tabana yayılabildiğini göstermektedir. Çalışmanın sonucuna göre, performans ve bağlı şirket mülkiyeti arasındaki ilişkinin pozitif yönde olduğu tespit edilmiştir. Böylece, performans ve bağlı şirket mülkiyeti arasındaki ilişkinin doğrusal biçimde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, STULTZ ve VISHY (1986) tarafından temsil teorisinde ileri sürülen mülkiyetteki yoğunlaşmanın yönetimin gözetiminde etkinliği sağladığı görüşünü doğrulamaktadır.

#### **2214. Yabancı Yatırımcı Mülkiyeti ve Firma Performansı**

Küreselleşmeyle beraber yabancı yatırımcı mülkiyeti ve performans arasındaki ilişki göz önünde tutulması gereken bir konu olmaktadır. Yabancı yatırımcı mülkiyeti sadece gelişmekte olan ekonomilerde değil, Japonya gibi gelişmiş ekonomilerde de önemli bir mülkiyet unsurudur. Özellikle Doğu Asya Krizi sonrasında ekonomik ve finansal güçlüklerin yaşandığı Japonya, Tayland, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Endonezya'ya yüksek düzeyde yabancı sermaye girişleri olmuştur. Bu durum yalnızca bu ülkelerle sınırlı kalmamaktadır. Örneğin; Brezilya, Arjantin, Meksika, Çin ve Doğu Avrupa Ülkeleri yabancı sermayeyi yoğun biçimde çekebilen ekonomilerdir. Ayrıca, tasarruf oranı düşük olan ekonomilerde, yabancı yatırımcı fonları büyüme ve istihdamın artırılması için kaçınılmaz bir araç olmaktadır. Böylece, küreselleşme öncesi duruma göre, daha yoğun yabancı yatırım olgusunun yaşanması, firma performansı ve yabancı yatırımcı mülkiyeti arasındaki ilişkinin ortaya konulması önemini gibi konuların önemini artırmıştır.

KHANNA ve PALEPU (1999)'nun çalışması Hindistan'daki yabancı yatırımcı mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada, firma performansı ve yabancı yatırımcı mülkiyeti arasında pozitif, yerli mülkiyetle ise negatif korelasyonun bulunduğu tespit edilmiştir. Buna göre, yabancı yatırımcıların verimli gözetim işlevinin yerine getirilmesinde önemli rol oynadıkları görülmüştür. Dolayısıyla, yabancı yatırımcıların gelişmekte olan piyasalarda yönetimin gözetimine önemli katkı sağladıkları ortaya çıkmıştır. Böylece, yabancı yatırımcıların yanlarında sermaye getirmekle kalmayıp, aynı zamanda gelişmiş olan kendi piyasalarından gelişmekte olan piyasalara gözetim becerilerini de taşıdıkları görülmektedir. Aynı biçimdeki bulgulara GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001)'nin Tokyo Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (TSE) firmalarda yaptığı çalışmasında da ulaşılmıştır. Benzer sonuç, Kore Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (KSE) firmalarla ilgili olarak yapılan NA (2002)'nin araştırmasında da elde edilmiştir. Buna karşın, QI, WU ve ZHANG (2000)'in çalışmasında ise, Şanghay Menkul kıymetler Borsası'ndaki (SHESE) firmalarda yabancı yatırımcı mülkiyetinin firma performansını azalttığı tespit edilmiştir. Ancak, Çin'de yabancı yatırımcı mülkiyetinin sadece %8 seviyesinde olması, firma politikalarının yönlendirilmesinde yabancı yatırımcıların asıl unsur olmadıklarını göstermektedir.

Ayrıca, Japonya'da firma performansı ve yabancı mülkiyeti arasındaki ilişkinin PARK (2001) tarafından yapılan çalışmada doğrusal olmadığı bulunmuştur. Çalışmanın sonucuna göre, firma performansının yabancı yatırımcı mülkiyetinin %40-45 seviyesine kadar performansı arttırdığı, daha yüksek seviyelerde ise düşürdüğü görülmüştür. Bu sonuca göre, Japonya'da yabancı yatırımcı mülkiyetinin düşük olduğu seviyelerde yabancı yatırımcıların verimli gözetim işleviyle performansı arttırdıkları, payları yükseldiğinde ise yöneticilerle stratejik açıdan aynı doğrultuda hareket edip performansı azalttıkları ortaya çıkmıştır. Böylece, yabancı yatırımcı çıkarlarının önce yönetim dışındaki hissedarların çıkarlarıyla, ardından da yönetici çıkarlarıyla benzeştiği görülmüştür.

### **2215. Kamu Mülkiyeti ve Firma Performansı**

ESTRIN ve ROSEVEAR (1999)'in çalışmasında Ukrayna'daki firmalarda kamu mülkiyetinin performans üzerinde negatif etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Dolayısıyla, Ukrayna'daki özelleştirmeye rağmen, kamunun etkisini sürdürdüğü ve özel mülkiyetin etkisinin batı ekonomilerindeki gibi belirleyici olmadığı görülmüştür. Bu sonuca göre, Ukrayna'da yasal çerçevenin yeterli olmamasından dolayı hakim hissedar olarak kamunun firmaların kontrolünü çok sıkı biçimde elinde tuttuğu söylenebilir. Benzer bulgulara, THOMSEN ve PEDERSEN (2000)'in Avrupa'daki en büyük 435 firmada en büyük hissedar kimliği ve firma performansı arasındaki ilişkileri ele aldığı çalışmasında ulaşılmıştır. Çalışmada, en büyük hissedar kimliği olarak aile, banka, kamu ve finansal sektörde faaliyet göstermeyen firma mülkiyeti tanımlanmıştır. Çalışmanın sonucunda, banka mülkiyetinin performansı artırdığı, diğerlerinin ise azalttığı tespit edilmiştir. Böylelikle, banka mülkiyetine göre aile, kamu ve finansal sektörde faaliyet göstermeyen firma mülkiyetinin, performansın dışında kalan başka amaçlarının olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca, kamu mülkiyetinin performans üzerindeki azaltıcı etkisinin diğerlerine oranla daha fazla olduğu görülmüştür. Buna göre, banka mülkiyetinin kamu mülkiyetine kıyasla performansı %50 azalttığı gözlenmiştir. Sonuçta, mülkiyet yoğunluğunu performans üzerindeki etkisinin hissedar kimliğine göre değişiklik gösterdiği ortaya konmuştur. Aynı bulgular QI, WU ve ZHANG (2000) ve CHEN (2003)'in Şanghai Menkul kıymetler Borsası'ndaki (SHESE) firmalarda yaptığı çalışmalarda da elde edilmiştir. Çalışmaların sonuçlarına göre, Çin'deki kamu mülkiyetinin %37 gibi yüksek seviyede olması, etkin bir firma kontrol piyasasının olmaması ve küçük yatırımcıları koruyucu yasal düzenlemelerdeki eksiklikler performansa olumsuz yansımaktadır. Dolayısıyla, hissedarlar yönetimin gözetiminde etkili olamamaktadır.

Buna karşın Çin'de daha sonradan yapılan HOVEY, LI ve NAUGHTON (2003)'nin çalışmasında ise, kamu mülkiyetinin %31 olmasına rağmen, firma performansı üzerindeki etkisinin önemsiz olduğu tespit edilmiştir. Böylece, Çin'deki kurumsal yatırımcı mülkiyetinin %51'e yükselmesinin, kamu mülkiyetinin performans üzerindeki azaltıcı etkisini giderdiği görülmüştür. Ancak, Çin'deki kurumsal mekanizmaların etkili gözetim ve kontrolün yapılmasında, henüz gelişmiş ekonomilerdeki gibi yeterli olmadığı da ortaya konmuştur. Aynı biçimde KRIVOGORSKY (2000)'nin Rusya'da yaptığı çalışmada da kamu mülkiyetinin performans üzerinde etkili olmadığı tespit edilmiştir. Çalışmada, kamu mülkiyetinin firmaların genelinde %7 ve büyük firmalarda ise %20 olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla, Rusya'da kamunun genelde firma faaliyetlerinde Ukrayna'da olduğunun aksine, etkili olmadığı görülmüştür. Ancak, enerji ve savunma sanayi gibi

stratejik öneme sahip olan sektörlerde ise, kamunun hakim hissedar olduğu ve yönetimin gözetim ve kontrolünde etkin rol oynadığı ortaya çıkmıştır.

### 2216. Mülkiyet Yapısının İçselliği

1980'li yıllardan önce yapılan çalışmalarda, mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişki mülkiyet yapısının dışsal olduğu varsayımına göre ortaya konmuştur. Buna karşın, 1980'li yıllardan itibaren ise, mülkiyet yapısının içsel olabileceği yönünde görüşler ileri sürülmüştür. Bu doğrultuda, DEMSETZ (1983) ve DEMSETZ ve LEHN (1985)'in çalışmalarında mülkiyet yapısının içsel olabileceği tartışılmıştır. Bu çalışmalarda, en uygun mülkiyet yapısının firma büyüklüğü, yasal düzenlemeler ve risk gibi faktörlere bağlı olmasından dolayı performans üzerinde etkili olmadığı tespit edilmiştir. Bu düşünceden hareketle, MURPHY (1985) tarafından yapılan çalışmada yönetime yapılan ödemeler ve firma performansı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmüştür. Buna göre, mülkiyet yapısı yönetimle yapılan sözleşmenin bir sonucu olup, dışsal değil içsel bir değişkendir. Diğer açıdan, yöneticiler ve kurucular başarılı bir firmanın hisselerini ellerinde tutmaya daha yatkınlardır. Başarılı firma yöneticilerinin hisse senedi opsiyonu gibi ödemelerle ödüllendirilmesi sıklıkla görülmektedir. Dolayısıyla, yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkide etkinin yönü ön plana çıkmaktadır. Buna göre, eş anlı denklem sistemi aracılığıyla mülkiyetin mi performansı, performansın mı mülkiyeti etkilediği ortaya konulabilir. Buna göre, firma performansı ve yönetim mülkiyeti arasındaki ilişkide etkinin yönü belirlenmiş olur (MCCONNELL ve SERVAES, 1990, s. 611). Sonuçta, mülkiyet yapısının dışsal olduğu belirlenmeden, açıklayıcı bir değişken olarak performans üzerindeki etkisinin ölçülmesi hatalı olacaktır (JENSEN ve WAGNER, 1988, s. 13).

### 22160. ABD Örneği

HERMALIN ve WEISBACH (1988) ve (1991) tarafından yapılan çalışmalarda yönetim kurulu ve yönetim mülkiyet yapısının performans üzerinde etkili olduğu bulunmuştur. Buna göre, yönetim mülkiyetinin tahmininde, bir yıl gecikmeli değeri araç değişken olarak kullanılmıştır. Bu şekilde elde edilen yönetim mülkiyetinin performans üzerinde doğrusal olmayan etkisi tespit edilmiştir. Bu etkinin önce artan, sonra azalan ve yeniden artan biçimde olduğu gözlenmiştir. Dolayısıyla, mülkiyetin içsel olduğu ortaya

konmuştur. Ayrıca, KOLE (1996)'un çalışmasında panel vektör ardışık yöntemle, yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada, performansın yönetim mülkiyetini belirlemesine oranla, yönetim mülkiyetinin performansını daha iyi belirlediği sonucuna ulaşılmıştır. Böylelikle, performans ve mülkiyet arasındaki etkinin mülkiyetten performansa doğru olduğu ortaya çıkmıştır. Bu ise, diğer değişkenler sabitken, yönetici performansın yükseleceğini beklediğinde hisse senedi biçimindeki teşvik ödemelerini tercih edeceği anlamına gelmektedir. Aynı yöndeki bulgular CHEN ve STEINER (2000) tarafından yapılan çalışmada da elde edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, yönetim mülkiyetinin içsel bir değişken olarak performansı doğrusal olmayan biçimde etkilediği görülmüştür. Söz konusu etki MCCONNELL ve SERVAES (1990)'in çalışmasında olduğu gibi önce artırıcı sonra azaltıcı yönde olmuştur. Böylece düşük yönetim mülkiyet seviyesinde yönetici ve hissedar çıkarlarının yakınlaştığı, yüksek seviyede ise uzaklaştığı ortaya konmuştur. Benzer bulgulara GUGLER ve YURTOĞLU (2003)'nun çalışmasında da ulaşılmıştır. Çalışmada yönetim mülkiyetinin ortalama ve marjinal<sup>10</sup> q oranları üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Buna göre, yönetim mülkiyetinin ortalama q oranına etkisinin doğrusal, marjinal q oranına ise eğrisel olduğu görülmüştür. Böylece, marjinal q'nun ortalama q'ya göre yönetimin değerlendirilmesinde daha uygun olduğu ortaya çıkmıştır.

Ardından HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999)'nın çalışmasında gözlenemeyen firma veya sektör özelliklerinin yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkiye etkisi araştırılmıştır. Çalışmada, yönetim mülkiyeti hem MCCONNELL ve SERVAES (1990) hem de MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988)'nin önerdiği gibi doğrusal olmayan şekillerde tanımlanmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, yönetim mülkiyetinin içsel olduğu görülmüştür. Buna göre, yönetim mülkiyetinin sadece sektör özelliklerinin dahil edilmesi durumunda, performansı etkilediği bulunmuştur. Ancak, gözlenemeyen firma özelliklerinin dahil edilmesi durumunda ise, yönetim mülkiyetinin performans üzerinde etkili olmadığı tespit edilmiştir. Böylece, yönetimle yapılan sözleşmenin önemli olduğu ortaya çıkmıştır. Sonuçta, sözleşmenin içeriğindeki değişikliklerin mülkiyeti ve performansı etkilediği ileri sürülmüştür. Çalışma sonucunda, KOLE (1996)'un görüşüne karşılık gözlenemeyen farklı varyansın mülkiyetin içsel olmasına neden olduğu ileri sürülmüştür. Benzer bulgulara ZHOU (2001)'nun

<sup>10</sup> Marjinal q oranı  $q_t = (\text{piyasa değeri}_t - \text{piyasa değeri}_{t-1}) / \text{piyasa değeri}_{t-1}$  şeklinde hesaplanmıştır



çalışmasında da ulaşılmıştır. Ayrıca, CHO (1998), yönetim mülkiyetinin performans üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını, ancak performansın yönetim mülkiyetini artırdığını tespit etmiştir. Bu bulgu, performansı yüksek firmaların yönetim mülkiyetinin daha yüksek olduğu ve yönetim mülkiyetinin firma değerini maksimum yapmada etkin bir teşvik mekanizması olmadığı anlamına gelmektedir. Bu sonuç, KOLE (1996)'un bulgularını desteklememektedir.

AGRAWAL ve KNOEBER (1996)'in çalışmasında mülkiyet yoğunluğu ve yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada, mülkiyet yoğunluğunun performansı azalttığı, yönetim mülkiyetinin ise etkili olmadığı bulunmuştur. Böylelikle, performansın artırılması için yönetim mülkiyetinin yükseltilmesi, mülkiyet yoğunluğunun düşürülmesi veya bunların yönetime dahil edilmesinin gerektiği ortaya konmuştur. Benzer sonuç LODERER ve MARTIN (1997)'in çalışmasında da elde edilmiştir. Çalışmada, yönetim mülkiyetinin dışsal değişken olarak performansı artırdığı, ancak içsel olarak ise etkili olmadığı tespit edilmiştir. Aynı sonuç, performansın yönetim mülkiyetine etkisinde de bulunmuştur. Bu sonuca göre, yönetim mülkiyetinin performansı önemli biçimde etkilemediği söylenebilir. Dolayısıyla, yöneticiyi firmanın değerini maksimum yapmaya teşvik eden tek unsurun yönetim mülkiyeti olmadığı görülmüştür. Bunun yanında, ürün piyasası, emek piyasası, firma kontrol piyasası ve yöneticilerin parasal olmayan faydalarının da yöneticiyi teşvik ettiği ortaya çıkmaktadır. Ardından DEMSETZ ve VILLALONGA (2001) tarafından yapılan çalışmada da yönetim mülkiyeti ve mülkiyet yoğunluğunun performans üzerindeki etkilerinin önemli olmadığı bulunmuştur. Ayrıca, performansın mülkiyeti azalttığı tespit edilmiştir. Bu bulgu, firma performansının maksimum seviyeye çıkarılması için, mülkiyetin daha az yoğun olması gerektiğini göstermektedir. Dolayısıyla, mülkiyetteki yayılmanın neden olacağı temsil sorunundaki artışa rağmen, sağlanan avantajın tercih edilebileceği ortaya çıkmıştır. Böylece sonuçların, DEMSETZ ve LEHN (1985) ve MCCONNELL ve SERVAES (1990) tarafından ifade edilen görüşleri destekleyici nitelikte olduğu görülmüştür.

### **22161. Diğer Ülke Örnekleri**

LOPEZ-ITURRIAGA ve RODRIGUEZ-SANZ (2001)'in çalışmasında İspanya'daki firmalarda yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişki araştırılmıştır. Çalışmada,

yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki etkisi MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988)'nin ve MCCONNELL ve SERVAES (1990)'in ifade ettiği gibi parçalı ve eğrisel olarak ele alınmıştır. Çalışmanın sonucunda, yönetim mülkiyetinin performansı etkilediği ve ilişkinin mülkiyetten performansa doğru olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç, KOLE (1996)'un ileri sürdüğü görüşü doğrulamaktadır. Benzer nitelikteki bulgulara, PEDERSEN ve THOMSEN (2003)'nin Avrupa firmalarında yaptığı çalışmada da ulaşılmıştır. Çalışmada, performans ve mülkiyet yoğunluğu arasında pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Aynı bulgu, kurumsal mülkiyet açısından da elde edilmiştir. Buna karşın, aile mülkiyetinin performansı etkilemediği, performansın ise aile mülkiyetini artırdığı görülmüştür. Bu bulgu, ailelerin firmanın değerinden ziyade kontrolü üzerinde durduğunu göstermiştir. Böylece, kurumsal yatırımcı davranışının firmanın değerini artırdığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca, kamu mülkiyeti ve performans arasında ise negatif bir ilişkinin olduğu elde edilmiştir. Bu ise, kamunun özel mülkiyete göre kar dışı hedeflere yoğunlaştığını ve kar etmeyen firmalardaki çıkarlarının özel mülkiyete oranla daha fazla olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar, LODERER ve MARTIN (1997) ve DEMSETZ ve VILLALONGA (2001)'nin çalışmalarının aksine mülkiyetin performans üzerindeki etkisinin önemli olduğunu göstermektedir. Böylelikle, Avrupa'daki kurumsal yapının firma yönetim uygulamalarını etkilediği ortaya çıkmıştır.

Japonya'da yönetim mülkiyetinin dışında banka mülkiyetinin de içselliği tartışılmaktadır. KANG ve SHIVDASANI (1997)'nin çalışmasında performanstaki düşüşlerin mülkiyet yapısında değişimlere neden olmasına rağmen, banka mülkiyetinde önemli değişimlerin yaşanmadığı tespit edilmiştir. Benzer yöndeki bulgu MORCK, NAKAMURA ve SHIVDASANI (2000) tarafından yapılan çalışmada da elde edilmiştir. Çalışmanın sonucuna göre, banka mülkiyetinin performanstaki kötüleşmeyle beraber azalmayıp, aksine Japon bankalarının firma mülkiyeti içerisindeki paylarının arttığı görülmüştür. KANG ve STULZ (1997)'un çalışmasına göre, yabancı yatırımcıların firmalarda belli özellikleri tercih ettikleri görülmüştür. Dolayısıyla, yüksek performans gösteren büyük sanayi firmalarındaki yabancı yatırımcı mülkiyetinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Aynı şekilde DAHLQUIST ve ROBERTSON (2001)'nin incelemesinde de yabancı yatırımcıların piyasa değeri yüksek olan firmaları tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Diğer yandan, PARK (2001) tarafından yapılan çalışmanın sonucunda, kötü yönetilen firmalarda yabancı yatırımcı mülkiyetinin artış gösterdiği tespit edilmiştir.

Böylelikle, Japonya'da MCCONNELL ve SERVAES (1990)'in belirttiği biçimde etkinin yönünün performanstan mülkiyete doğru olduğu doğrulanmıştır.

NA(2002)'nin çalışmasında Kore'deki firmalarda kurumsal mülkiyetin, performansı önce azaltan, sonra artıran eğrisel biçimde etkilediği bulunmuştur. Buna göre, düşük kurumsal mülkiyette çıkarların çatışması veya stratejik düzenleme varsayımının, yüksek mülkiyette ise verimli gözetim varsayımının geçerli olduğu görülmüştür. Böylece, Kore'de kurumsal mülkiyet ve performans arasındaki ilişkide etkinin yönünün KOLE (1996)'un ileri sürdüğü gibi, mülkiyetten performansa doğru olduğu ortaya çıkmıştır. Buna karşın, CHANG (2003) tarafından Kore'de yapılan çalışmada ise, bağlı şirket mülkiyeti ve performans arasındaki ilişkinin yönünün MCCONNELL ve SERVAES (1990)'in ileri sürdüğü biçimde, performanstan mülkiyete doğru olduğu tespit edilmiştir. Buna göre, performansın bağlı şirket mülkiyetini artırdığı görülmüştür. Bu bulgu, temsil teorisinde ileri sürülenin aksine, yönetim üzerinde hissedarların gözetim ve kontrolünün etkin olmadığını göstermektedir.

Literatürde yer alan çalışmaların sonuçları aynı nitelikte değildir. Bazılarının sonuçları, etkinin mülkiyetten performansa doğru olduğu yönündedir. Bu sonuçlar, temsil teorisinde belirtildiği gibi hissedarların yönetimin gözetim ve kontrolünde etkili olduğunu göstermektedir. Bazı çalışmaların sonucu ise, temsil teorisinde ifade edilen görüşlere uymamaktadır.

### **2217. Türkiye'de Mülkiyet Yapısı ve Firma Performansı**

Türkiye'de halka açık olan firmalarda mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkisi, mülkiyetin dışsal olduğu varsayımına göre gerçekleştirilmiştir. Bu başlıkta, söz konusu çalışmalarda ulaşılan sonuçlar sunulmuştur.

SİDİ (1996)'nin çalışması İMKB'deki finansal sektörde faaliyet göstermeyen firmaların 1990-1994 verileri kullanılarak mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkisi incelemiştir. Çalışmada, Türkiye'deki mülkiyet yapısının ABD ve İngiliz firmalarına oranla çok daha fazla yoğunlaşmış olduğu görülmüştür. Buna göre, mülkiyetteki yoğunlaşmanın performansı azalttığı sonucu elde edilmiştir. Ayrıca, mülkiyetin performans

üzerindeki etkisinin sektörlere göre farklı olduğu bulunmuştur. En büyük hissedarın bir birey veya aile olması durumunda performansın arttığı, finansal kurum olması halinde ise azaldığı tespit edilmiştir. Bu bulgu, finansal kurumların yönetimin gözetiminde etkin olmadığını göstermektedir. Bunun nedeni olarak, firmalardaki finansal kurum mülkiyetinin düşük olması gösterilmiştir. Böylece, Türkiye'deki finansal kurum mülkiyetinin ABD, İngiltere ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerdeki seviyeye doğru yükselmesi halinde performans üzerindeki etkilerinin önemli biçimde pozitif olacağı ileri sürülmüştür. 1997 verileri kullanılarak YURTOĞLU (2000) tarafından yapılan çalışmada da benzer bulgulara ulaşılmıştır. Ayrıca, yatırım ve firma faaliyet süresinin performansı artırdığı sonucuna varılmıştır.

ÖNDER (2000)'in çalışmasında ise, en büyük ve en büyük üç hissedar mülkiyetinin piyasa performans göstergelerini azalttığı, muhasebe performans göstergelerini ise artırdığı ortaya konmuştur. Ancak, halka açıklık oranının piyasa performans göstergelerini artırdığı, muhasebe performans göstergelerini ise azalttığı görülmüştür. Buradan, halka açıklık oranı ve büyük hissedar mülkiyetinin muhasebe ve piyasa performans göstergelerine etkisinin ters yönde olduğu ortaya çıkmıştır. Böylece, firmaların yeni finansman kaynağı bulmak için halka açıldıkları ve halka açıklık oranı yüksek olanların karlılık oranlarını artırdıkları gözlenmiştir. Mülkiyetteki yoğunlaşmanın piyasa değerini artırdığı, ancak karlılığı düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır.

GÜRSOY (2001), İMKB'deki finansal sektörde faaliyet göstermeyen firmaların 1992-1998 verilerinde mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada, mülkiyet yoğunluğu değişkenlerinin performansa etkilerinin farklı olduğu görülmüştür. Çalışmanın sonucuna göre, büyük hissedarların mülkiyetinin piyasa performans göstergelerini pozitif, muhasebe performans göstergelerini ise negatif olarak etkilediği ortaya çıkmıştır. Buna göre, büyük hissedarların piyasa bilgilerine göre hareket ettikleri ve yönetimin gözetiminde verimli oldukları söylenebilir. Ancak, küçük hissedar mülkiyetinin, piyasa performans göstergelerini negatif olarak etkilediği, muhasebe performans göstergelerini ise etkilemediği görülmüştür. Bu, küçük yatırımcıların yöneticilerin istismar edici kararlarından etkilendiğini yansıtmaktadır. Ayrıca, hissedar kimliğine göre mülkiyetin performans üzerindeki etkileri de incelenmiştir. Buna göre, holdinge bağlı şirket mülkiyetinin piyasa performansını artırdığı tespit edilmiştir. Bu

bulgu, Türkiye'deki holdinglerin firma yönetimini ödüllendirdiğini ve bunun da piyasa performansını artırdığını göstermektedir. Diğer yandan, ailelerin doğrudan kontrolünün piyasa performansını azalttığı ortaya çıkmıştır. Böylece, piyasanın, doğrudan aile sahipliği ve kontrolüne güvenmediği gözlenmiştir. Diğer hissedar kimliği mülkiyet yapısı değişkeni olan, yabancı yatırımcı mülkiyetinin piyasa performans göstergelerini etkilemediği, muhasebe performans göstergelerini ise artırdığı tespit edilmiştir. Bu durum, yabancı yatırımcıların muhasebe performansını ödüllendirdiği, ancak piyasa performansını ödüllendirmediği anlamına gelmektedir. Son olarak, kamu mülkiyetinin piyasa performans göstergelerini artırırken, muhasebe performans göstergelerini ise azalttığı gözlenmiştir. Böylelikle, piyasa beklentilerinin kamunun sahibi veya kontrolünde olan firmaların performansına özelleştirme yöntem ve zamanlaması açısından olumlu yansıdığı ortaya çıkmıştır.

UĞURLU (1998)'nin çalışmasında faaliyet alanı çeşitlendirmesi, ar-ge yatırımları, planlama, borçlanma politikası ve tepe yöneticisi tecrübesinin mülkiyet yapısıyla bağlantılı olduğu görülmüştür. Böylece, şirket stratejileri, çoğunlukla hakim hissedarın kim olduğuna ve firmadaki kontrol düzeyine bağlı olmaktadır. Ayrıca, GENCER (2001) tarafından yapılan çalışmada ise amaç ve kar odaklı kurumların hissedar olduğu firmaların performansları arasında farklılık bulunmadığı ortaya konmuştur.

Çalışmaların sonucuna göre, Türkiye'de mülkiyetin yoğun olduğu, mülkiyetin önemli kısmının doğrudan veya dolaylı biçimde büyük hissedarların kontrolünde olduğu ortaya çıkmıştır. Ek olarak, hissedarların kim olduklarının, mülkiyetteki yoğunluk kadar önemli olduğu da tespit edilmiştir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. MODEL SEÇİMİ VE HİPOTEZLER

#### 30. Çalışmanın Kapsamı ve Modeli

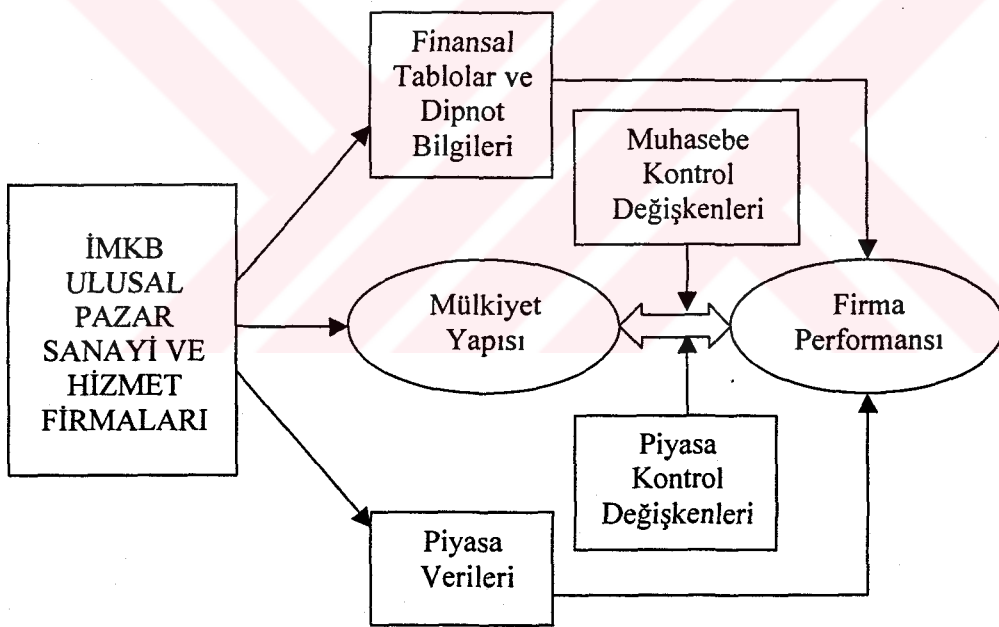
Bu bölümde, İMKB'deki imalat ve hizmet sektöründe faaliyette bulunan firmaların mülkiyet yapısı ve performansı arasındaki ilişkinin belirlenmesinde kullanılan değişkenler, kurulan modeller ve hipotezler sunulmaktadır. Bu ilişki, firmaların 2000, 2001 ve 2002 yılı verileri çerçevesinde ortaya konmuştur. Geleneksel olarak mülkiyet yapısının firmanın performansını açıklamada önemli bir değişken olduğu düşünülmektedir. Bu konudaki çalışmaların çoğu verilere ulaşılabilirlik nedeniyle gelişmiş piyasalar üzerinde yoğunlaşmıştır. Çoğu araştırmada AR-GE, reklam, büyüklük ve kaldıraç gibi değişkenler ilave edilerek, mülkiyet yapısı ve firma performansı ilişkisi incelenmektedir. Gelişmekte olan piyasalar, kendilerine özgü dinamizm ve homojen olmayan özellikleri nedeniyle gelişmiş piyasalardan farklıdır. Gelişmekte olan piyasalar, risk ve getirisi yüksek olan piyasalardır. Bu piyasaların birbirleri ve küresel ekonomiyle bağlantıları gelişmiş piyasalara oranla daha düşüktür. Bu nedenle, Türkiye'deki mülkiyet yapısı ve performans ilişkisinin gelişmiş ekonomilerden farklı şekilde olması beklenmektedir.

Çalışmada ilk olarak, mülkiyet yapısının firma performansını açıklayabileceği ve mülkiyet değişkenlerinin tümünün performans üzerindeki etkisinin aynı şekilde olmadığı varsayılmaktadır. Bu nedenle mülkiyet yapısı, mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliğine göre İMKB'nin şirketler yıllığına uygun olarak sınıflandırılmıştır.

İkinci olarak, mülkiyet ve performans arasındaki ilişkiye, firma veya sektör özelliklerinin etkileri de dahil edilmiştir. Ayrıca, açıklayıcılık gücünün artırılması ve diğer firma politikalarının performans ve mülkiyetle ilişkilerini görebilmek için cari oran, kaldıraç oranı, faaliyet nakit akışı, hisse senedi oynaklığı, sabit sermaye yatırımları gibi bazı ilave değişkenler de kullanılmıştır.

Son olarak, mülkiyet yapısının içselliği varsayımı üzerinde durulmuştur. Buna göre, ilişkide mülkiyet yapısının dışsal değil, içsel olabileceği de incelenip kontrol edilmiştir. Böylece, Türkiye'deki halka açık finansal sektörde faaliyet göstermeyen firmaların mülkiyet yapısı ve performansı arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır.

2000-2002 yıllarında incelenen firma sayısı sırasıyla, 186, 185 ve 183'tür. 2000 yılında firmaların 156'sı sanayi ve 30'u hizmet, 2001'de 156'sı sanayi ve 29'u hizmet ve 2002 yılında ise 157'si sanayi ve 26'sı hizmet sektöründe faaliyette bulunduğu tespit edilmiştir. Tüm firma verileri İMKB web sitesinde yayımlanan halka açık bilgilerden derlenmiştir. Çalışmada mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkisi, öncelikle mülkiyetin dışsal olduğu varsayımına göre kesitsel ve panel veri analiziyle incelenmiştir. Daha sonra, mülkiyetin içselliği varsayımının testiyle birlikte, mülkiyet ve performans arasındaki ilişki kesitsel ve panel veri analiziyle araştırılmıştır.



Şekil :1

### Mülkiyet Yapısı ve Performans İlişkisi Modeli

Şekil 1'deki model, mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Modele göre, performans göstergeleri hem muhasebe hem de piyasa verilerinden elde

edilmiştir. Ayrıca, modelde muhasebe ve piyasa verilerinden sağlanan firma özelliklerini yansıtan risk, yatırım, finansal yapı gibi kontrol değişkenlerinin mülkiyet ve performans arasındaki ilişkiye etkileri de dikkate alınmaktadır.

### 31. Mülkiyet Yapısı Değişkenleri

Finans literatüründeki çalışmaların çoğu, ABD'deki yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişki üzerinde yoğunlaşmıştır. Halbuki Avrupa, Doğu Asya ve gelişmekte olan ülkelerde mülkiyet yapısı, mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliğine göre sınıflandırılarak performans ilişkisi incelenmektedir. Dolayısıyla, mülkiyetin performansa etkileri ABD'den farklı bakış açısıyla ele alınmaktadır. Bunun nedeni ise, ABD'deki kurumsal mekanizmaların diğer ülkelere farklı olmasıdır.

ABD ve İngiltere gibi mülkiyet yapısının yaygın olduğu ülkelere temsil sorunu, yönetim ve yönetim dışında kalan hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından oluşmaktadır. Halbuki, mülkiyetin yoğun olduğu gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelere ise, temsil sorunu yönetim ve yönetim dışında kalan hissedarlardan hakim ve azınlık hissedarlar arasındaki çatışmaya dönüşmektedir (FAN ve WONG, 2002, s. 405-406). Böylece, firmayı kontrol altında tutan hakim hissedar ve azınlık hissedarları arasında çıkarların yakınlaşması ya da çatışması şeklinde iki ilişki olduğu görülmektedir.

Gerçekten de, CLAESSENS, GJANKOV ve LANG (2000) tarafından dokuz Doğu Asya ülkesindeki<sup>14</sup> firmalar üzerinde yapılan araştırmada ABD'den farklı özelliklerin bulunduğu ortaya konmuştur. Buna göre, hakim hissedarların azınlık hissedarların payını ele geçirmeye çalıştığı görülmüştür. Bu ülkelere mülkiyetteki yoğunlaşmanın ABD ve diğer gelişmiş ülkelere yüksek olduğu tespit edilmiştir. Büyük hissedar ile küçük hissedar çıkarları arasında bir ödünleşme oluşmaktadır. Ayrıca, yoğunlaşmış mülkiyet küçük hissedarların aleyhine olacak şekilde firma nakit akışlarının yeniden dağılımına neden olmaktadır.

<sup>14</sup> Bu ülkeler Hong Kong, Endonezya, Japonya, Güney Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan ve Tayland'dır.



Gelişmiş bir ekonomi olmasına rağmen Japonya'daki kurumsal yapı, ABD ve İngiltere'den daha farklı bir özelliğe sahiptir. Japonya'da bankalar, yönetimin gözetiminde aktif bir rol oynamaktadır. Bu durum MORCK, NAKAMURA ve SHIVDSANI (2000)'nin çalışmasında da tespit edilmiştir. Buna göre, Japonya'da yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki etkisinin ABD'de olduğu gibi eğrisel değil, doğrusal olduğu bulunmuştur. Bu doğrusal etkinin nedeni olarak Japonya'daki kurumsal yatırımcı mülkiyet yapısı gösterilmiştir.

Diğer taraftan, MCCONNELL ve SERVAES (1990), mülkiyeti elinde bulunduran hissedar özelliklerinin performansı farklı etkilediğini ifade etmiştir. Geleneksel finans teorisinde, hissedar kimliğine göre ayırım yapılmamaktadır. ABD'de genellikle bir firmanın hissedarlarının görece homojen bir grup olduğu görüşü kabul edilmektedir. Böylelikle, hissedarlar arasında bir ayırım yapılmaksızın firma performansının mülkiyetin yöneticiler ve diğerleri arasındaki dağılımına bağlı olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda, literatürde yer alan bir çok çalışmada hissedarların homojen bir grup olduğu düşünülmektedir.

Ancak, hissedarlar arasında performansa dayalı olan veya olmayan sebeplerden ötürü çıkar ayrılıkları bulunabileceğinden, hissedarların homojen olmayabileceği de ileri sürülmektedir. Dolayısıyla, benzer çıkarlara sahip olabilecek hissedarlar kendi içlerinde gruplandırılmaktadır. Böylece, yönetim dışında kalan hissedarların; kurumsal yatırımcılar, büyük hissedarlar (MCCONNELL ve SERVAES, 1990; MCCONNELL ve SERVAES, 1995), finansal kurumlar (LODERER ve MARTIN, 1997; MORCK, NAKAMURA ve SHIVDSANI, 2000), bağlı şirketler (GUGLER, 1998; GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO, 2001), yabancı yatırımcılar (KHANNA ve PALEPU, 1999; QI, WU ve ZHANG, 2000), kamu mülkiyeti (THOMSEN ve PEDERSEN, 2000; PEDERSEN ve THOMSEN, 2003; CHEN, 2003), küçük hissedarlar (GROSSMAN ve HART, 1980; ADMANI, PFLEIDERER ve ZECHNER, 1994) ve yerli kurumsal yatırımcılar (QI, WU ve ZHANG, 2000), biçiminde alt gruplara ayrılmak suretiyle performansa etkilerinin nasıl olduğu belirlenmiştir.

Yukarıda belirtilen nedenlerle bu çalışmada mülkiyet yapısı, mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliğine göre ele alınmıştır. Mülkiyet yoğunluğu, hissedarların yönetim

üzerindeki kontrol ve gözetim gücünü ortaya çıkarırken, hissedar kimliği, farklı hissedar gruplarının performansla ilgili tercih ve beklentilerini yansıtmaktadır. Böylece, iki farklı ölçüm kullanılarak mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkinin ayrıntılı şekilde gösterilmesi amaçlanmaktadır.

İMKB'nin 2000 yılından beri yayınladığı şirketler yıllığının mülkiyet yapısı sınıflaması Tablo 2'de verilmiştir. Çalışmada kullanılan mülkiyet değişkenleri, Tablo 2'den yararlanılarak elde edilmiştir. Firmaların bir kısmı mülkiyetle ilgili bilgileri ayrıntılı biçimde yayınlamamıştır. Mülkiyet yapısı, bu firmaların açıkladığı bilgiler çerçevesinde belirlenmiştir.

**Tablo :2**  
**İMKB'nin Firma Mülkiyet Sınıflandırması**

Hissedar Türü	Tutar	%
A. Sermayenin veya oy haklarının en az %10'una sahip hissedarlar	x	x
B. Yönetim veya denetim organlarında görevli pay sahibi kişiler	x	x
C. Firma üst ve orta düzey yöneticilerinin hisseleri	x	x
D. A, B veya C alt başlıklarında belirtilen hissedarlar ile birinci dereceden akrabalık ilişkisi bulunan pay sahibi kişilerin hisseleri	x	x
E. Sermaye yada toplam oy hakkı içinde %10'dan az paya sahip olmakla birlikte, (A) alt başlığında belirtilen tüzel kişi ortaklar ile aynı holding, grup yada topluluk bünyesinde bulunan tüzel kişi ortakların payı	x	x
F. Diğer ortaklar ve halka açık kısım	x	x
<b>Genel Toplam (A+B+C+D+E+F)</b>	<b>xx</b>	<b>xx</b>

Çalışmada mülkiyet yapısı, mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliğine göre aşağıdaki biçimde sınıflandırılmıştır:

**A. Mülkiyet yoğunluğu;**

1. En büyük hissedar mülkiyeti,
2. En büyük üç hissedar kümülatif mülkiyeti,
3. Küçük hissedarların kümülatif mülkiyeti (diğer ve halka açık kısım),

**B. Hissedar kimliğine göre mülkiyet;**

1. Yönetim kümülatif mülkiyeti (Yönetim veya denetim organlarında görevli pay sahibi kişiler ve firma üst ve orta düzey yöneticilerinin hisselerinin yüzdesi),

2. Yönetici hissedarlar ve en az %10 hisseye sahip olan büyük hissedarlarla birinci dereceden akrabalık ilişkisi bulunanların kümülatif payı olarak yakın akraba mülkiyeti,
3. Firma hisse senetlerinin %10 ve daha fazlasını elinde bulunduran kurumsal hissedarların aynı grubunda bulunan bağlı şirketlerin kümülatif mülkiyeti,
4. Yabancı yatırımcı kümülatif mülkiyeti,
5. Merkezi veya yerel kamu yönetiminin hisse senetleri olarak kamu mülkiyetidir.

### 32. Performans Değişkenleri

Finans literatüründe, firma performansının ölçülmesinde muhasebe ve piyasa verileri kullanılmaktadır. Çalışmada, muhasebe verilerinden türetilmiş karlılık oranları ve piyasa bilgilerini içeren çeşitli performans göstergeleri yer almaktadır. Muhasebe verileriyle hesaplanan performans göstergeleri tarihi verilere dayandığından, firmanın mevcut ve gelecekteki potansiyel performansını yansıtmada yeterli olamamaktadır. Bu nedenle, piyasa verilerine dayalı performans göstergeleri de dikkate alınmıştır. Çalışmada yer alan piyasa ve muhasebe performans göstergeleri takip eden kısımda açıklanmaktadır.

#### 320. Piyasa Performans Göstergeleri

Piyasa performans göstergeleri, yaklaşık Tobin  $q$  oranı, hisse senedi getirisi, firma piyasa değeri ve kazanç/fiyat oranı (KFO) olarak hesaplanmış değişkenlerdir. Bunlar hakkında ayrıntılı bilgilere aşağıdaki başlıklarda değinilmiştir.

##### 3200. Yaklaşık Tobin $q$ Oranı

Tobin  $q$  oranı, bir çok ekonomik ve finansal alanda önemli rol oynamaktadır. Tobin  $q$  oranı, firma performansının ölçülmesinde bir değerlendirme aracı olarak finans literatürüne girmiştir. BRAINARD ve TOBIN (1968) ve TOBIN (1969) tarafından yapılan çalışmalarda,  $q$  istatistiği firmanın dolanımda bulunan hisse senetleri ve borçlarının piyasa değeri toplamının varlıklarının cari yerine koyma maliyetine oranı şeklinde tanımlanmıştır. Bu oran, firmanın faaliyetlerini sürdürürken kullanılan varlıkların, yeniden üretim maliyetinden daha fazla bir değer yaratması mantığına dayanmaktadır. Böylelikle,  $q > 1$  olan

firmaların kıt olan kaynaklarını etkin bir biçimde kullandığı,  $q < 1$  olan firmaların ise kaynaklarını başarısız bir şekilde kullandığı ortaya çıkmaktadır. TOBIN ve BRAINARD (1977)'in çalışması ise,  $q$  oranını sermaye maliyetiyle ilişkilendirmiş ve  $q$  oranının hızlı düşüş gösterdiği firmalarda sermaye maliyetinin hızlı bir şekilde yükseldiğini ortaya koymuştur.

$q$  oranı ekonomik ve finansal açıdan değerlendirildiğinde, firma yatırım kararlarının ve farklı faaliyet alanlarının açıklanmasında da etkili bir araç olarak kullanılmıştır. Yatırım kararlarının karşılaştırılmasında yönetim mülkiyeti ve firma performansı arasındaki ilişkiler incelenirken, çeşitlendirme kararlarının karşılaştırılmasında ise, yönetim performansı ve ihale teklifi kazançları arasındaki ilişkiler  $q$  oranı yardımıyla belirlenmiştir.  $q$  oranının işletme finansı açısından önemli etkileri bulunmasına rağmen, iş yaşamında sık olarak kullanılmamaktadır. Yöneticilerin  $q$  oranını kullanma konusundaki isteksizliklerinin nedeni, beta gibi diğer önemli finansal verilerle karşılaştırıldığında kesinlik ve zaman yönünden uygunluğunun sınırlı olmasından kaynaklanmaktadır.

Finans literatüründe, mülkiyet yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin incelendiği araştırmaların çoğunda performans göstergesi olarak  $q$  oranı kullanılmıştır.<sup>15</sup> Bu nedenle,  $q$  oranı bu çalışmada bir performans göstergesi olarak yer almaktadır.  $q$  oranı genellikle uzun dönemli geçmiş performansın göstergesi biçimde yorumlanmaktadır.  $q$  oranı, firmanın değerini maliyetiyle karşılaştırmaktadır. Böylece,  $q > 1$  olan firmalar yüksek büyüme hızına sahip, sermaye maliyeti düşük, rekabet gücü yüksek ve iyi yönetilen firmalar biçiminde yorumlanmaktadır. Diğer taraftan,  $q < 1$  olan firmaların ise büyüme hızı düşük, sermaye maliyeti yüksek, rekabetçi gücü zayıf ve kötü yönetilen firmalar olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca, bazen  $q$  oranının sektör ortalaması, faaliyet gösterilen sektörün finansal sağlığının göstergelerinden birisi olarak da yorumlanmaktadır.

<sup>15</sup> Firma performansının incelendiği çoğu çalışmada Tobin  $q$  oranı kullanılmasına rağmen, bazı çalışmalarda firma performansı olarak kümülatif normal üstü getiri (WRUCK, 1989; BARCLAY ve HOLDERNESS, 1992); öz sermaye karlılığı (DEMSETZ ve LEHN, 1985; HOLDERNESS ve SHEEHAN, 1988); piyasa değeri/defter değeri oranı (CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL, 1997; MCCONAUGHY vd. , 1998; SHORT ve KEASEY, 1999); net nakit akışı/aktifin yerine koyma değeri (MORCK, SHELEIFER ve VISHY, 1988); hisse senedi getirisi (HAN ve SUK, 1998; COLE ve MEHRAN, 1998); aktif karlılık oranı (MEHRAN, 1995; HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA, 1999; LAUTERBACH ve VANINSKY, 1999) biçiminde göstergeler de kullanılmıştır.

Finans literatüründeki çalışmalarda  $q$  değeri, LINDENBERG ve ROSS (1981)'un hesaplama şekline göre elde edilmiş haliyle kullanılmıştır. Çoğu çalışmada kullanılmasına rağmen, LINDENBERG ve ROSS (1981)'un prosedürü çok karmaşık ve hantal olduğu için uygulanması güçtür. Ayrıca  $q$ 'nun bu hesaplama şekli, fazla veri gerektirmesi ve hesaplama güçlüğünden dolayı maliyetli olmaktadır. Bu yaklaşıma göre  $q$  oranını veren formülün payı, hisse senetlerinin toplam piyasa değeri, uzun vadeli borçların piyasa değeri, kısa vadeli borçlar ve net işletme sermayesi toplamından oluşmaktadır. Payda ise, toplam aktifin defter değeri, maddi duran varlıkların ve stokların düzeltilmiş defter değeri toplamından, maddi duran varlıklar ve stokların defter değerleri toplamının çıkarılması ile elde edilmektedir. Aşağıdaki (1) nolu eşitlikte  $q$  oranının LINDENBERG ve ROSS (1981)'a göre hesaplama biçimi sunulmaktadır:

$$q_{L-R} = \frac{AHISSE + IHISSE + PUVB + DKVB + DDÖNV - DKVB}{TA - DMDV + EMDV - DSTOK + ESTOK} \quad (1)$$

Bu eşitlikte,

<i>AHISSE</i>	=	Adi hisse senetlerin piyasa değeri,
<i>IHISSE</i>	=	İmtiyazlı hisselerin likidite değeri,
<i>PUVB</i>	=	Uzun vadeli borçların piyasa değeri,
<i>DDÖNV</i>	=	Dönen varlıkların defter değeri,
<i>DKVB</i>	=	Kısa vadeli borçların defter değeri,
<i>TA</i>	=	Toplam aktifin defter değeri,
<i>DMDV</i>	=	Maddi duran varlıkların defter değeri,
<i>EMDV</i>	=	Maddi duran varlıkların amortisman ve enflasyona göre düzeltilmiş defter değeri,
<i>DSTOK</i>	=	Stokların defter değeri,
<i>ESTOK</i>	=	Stokların düzeltilmiş defter değeridir.

LINDENBERG ve ROSS (1981), hesaplama biçiminin taşıdığı söz konusu olumsuzlukların giderilebilmesi amacıyla CHUNG ve PRUITT (1994), PERFECT ve

WILES (1994), LEWELLEN ve BADRINATH (1997)<sup>16</sup> ve LEE ve TOMPKINS (1999)<sup>17</sup> tarafından yapılan çalışmalarda  $q$  oranının daha basit hesaplama şekilleri ortaya konmuştur. Bu çalışmalarda belirtilen  $q$  hesaplama biçimi, gerekli veriler ve hesaplama çabası açısından daha avantajlı olmaktadır. Özellikle, CHUNG ve PRUITT (1994) ve PERFECT ve WILES (1994)'ın  $q$  hesaplama şeklinin gerektirdiği veriler firmaların temel finansal tablolarından kolaylıkla sağlanabildiğinden, araştırmacılara zaman ve çaba yönünden önemli tasarruflar sağlamaktadır.

LINDENBERG ve ROSS (1981)'un karmaşık hesaplaması CHUNG ve PRUITT (1994) tarafından yaklaşık biçimde daha basit hale getirilmiştir. Bu yaklaşık hesaplamayı gösteren  $q_{CP}$  eşitliği aşağıdaki (2) nolu denklemde sunulmaktadır:

$$q_{CP} = \frac{AHISSE + IHISSE + DUVB + DSTOK + DDONV - DKVB}{TA} \quad (2)$$

$DUVB$  = Uzun vadeli borçların defter değeri,

Diğer değişkenlerin tanımları (1) nolu denklemde ifade edildiği gibidir. Yaklaşık  $q$  olan  $q_{CP}$ 'nin,  $q_{L-R}$ 'den iki önemli farklılığı bulunmaktadır: Birincisi,  $q_{CP}$ 'da firmanın maddi duran varlıkların ve stokların yerine koyma değerinin defter değerlerine eşit kabul edilmesidir. İkinci farklılık ise,  $q_{CP}$ 'da uzun vadeli borç ve imtiyazlı hisse senetlerinin piyasa değerinin değil defter değerinin göz önünde bulundurulmasıdır. Her iki hesaplama tekniğinin ortak noktası ise, kısa vadeli borcun defter değeri ve adi hisse senetlerinin piyasa değerini benzer şekilde kullanmalarıdır (CHUNG ve PRUITT, 1994, s. 71).

<sup>16</sup> Yazarlar genel olarak LINDENBERG ve ROSS (1981)'un hesaplama biçimine sadık kalmakla beraber aktifin yerine koyma değerinden kaynaklanan farklılıklar bulunmaktadır. Daha gerçekçi bir metotla varlıkların yerine koyma değerinin hesaplandığı görülmekle birlikte, LINDENBERG ve ROSS (1981)'un hesaplama biçiminde olduğu gibi hesaplanma yine de karmaşık ve zahmetlidir. İstenen düzeyde hesaplama kolaylığına sahip değildir.

<sup>17</sup> LEWELLEN ve BADRINATH (1997)'in çalışmasında ise, sabit varlıkların yerine koyma değerinin hesaplanmasının başlangıç tarihindeki firma yatırımlarında hata olduğu ileri sürülmüştür. Söz konusu hatanın giderilmesiyle düzeltilmiş  $q$  oranının elde edilmesi gösterilmiştir. Ancak, düzeltilmiş  $q$  oranı da uygulanması pek pratik bir hesaplama biçimi değildir.

Yukarıdakinden farklı olarak PERFECT ve WILES (1994)'in yaklaşık  $q$  hesaplama yöntemi ise aşağıdaki (3) nolu denklemde sunulmaktadır:

$$q_{PW} = \frac{AHISSE + IHISSE + PUVB + DKVB}{TA - DMDV + EMDV - DSTOK + ESTOK} \quad (3)$$

Eşitlikte yer alan değişkenlerin tanımları (1) nolu denklemde belirtilmiştir. İki yöntem arasındaki en önemli farklılık,  $q_{CP}$ 'nin paydasında aktifin defter değeri yer alırken  $q_{PW}$ 'de ise sabit varlık ve stokların yerine koyma değerinin bulunmasıdır. Bu nedenle bu iki yöntem, aktifin defter değerinin yerine koyma değerinden uzaklaşmasıyla farklı sonuçlar vermektedir (DADALT, DONALDSON ve GARNER, 2003, s. 540). Bununla birlikte  $q_{CP}$  oranı,  $q_{L-R}$ 'ya göre hesaplanmış Tobin  $q$  oranıyla karşılaştırıldığında aralarındaki ilişkinin en azından %97 seviyesinde bulunduğu tespit edilmiştir. Bu sonuca göre,  $q_{CP}$  oranının  $q_{L-R}$  oranını en azından %97 seviyesinde açıklayabildiği ortaya çıkmaktadır (CHUNG ve PRUITT, 1994, s. 70-71). Diğer taraftan,  $q_{PW}$  oranı ile  $q_{L-R}$ 'nin karşılaştırılmasında korelasyon katsayısı 0.93 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca,  $q_{L-R}$  oranı ile orijinal Tobin  $q$  oranının karşılaştırılmasında korelasyon katsayısı 0.98 gibi yüksek seviyede olduğu görülmüştür (PERFECT ve WILES, 1994, s. 337-339). Böylelikle, hem  $q_{L-R}$  oranı hem de yaklaşık  $q$  oranlarıyla Tobin  $q$  oranı arasında yüksek korelasyonun bulunduğu sonucuna varılmıştır. Eğer  $q_{L-R}$  oranının hesaplanması için gereken verilere ulaşılamıyorsa,  $q$  oranının yaklaşık biçimde hesaplanması güvenilir olacaktır. Bu nedenle, analitik tahmin ve hesaplamada harcanan emek arasında bir uzlaşma yapıldığında, yaklaşık  $q$  olarak (2) nolu denklemle gösterilen  $q_{CP}$  hesaplama biçiminin tercih edilmesi gerekeceği görülür. Çünkü,  $q_{PW}$  ve  $q_{L-R}$  eşitliğinin paydasında yer alan aktifin yerine koyma değerinin hesaplanması, zahmetli ve verilere ulaşma bakımından sorunludur. Buna ek olarak, yukarıda ifade edilen  $q_{L-R}$  ile aralarındaki ilişkiden ötürü, CHUNG ve PRUITT (1994)'un yaklaşık  $q$ 'sunun PERFECT ve WILES (1994)'in yaklaşık  $q$ 'suna oranla daha hatasız bir yöntem olduğu ortaya çıkmaktadır.

CHUNG ve PRUITT (1994)'un çalışmasında ifade edilen yaklaşık  $q$  hesaplama biçimi AGRAWAL ve KNOEBER (1996), LODERER ve MARTIN (1997), KHANNA ve PALEPU (1999), HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999) ve HOLDERNESS,

KROSZNER ve SHEEHAN (1999) tarafından mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkileri incelemek amacıyla yapılan çalışmalarda kullanılmıştır.

Finans literatüründe, mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkileri incelemek amacıyla CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL (1997), MCCONAUGHY vd. (1998), SHORT ve KEASEY (1999), HOLDERNESS, KROSZNER ve SHEEHAN (1999) ve QI, WU ve ZHANG (2000) tarafından yapılan çalışmalarda ise, firma performans göstergesi olarak PD/DD oranı kullanılmıştır. Türkiye'deki YURTOĞLU (2000), ÖNDER (2000) ve GÜRSOY (2001)'un çalışmalarında da PD/DD oranı bir performans göstergesi olarak ele alınmıştır. Çalışmada, kullanılan yaklaşık  $q$  ve PD/DD oranı arasında 0.92 seviyesinde yüksek korelasyon hesaplanmıştır. İki değişken arasındaki bu önemli doğrusal ilişki nedeniyle, çalışmada PD/DD oranı bir performans göstergesi olarak kullanılmamıştır.

### 3201. Hisse Senedi Getirisi

Finans literatüründe, performans ve mülkiyet yapısı arasındaki ilişkide firma performans göstergesi olarak hisse senedi getirisi de kullanılmaktadır. Literatürde hisse senedi getirisi ve mülkiyet yapısı ilişkisinde, büyük hissedar, kurumsal yatırımcı ve yönetim mülkiyetinin firma performansı üzerindeki etkilerinin önemli olduğu görülmektedir (AGRAWAL ve MANDELKER, 1987; STULZ, 1988; SHLIEFER ve VISHNY, 1986; SHLIEFER ve VISHNY, 1997; HAN ve SUK, 1998 ve GÜRSOY, 2001). Bu çalışmada, hisse senetlerinin aylık getirilerinin geometrik ortalaması hisse senedi getirisi olarak alınmıştır. Getirilerin hesaplanmasında, hisse senedinin sermaye kazancı ve nakit kar payı ödemeleri aylık Toptan Eşya Fiyatları Endeksi dikkate alınarak reel hale dönüştürülmüştür. Böylelikle, enflasyonun getiri oranı üzerindeki etkisi giderilmeye çalışılmıştır.

Mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkinin incelendiği WRUCK (1989), LODERER ve MARTIN (1997) ve COLE ve MEHRAN (1998) gibi çalışmalarda hisse senedi getirisinin normal üstü kazancı performans göstergesi olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada ise, panel sabit etki analizi aracılığıyla sektör ve firma ortalama hisse senedi getirisi arasındaki farklılıklar dikkate alındığı için, normal üstü kazanç hesaplanmamıştır.



### 3202. Kazanç/Fiyat Oranı

Kazanç fiyat oranı (KFO), firmaların hesap dönemi sonundaki net dönem karının hisselerin aynı dönemin son işlem günündeki toplam piyasa değerine bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır. Bu çalışmada, hissedarların firmadaki toplam haklarının muhasebeyle belirlenen defter değeri olan öz sermaye yerine MIWA ve RAMSEYER (2003)'in çalışmasında olduğu gibi piyasa koşullarında oluşan cari değeri dikkate alınmıştır. Buna göre bu oran, hissedarların firmaya yaptığı yatırımlarından elde ettiği kazançla yatırımları arasındaki ilişkiyi yansıtmaktadır.

Bu çalışmada, hesap dönemlerini zararlarla tamamlayan firmaların sayısının fazla olduğu görülmüştür. Bu nedenle, fiyat kazanç oranının kullanılmasında negatif gözlemlerin analiz dışı tutulması gerekeceği için, bunun yerine kazanç fiyat oranının kullanılması tercih edilmiştir. Bu sakınca dolayısıyla, fiyat/kazanç oranı piyasa performans göstergesi olarak çalışmada yer almamıştır.

### 3203. Firma Piyasa Değeri

Firma piyasa değeri (FD), hisse senetlerin toplam piyasa değeri ve borçların defter değeri toplamı biçiminde hesaplanmıştır. Bu performans göstergesi, yaklaşık  $q$  oranının payına benzer olmasına rağmen paydada yer alan aktifin defter değerini dikkate alınmaz. Dolayısıyla, firma değeri performans ve mülkiyet yapısı arasındaki ilişkinin ne yönde olduğunu tespit etmek amacıyla kullanılmıştır. Ayrıca, bu gösterge yardımıyla yaklaşık  $q$  oranındaki net işletme sermayesi de ihmal edilmiş olmaktadır. Analizlerde firma değeri logaritmik dönüşümle hesaplamalara katılmaktadır.

### 321. Muhasebe Performans Göstergeleri

Çalışmanın muhasebe performans göstergeleri olarak nakit kar payı dağıtımı/net nakit girişi oranı (NKP/NNG), net nakit girişi/aktif oranı (NNG/AKTİF) ve net kar marjı (NKM) kullanılmıştır. Ödenen kar payı oranı veya kar payı ödeme oranı, firmanın nakit biçimde dağıttığı kar payı toplamının, ilgili hesap dönemi sonundaki net nakit akımına oranlanmasıdır. Net nakit akımı, basit olarak net dönem karına amortisman, itfa ve tükenme

paylarının ilave edilmesiyle hesaplanmıştır. Bu oran, firmanın faaliyeti sonucunda sağlanan kaynakların ne kadarının hissedarlara kar payı kazancı şeklinde dağıtıldığını göstermektedir. Özellikle, küçük yatırımcı açısından yatırımların getirisini belirlemede önemli bir performans göstergesi olmaktadır. Bu değişken YURTOĞLU (2000) ve GEDAJOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001), tarafından yapılan çalışmalarda da performans göstergesi olarak kullanılmıştır.

Aktif karlılık oranı, MEHRAN (1995), SİDİ (1996), ESTRIN ve ROSEVEAR (1999), QI, WU ve ZHANG (2000), YURTOĞLU (2000), ÖNDER (2000) ve GÜRSOY (2001) tarafından yapılan çalışmalarda, net dönem karının aktif toplamına oranlanması biçiminde kullanılmıştır. Ancak, çalışmada yer alan 78 firmanın en az bir hesap dönemini zararlı tamamlamış olmasından dolayı, aktif karlılığı nakit olarak ele alınmıştır. Bu performans göstergesi, CHO (1998)'nin çalışmasında kullanıldığı biçimde, firmanın net dönem karına amortisman, tükenme ve itfa payının ilave edilerek bulunan toplamın aktiflerin defter değerine oranlanması olarak hesaplanmıştır.

Diğer muhasebe performans göstergesi ise, firmanın net dönem karının net satışlara bölünmesi olan net kar marjı (NKM)'dir. Bu oran, firmanın faaliyetleri sonucunda oluşturduğu net katkının toplam faaliyet hacmi içindeki payını göstermektedir. Net kar marjı bir performans göstergesi olarak ÖNDER (2000)'in çalışmasında da kullanılmıştır.

### **33. Kontrol Değişkenleri**

Firma özelliklerinin optimal mülkiyet yapısı ve firma performansı üzerinde potansiyel etkileri bulunmaktadır. Yönetim ve hissedar davranışlarındaki farklılıklar firmaların varlık bileşimini de farklı kılmaktadır. Finans teorisi, yönetim mülkiyetinin yüksek olduğu firmaların varlıkları üzerinde hissedarların gözetiminin daha güç olmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır. Mülkiyet ve performans arasındaki ilişkileri açıklamaya yönelik çalışmalarda yönetim ve hissedar sağduyusunun yönelimini ifade etmek amacıyla değişik firma özellikleri de analize dahil edilmiştir. Örneğin, DEMSETZ ve LEHN (1985)'in mülkiyetin performans üzerindeki etkisini incelediği çalışmada, hisse senedi fiyatındaki oynaklık ve firmanın faaliyet gösterdiği sektörler analize dahil edilmiştir.

Bu çalışmada açıklayıcı değişken olarak firma büyüklüğü, AR-GE gideri, satış-pazarlama ve dağıtım gideri, maddi duran varlık yatırımı, faaliyet nakit akışı, hisse senedi getiri oynaklığı, kaldıraç oranı, firma faaliyet süresi gibi firma özellikleri yer almıştır.

### 330. Büyüklük

Büyük firmalar, ürün ve faktör piyasasında küçük olanlara göre daha sürdürülebilir bir rekabet üstünlüğüne sahip olmaktadır. Büyük firmaların finansman kaynakları, piyasa değerleri ve mülkiyet değeri küçük firmalara nazaran daha yüksektir. Mülkiyetin belli bir oranının daha yüksek bir değere sahip olması, büyük firmalarda mülkiyetteki yoğunlaşmayı düşürmektedir. Ayrıca, firma kontrolü için büyük firmalarda küçük firmalara oranla daha düşük mülkiyet payı yeterli olmaktadır. Bunlar, büyük firmalarda mülkiyet yapısının küçüklere nazaran daha yaygın olduğu anlamına gelmektedir. Firma büyüklüğünün söz konusu bu etkisinde risk yoktur. Büyüyen bir firmanın değerinin maksimumlaştırılmasında büyüklüğün hem risksiz hem de riskten kaçınma etkileri olacaktır. Bunun yanında, büyük firmalarda küçük hissedar paylarının büyük hissedarlar tarafından ele geçirilmesinin maliyeti daha yüksek olmaktadır (DEMSETZ ve LEHN, 1985, s. 1158). Böylelikle, firma büyüklüğü ve mülkiyetteki yoğunlaşma arasındaki ilişkinin negatif yönlü olması olasıdır.

Firma büyüklüğünün ahlaki tehlike konusunda da etkisi bulunabilir. Bir taraftan, gözetim ve temsil maliyetleri büyük firmalarda daha yüksek olabileceği için yönetim mülkiyetinin yükselmesi arzulanmaktadır. Ayrıca, büyük firmalarda çalışan yöneticiler daha başarılı ve zengin olacağından, bu firmalarda yüksek bir yönetim mülkiyet seviyesi görülebilmektedir (HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA, 1999, s. 364). Diğer taraftan ise, büyük firmalarda üst yönetim ve derecelendirme kuruluşları tarafından gözetim işlevinin gerçekleştirilmesinde ölçek ekonomisinden yararlanılabileceği için optimal yönetim mülkiyetine daha düşük bir seviyede ulaşılabilmektedir. Firma büyüklüğü değişkeni, mülkiyet ve performans ilişkisinde farklı göstergelerle ifade edilmektedir. Örneğin, firma büyüklüğü AGRAWAL ve KNOEBER (1996), CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL (1997), LAUTERBACH ve VANINSKY (1999), HOLDERNESS, KROSZNER ve SHEEHAN (1999), QI, WU ve ZHANG (2000), GÜRSOY (2001), DEMSETZ ve VILLALONGA (2001) tarafından aktifin defter değeri, LODERER ve MARTIN (1997), SHORT ve KEASEY (1999), HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA

(1999), ÖNDER (2000) ve YURTOĞLU (2000) tarafından net satış hasılatı, HAN ve SUK, (1998) ve PANTZALIS, KIM ve KIM (1998) tarafından öz sermayenin piyasa değeri ve MORCK, SHLEIFER ve VISHY (1988), MCCONNELL ve SERVAES (1990), MCCONNELL ve SERVAES (1995) ve CHO (1998) tarafından ise, aktifin yerine koyma değeri olarak kullanılmıştır. Bu çalışmada ise, firma büyüklüğü ölçüsü olarak net satış hasılatının logaritmik dönüşümü alınmıştır.

### 331. Yönetim Keyfiyetiyle Yapılan Harcamalar

Yöneticilerin kişisel isteklerine bağlı olarak yapılan harcamalar; maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, maddi duran varlık yatırımı ve faaliyet nakit akışı kalemleridir. Bu harcamalar, aşağıda açıklanmıştır:

1. Duran varlıklar görülebilir ve daha kolay denetlenebilir yatırımlar olduğu için, duran varlıkların aktifler içerisindeki yoğunluğunun daha yüksek olduğu firmalarda genellikle mülkiyet yapısının optimal düzeyinin daha düşük olması beklenmektedir (GETLER ve HUBBARD, 1988). Firma teknolojisinde sabit varlıkların göreceli önemi HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999), PALIA ve LICTENBERG (1999), YURTOĞLU (2000) ve CRONQVIST ve NILSSON (2001)'nin çalışmalarında olduğu biçimde “duran varlık/net satış oranı” ile gösterilmiştir. Bu çalışmada, duran varlıkların net satışlara oranı, mülkiyet yapısının belirlenmesinde kontrol değişkenlerden birisi olarak kullanılmaktadır.

2. Kolaylıkla gözlenebilmesi ve yöneticilerin kişisel isteklerine bağlı olarak yapılan diğer yatırımlar, maddi olmayan duran varlık kalemi olan AR-GE ve reklamlardır. Firmanın teknolojik seviyesini göstermede, maddi olmayan duran varlıkların rolü maddi duran varlıklara oranla daha büyüktür. Maddi duran varlığın tersine AR-GE ve reklam yatırımları ile mülkiyet yapısı arasında pozitif yönde bir ilişki görülmektedir (DEMSETZ ve LEHN, 1985; MORCK, SHLEIFER ve VISHY, 1988; MCCONNELL ve SERVAES, 1990 ve 1995; AGRAWAL ve KNOEBER, 1996; HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA, 1999; DEMSETZ ve VILLALONGA, 2001). Ancak, AR-GE harcamalarının bu çalışmada incelenen dönem içerisinde sadece on iki firmada aktifleştirildiği, diğerlerinde ise sadece gider olarak kaydedildiği tespit edilmiştir. Ayrıca, reklam harcamaları, tek düzen muhasebe hesap sisteminde bir varlık kalemi olmadığı için, gider kalemi olarak pazarlama,

satış ve dağıtım giderleri içerisinde yer almaktadır. Bu nedenle, çalışmada, AR-GE ve reklam maddi olmayan duran varlık biçiminde değil, gider kalemleri olarak ele alınmıştır. Bu harcama kalemleri sırasıyla, “AR-GE gideri/net satışlar” ve “pazarlama, satış ve dağıtım gideri/net satışlar” biçiminde analize dahil edilmiştir. Bu iki oran, çalışmada hem mülkiyet yapısının hem de performansın belirlenmesinde kullanılmaktadır.

3. Firma büyüme hızı ve yönetimin isteğiyle gerçekleştirilen yatırım fırsatları arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla faaliyet nakit akışı ve duran varlık yatırımı kullanılmıştır. Faaliyet nakit akışı; esas faaliyet karı ile amortisman, itfa ve tükenme payının toplamıdır. Faaliyet nakit akış oranı ise, faaliyet nakit akışının net satış hasılatına bölünmesidir. Bu oran, AGRAWAL ve KNOEBER (1996) ve HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999)’nın çalışmalarında ifade edildiği gibi firmanın pazar gücünü yansıtmaya amacıyla çalışmaya dahil edilmiştir. Ayrıca bu oran, performans ve mülkiyet arasındaki ilişkide performansın açıklanmasında etkili olması beklenmektedir. Firma yatırım oranı olarak da adlandırılan maddi duran varlıklara yapılan yeni yatırımların duran varlıklara oranlanması, HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999)’nın hesaplandığı şekilde ele alınmıştır. Bu oran, duran varlıkların teknolojik açıdan yenilenme ve sabit yatırımların nispi olarak gerçekleştirilme düzeyini verecektir. Bununla birlikte bu oranın, performans ve mülkiyet arasındaki ilişkide hem mülkiyet yapısına hem de performansa doğrudan veya dolaylı biçimde etkisi olmaktadır.

### 332. Getiri Oynaklığı

İstikrarlı fiyat, teknoloji ve pazar payının mevcut olduğu sektörlerde yer alan firmaların yönetim performansı, hissedarlar tarafından görece daha düşük maliyetlerle denetlenebilmektedir. Geleceğin tahmininin daha güç olduğu gelişmekte olan ekonomilerde ise, yönetim davranışının firma üzerindeki etkisinin daha belirleyici olmasına karşın, izlenmesi daha maliyetli olmaktadır (DEMSETZ, 1983, s. 385). Fiyat düzeyi, teknoloji ve pazar payında sık değişimlerin olması durumunda ise, firmanın varlık ve istihdam yapısının yeniden düzenlenmesine yönelik olarak, yönetimin daha fazla zaman ayırması gerekecektir. Bu dış etkenlerden dolayı, yönetim firmanın performansını iyileştirmeye daha az zaman ayırabilmekte veya olumsuzlukların giderilmesinde yeterli çaba gösterememektedir. Böylece, firmanın kontrolü firma faaliyet çevresiyle doğrudan bağlantılı olmaktadır.

Hissedarlar firmalarının başarısını etkileyebileceklerini düşünmektedirler. Bu ise, hissedarların kendi çıkarları doğrultusunda risk, fırsat ve yönetimin işten kaytarmasını kontrol edebilmeleriyle gerçekleşebilecektir. Böylelikle, hissedarın performans üzerindeki potansiyel kontrol gücü firma faaliyet çevresindeki değişkenlikle bağlantılı olacaktır (DEMSETZ ve LEHN, 1985, s. 1159). Bu değişim, firma ürün ve girdi fiyatlarındaki oynamalara göre farklı şekillerde ölçülebilir.

Firmanın karındaki değişim, hisse senedi getirisindeki ve muhasebe karındaki değişimlerle hesaplanabilmektedir. Gelirdeki değişimler aynı zamanda yönetimin risk karşısındaki davranışını da göstermektedir. Yönetim mülkiyet seviyesinin artması, yöneticilerin portföy çeşitlendirmesini daha az yaptığı anlamına geleceğinden, en uygun sözleşme çeşitlendirme ve performans teşvikleri arasında bir ödünleşmeyi içerecektir. Ayrıca, firma çevresindeki değişimin artmasıyla, yönetimin kendi başına karar vermesi artış gösterecek ve yönetim mülkiyeti de artacaktır (HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA, 1999, s. 365). Aynı durum, büyük hissedarlar için de geçerli olacaktır. Böylece, büyük hissedarlar ya gözetimin daha kolay yapılabilmesi için mülkiyet paylarını artıracaklardır ya da yüksek mülkiyetin maliyetli olmasından dolayı riskten kaçınmak amacıyla paylarını azaltacaklardır. Ancak, küçük hissedarların tersini tercih etmesi beklenmektedir.

Çalışmada, bu değişim DEMSETZ ve LEHN (1985), LODERER ve MARTIN (1997) ve YURTOĞLU (2000)'nun çalışmalarında olduğu şekilde hisse senedi aylık getirisinin standart sapmasıyla ölçülmüştür.

### 333. Kaldıraç Oranı

Borçlanmanın maliyeti, borçlanma anındaki ve borcun vadesi boyunca hüküm süren faiz oranlarına bağlı olacağından, kaldıraçın performans üzerindeki etkisi artırıcı veya azaltıcı yönde olabilir (DEMSETZ ve VILLALONGA, 2001, s. 221). Türkiye'de borç vade yapısının firma dışı faktörlerle genellikle kısa vadeli olması nedeniyle, borçlanma maliyeti daha fazla borçlanma anında geçerli olan faiz oranlarından etkilenmektedir. Bu durumda, borcun maliyeti yüksek olmakta ve yüksek finansman maliyeti performansı düşürmektedir. DURUKAN (1997) ve DAĞLI (1998) tarafından yapılan çalışmalarda bu sonuca

ulaşmıştır. Ayrıca kaldıraç oranı, kreditorlerin firma yönetiminin gözetimindeki muhtemel etkisini de yansıtabilecektir. Böylelikle, borç kullanımındaki artış yönetim dışındaki hissedarların çıkarlarına da hizmet edebilecektir. Bu durum, yönetim dışındaki hissedar payının düşük seviyede olduğu firmalarda, kreditorlerin yönetimin gözetimindeki önemini artıracaktır. Sonuçta, yöneticilerin sınırlama etkisinin önüne geçilmesi beklenmektedir.

Firmanın finansal yapısı, mülkiyet ve performans arasındaki ilişkisinin belirlenmesinde önemli bir unsur olarak MORCK, SHLEIFER ve VISHY (1988), MCCONNELL ve SERVAES (1990, 1995), AGRAWAL ve KNOEBER (1996), CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL (1997), LAUTERBACH ve VANINSKY (1999), SHORT ve KEASEY (1999), SİDİ (1996) ve GÜRSOY (2001) gibi çalışmalarda kullanılmıştır. Bu çalışmada kaldıraç oranı HEALY, PALEPU ve RUBACK (1992) ve AGRAWAL ve KNOEBER (1996) tarafından ileri sürüldüğü şekilde ele alınmıştır. Çalışmada kaldıraç oranı, firma toplam borçlarının defter değerinden hazır değer ve serbest menkul kıymetlerin düşülmesiyle elde edilen tutarın aktiflere bölünmesi biçiminde hesaplanmıştır.

### 334. Diğer Kontrol Değişkenleri

1. Cari Oran: Cari oran, firma likidite göstergesi olarak dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesidir. Bu oran, firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kabiliyetini göstermektedir. Likidite, firmanın yatırımları ve mülkiyet yapısı üzerinde etkili olmaktadır. Buna göre, likidite göstergesi olan cari oran, çalışmada, mülkiyet yapısının belirlenmesinde kullanılmaktadır. Likiditenin, CHO (1998)'nin çalışmasında yönetim mülkiyetine etkisi olumlu, NA (2002)'nin çalışmasında ise büyük hissedar mülkiyetine olumsuz ve kurumsal yatırımcı mülkiyetine olumlu etkisinin bulunduğu ortaya konmuştur.

2. Firma Faaliyet Süresi: Firma faaliyet süresi, firmanın yaşam tecrübesi ve ününün etkisini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Faaliyet süresinin, MORCK, SHLEIFER ve VISHY (1988), ABD'nde firma performansını azalttığı, YURTOĞLU (2000), ise Türkiye'de artırdığını tespit etmişlerdir. Bu çalışmada, firma faaliyet süresi CHEN ve HO (2000)'nin kullandığı biçimde firmaların kuruluşundan hesaplanan yapıldığı ana kadar geçen yıl sayısı olarak alınmıştır.

3. İhracat geliri: Bu değişken yabancı yatırımcı mülkiyet ve firma faaliyet gelirlerinin çeşitlendirilmesi arasındaki ilişkiyi yansıtmak için kullanılmıştır. İhracat gelirleri, firmanın ihracat gelirlerinin net satışlara oranlanmasıdır. Bu oranın, NA (2002)'nin ileri sürüldüğü gibi yerli yatırımcı davranışlarında önemli etkisinin olması beklenmediğinden, yerli mülkiyet denkleminde yer almamıştır. Buna göre, çalışmada yabancı yatırımcı mülkiyetinin belirlenmesinde kullanılmaktadır.

### 34. Performans Denklemleri

Mülkiyet yapısı ve firma performansının incelendiği çalışmaların çoğunluğunda mülkiyet yapısı, dışsal bir değişken olarak performansı etkilediği varsayılmıştır. Ayrıca bu çalışmalarda, firma performansının açıklanmasında önemli rol oynayan ilave bağımsız değişkenler de denklemlerde yer almaktadır (MORCK, SHLEIFER ve VISHY, 1988; MCCONNELL ve SERVAES, 1990, 1995; CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL, 1997; LAUTERBACH ve VANINSKY 1999). MORCK, SHLEIFER ve VISHY (1988)'e göre, mülkiyet ve performans arasındaki ilişkide sadece bu iki değişken ele alındığında, aralarındaki korelasyon yanıltıcı olabilmektedir. Buna göre çalışmada, yukarıda tanımlanan kontrol değişkenleri geçmiş araştırmalar doğrultusunda performans ve mülkiyet denklemlerinde yer almıştır. Böylelikle, performans denklemlerinde mülkiyet yapısı dışındaki diğer değişkenlerin duyarlılığı göz önünde bulundurulmaktadır.

DEMSETZ ve LEHN (1985)'den beri mülkiyet yapısının dışsal bir değişken biçiminde belirlenmesine yönelik eleştiriler yapılmaktadır. Buna göre, mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkinin açıklandığı MORCK, SHLEIFER ve VISHY (1988), MCCONNELL ve SERVAES, (1990 ve 1995) ve AGRAWAL ve KNOEBER (1996) gibi birçok çalışmada, mülkiyet yapısının içsel bir değişken olduğu düşünülmüştür. Mülkiyet yapısının içselliği durumunda, SEKK (Sıradan En Küçük Kareler) yöntemi bunu ifade etmede yetersiz kalmakta ve parametre katsayıları tutarlı olmamaktadır. Bu nedenle, mülkiyetin içselliği varsayımında iki aşamalı EKK yöntemi kullanılmaktadır (GUJARATI, 2001, s. 687). Bu nedenle, takip eden başlıklarda mülkiyet yapısının dışsal ve içsel olduğu varsayımlarına göre oluşturulmuş performans denklemleri yer almaktadır.



### 340. Mülkiyetin Dışsal Olması Durumunda Performans Denklemleri

Burada, mülkiyet yapısının dışsal olarak performans üzerindeki etkisini ortaya koyan denklemler ele alınmıştır. Bu etkinin belirlenmesinde, öncelikle firma faaliyet çevresi ihmal edilip, SEKK yöntemine göre yatay kesit performans denklemleri sunulmaktadır. Sonra ise, firma faaliyet çevresinin dahil edildiği, panel veri analizine göre performans denklemleri gösterilmektedir.

#### 3400. Yatay Kesit Performans Denklemleri

Bu bölümde, hem doğrusal hem de eğrisel performans denklemleri MCCONNELL ve SERVAES (1990 ve 1995) ve AGRAWAL ve KNOEBER (1996)'in araştırmalarında ifade edilen haliyle mülkiyetin performans üzerindeki etkisi gösterilmiştir. Ayrıca, yönetim mülkiyetinin yer aldığı performans denklemlerinde ise, MORCK, SHLEIFER ve VISHY (1988), WRUCK (1989), HERMALIN ve WEISBACH (1991) ve SHORT ve KEASEY (1999)'in irdeledikleri şekilde, yönetim mülkiyetinin performansa doğrusal olmayan etkisi, yönetim mülkiyetinin parçalı biçimde ele alınmasıyla da incelenmiştir. Dolayısıyla, mülkiyetin performans üzerindeki eğrisel etkisinde, mülkiyet değişkenlerinin kendisi ve karesi denklemlerde yer almaktadır. Doğrusal olmayan ilişkinin geçerliliği için, Lagrange Çarpın Testi uygulanmaktadır (KÖSEOĞLU ve YAMAK, 2001, s. 355). Test sonucunda karesel tanımlamanın geçerli olması durumunda, mülkiyetin hem kendisi hem de karesi denklemlerde yer alıp mülkiyet ve performansın doğrusal olmayan ilişkisi ele alınmaktadır.

#### 1. Doğrusal performans denklemi ve değişkenlerin tanımlaması:

$$\sum_{h=1}^7 PER_{hit} = \alpha + \sum_{j=1}^9 \beta_j MY_{jit} + \beta_{10} ARGE_{it} + \beta_{11} PAZ_{it} + \beta_{12} BORÇ_{it} + \beta_{13} BÜYÜK_{it} + \beta_{14} YAŞ_{it} + \beta_{15} DVYO_{it} + \beta_{16} FNAO_{it} + \beta_{17} SS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Burada,  $i$ = firma sayısı,  $t$  = yıl sayısı,  $j$  = mülkiyet yapısı değişken sayısı ve  $h$  = performans göstergesi sayısıdır. Ayrıca, eşitlikte yer alan performans göstergeleri; yaklaşık  $q$ , kazanç/fiyat oranı, getiri, firma değeri, kar payı ödeme oranı, net nakit akımı/aktif oranı

ve net kar marjıdır. Firma mülkiyet değişkenleri ise; en büyük hissedar, en büyük üç hissedar, yönetim, yönetim ve büyük hissedarların yakın akrabaları, bağlı şirket, küçük hissedar, yabancı yatırımcı, kamu mülkiyetidir.

$\sum_{h=1}^7 PER_h$  = Performans göstergeleri,

$\sum_{j=1}^9 MY_j$  = Mülkiyet yapısı değişkenleri,

*ARGE* = AR-GE giderlerinin net satışlara oranı,

*PAZ* = Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara oranı,

*BORÇ* = Toplam borçlardan hazır değerler ve serbest menkul kıymetler toplamının düşülmesinden sonra kalan tutarın aktif toplamına oranı,

*BÜYÜK* = Net satışların logaritması,

*YAŞ* = Firma faaliyet süresi,

*DVYO* = Duran varlık yatırımlarının duran varlıklara oranı,

*FNAO* = Faaliyet nakit akış oranı [(Faiz ve vergi öncesi kar + amortisman + itfa ve tükenme payı)/net satışlar oranı],

*SS* = Firma hisse senedinin getiri oynaklığı,

$\varepsilon$  = Denklemin hata terimidir.

2. Doğrusal olmayan, karesel firma performans denklemi ve değişkenlerin tanımlaması:

$$\sum_{h=1}^7 PER_{hit} = \alpha + \sum_{j=1}^9 \beta_j MY_{jit} + \sum_{j=1}^9 \beta_j MY_{jit}^2 + \beta_{10} ARGE_{it} + \beta_{11} PAZ_{it} + \beta_{12} BORÇ_{it} + \beta_{13} BÜYÜK_{it} + \beta_{14} YAŞ_{it} + \beta_{15} DVYO_{it} + \beta_{16} FNAO_{it} + \beta_{17} SS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$\sum_{j=1}^9 MY_j^2$  = Mülkiyet yapısı değişkenlerinin karesidir.

Buradaki değişkenlerin tanımlanması (4) nolu eşitlikteki gibidir.

3. Yönetim mülkiyetinin (YM) doğrusal olmayan, üç kısma ayrılmış parçalı gösterimle performansa etkisini ifade eden denklem ve değişkenlerin tanımlanması:

$$\sum_{h=1}^7 PER_{hit} = \alpha + \beta_1 YM1_{it} + \beta_2 YM2_{it} + \beta_3 YM3_{it} + \beta_4 ARGE_{it} + \beta_5 PAZ_{it} + \beta_6 BORÇ_{it} + \beta_7 BÜYÜK_{it} + \beta_8 YAŞ_{it} + \beta_9 DVYO_{it} + \beta_{10} FNAO_{it} + \beta_{11} SS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$YM1$  =  $YM < \%5$  ise  $YM$  ve  $YM \geq \%5$  ise  $\%5$  hesaplanmış,

$YM2$  =  $YM \leq \%5$  ise 0,  $\%5 < YM < \%25$  ise  $YM - \%5$  ve  $YM \geq \%25$  ise  $\%20$  olarak dikkate alınmış,

$YM3$  =  $YM \leq \%25$  ise 0 ve  $\%25 < YM$  ise  $YM - \%25$ 'dir.

Doğrusal olmayan (5) ve (6) nolu denklemlerde mülkiyet değişkenlerinin parametre katsayılarının aynı anda sıfır olduğu varsayımı Wald Testi aracılığıyla ele alınmaktadır. Test sonucunda sıfır olduğu varsayımı red edilirse, mülkiyetin performansı doğrusal değil, doğrusal olmayan biçimde etkilediği tespit edilmektedir.

#### 3401. Panel Performans Denklemleri

Yöneticiler, firmanın faaliyet gösterdiği bazı sektörlerde rehavete kapılıp firmanın değerini maksimumlaştırmada, hissedarların beklentilerini karşılayacak biçimde çaba göstermeyebilirler. Diğer yandan, her sektörün faaliyet ortamı, iş süreci ve rekabet şartları aynı değildir. Bu nedenle, sektörler arasında firma performansı ve mülkiyet yapısının farklı biçimlerde oluşması olasıdır. Sektör farklılığının mülkiyet yapısı ve firma performansı üzerindeki etkisinin önemli olduğu, DEMSETZ ve LEHHN (1985), AGRAWAL ve KNOEBER (1996), SİDİ (1996), CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL (1997), HAN ve SUK, (1998) ve PANTZALIS, KIM ve KIM (1998)'in çalışmalarında ortaya konmuştur. Ayrıca, HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999) ve CRONQVIST ve NILSSON (2001) tarafından yapılan çalışmalarda, mülkiyet ve performans arasındaki ilişkide, gözlenemeyen firma ve sektör özelliklerinin etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Bu çalışmaların sonucuna göre, yatay kesit (SEKK) bulguların açıklayıcılık gücünün düşük olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, firmaların mülkiyet ve performans politikalarında homojenlik olmadığı, davranış farklılığının bir kısmının firma içi faktörlerden kaynaklanabileceği de belirtilmiştir. Bununla birlikte, benzer durumun sektörler açısından da geçerli olduğu ileri sürülmüştür.

Mülkiyetin performans üzerindeki etkisinin firma veya sektör farklılığı dikkate alındığında nasıl olduğu incelenmelidir. Bu durum SEKK yönteminde ortaya konulamamaktadır. Hem firmalar hem de sektörler yönünden mülkiyet ve performans arasındaki ilişki panel veri analizi aracılığıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

Panel veri analizinde, zaman boyutuna sahip kesit seriler kullanarak ilişkiler tahmin edilmektedir (WOOLDRIDGE, 2001, s.408). Bu analizde, zaman serileri ve kesit serileri bir araya getirilerek, hem zaman hem de kesit boyutuna sahip veri seti oluşturulmaktadır. Kesitte yer alan gözlemlerin yıllar itibariyle tekrarı söz konusudur. Bu açıdan bakıldığında, panel veri analizinin temelinde tekrarlı varyans analizi ile varyans analiz modellerinin bulunduğu görülecektir (GREENE, 2000, s. 560). Bu modelde, hata terimlerinin tüm zaman dönemlerinde, tüm firmalardan bağımsız olduğu, ortalaması sıfır ve varyansı sabit olarak dağıldığı varsayılmaktadır. Denklem tek yönlü etkileşimli olarak tahmin edilirken firmalar, panelin birimi kabul edilmektedir. Böylelikle, firmalar arası politika farklılıklarının mülkiyet ve performans arasındaki bağlantıya etkisi görülebilecektir. Aynı şekilde, denklem tek yönlü tahmin edilirken, sektörler panelin birimi olarak alınmakta ve sektörler arasındaki farklılıkların mülkiyet ve performans ilişkisine etkisi tespit edilmektedir. Burada, firma veya sektör grupları arasında sabit terimin eşit olduğu hipotezi, F testiyle test edilmektedir. Hipotezin red edilmesi durumunda, sabit etki modelinin uygun olduğu ve gruplar arası farklılıkların önemli olduğu tespit edilmiş olmaktadır (BALTAGI, 2002, s. 309-310).

Tek yönlü sabit etki yönteminde görülemeyen firma veya sektör özellikleri, firma veya sektör sayısı kadar kukla değişkenle denklemin sabit teriminin firmalar veya sektörler arasında değişkenlik göstermesi sağlanarak görülebilir (MADDALA, 2001, s. 574). Her bir firma veya sektör için oluşturulan kukla değişkenler sabit terimin toplu etkisini her bir birimde ayrı şekillerde yansıtacaktır. Böylece, görülemeyen firma veya sektör özelliklerinin denkleme katılmasıyla bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkileri ölçülmektedir (STOCK ve WATSON, 2003, s. 278-279). Söz konusu tek yönlü sabit etki yöntemi, inceleme konusu edilen firma veya sektörlerin özelliklerinde inceleme dönemleri boyunca olabilecek değişimler göz ardı edilmektedir (WOOLDRIDGE, 2001, s.442). Zamanla firma özelliklerindeki değişimlerin, ölçülmesinde her bir dönem için oluşturulacak kukla değişkenlerle sabit terimin zaman süresince değişkenlik göstermesine

olanak verilmektedir. Bu ise, görülemeyen zaman özelliğinin etkilerini ifade edecektir (GREENE, 2000, s. 564). Ancak, çalışmada zaman etkisi dikkate alınmadan, sadece firma veya sektör tek yönlü sabit etkisinin mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkide oynadığı rol incelenmiştir. Mülkiyet yapısında zaman içerisindeki değişimler yavaş olduğu için çalışmada zaman sabit etki modeli kullanılmamıştır.

Mülkiyet ve performans arasındaki ilişkinin belirlenmesini konu alan çalışmalarda değişik sektör sınıflandırmaları çerçevesinde firmanın faaliyet gösterdiği sektörün belirleyiciliğinin önemli olduğu göz önünde bulundurulmuştur. Sektör sabit etki denklemlerinde, İMKB'deki sanayi ve hizmet sektörü firmalarının faaliyet gösterdiği 14 alt sektörün mülkiyet ve performansa etkileri ele alınmıştır. Firma sabit etkisinde ise, firma gözlenemeyen özelliklerinin mülkiyet ve performans arasındaki ilişkiye etkisi incelenmiştir. Ayrıca, örnek kitle İMKB Ulusal Pazar'da hisse senetleri işlem gören imalat sanayi ve hizmet firmalarının tümünü kapsadığı için sabit etki yöntemine ilave olarak tesadüfi etki yönteminin hesaplanması yoluna gidilmesinin gerekliliği ortadan kalkmaktadır (GREENE, 2000, s. 567). Aşağıda, sırasıyla firma veya sektör tek yönlü sabit etki denklemleri sunulmaktadır. Bu denklemlerde sabit etki değişkenleri dışındaki bağımsız değişkenler yukarıdaki başlıkta ifade edilen (4), (5) ve (6) nolu performans denklemlerinde yer alan değişkenlerdir.

1. Tek yönlü sabit etki modeli olarak firma sabit etki denklemi, yukarıdaki performans modellerinin hata terimi olan  $\varepsilon_{it} = f_i + u_{it}$  biçiminde iki kısma ayrılmaktadır. Burada,  $f_i$  firma sabit etkisi ve  $u_i$  beyaz gürültüdür. Firma sabit etki denklemi aşağıda sunulmuştur:

$$\sum_{h=1}^7 PER_{hit} = \beta_1 X_{it} + \beta_2 f_i + u_{it} \quad (7)$$

- $X$  = Performans denkleminde yer alan bağımsız değişkenler,
- $f$  = Firma sabit etki değişkeni,
- $u$  = Denklemin beyaz gürültüsüdür.

2. Tek yönlü sabit etki modeli olarak sektör sabit etki denklemi, yukarıdaki performans modellerinin hata terimi olan  $\varepsilon_{it} = s_i + u_{it}$  biçiminde iki kısma ayrılmaktadır. Burada,  $s_i$  sektör

sabit etkisi ve  $v_i$  beyaz gürültüdür. Sektör sabit etki denklemi ise, aşağıdaki biçimde ifade edilmiştir:

$$\sum_{h=1}^7 PER_{hi} = \beta_i X_{hi} + s_i + v_{hi} \quad (8)$$

$s$  = Sektör sabit etki değişkeni,

$v$  = Denklemin beyaz gürültüsüdür.

Yukarıdaki (7) ve (8) nolu denklemlerde firma veya sektör sabit etki değişkenlerinin bağımsız değişkenlerle ilişkili olduğu varsayılmaktadır. Modelde, sabit etki değişkenlerinin denklemde yer almasının F testine göre önemli olup olmadığı analiz edilir. Sabit etki değişkenleri önemli ise, sabit etki modelinin daha uygun olduğuna karar verilmektedir (PINDYCK ve RUBINFELD, 1998, s. 253). Aksi halde sabit etki değişkeninin mülkiyet ve performans arasındaki bağlantı üzerinde önemli bir etkisi bulunmadığı için SEKK'den farklı bir sonuç elde edilmeyecektir.

### 341. Mülkiyetin İçsel Olması Durumunda Performans Denklemleri

Burada, mülkiyet yapısının performansı yukarıda ifade edildiği gibi dışsal bir değişken olarak değil de, içsel olarak etkilendiği varsayımı göz önünde bulundurulmaktadır. Böylece, mülkiyeti etkileyebilecek performans ve diğer değişkenler yoluyla mülkiyet yapısı belirlenmektedir. Bu belirlemede, performans ve mülkiyet denklemleri eş anlı olarak çözülmelidir. Dolayısıyla, mülkiyet ve performans arasında iki yönlü ya da eş anlı bir ilişki vardır. Buna karşın, SEKK ve sabit etki yöntemleriyle içsellik varsayımının test edilmesi mümkün olmadığı için, içsellik varlığının araştırılmasında eş anlı denklem modellerinden yararlanılmaktadır (GUJARATI, 2001, s. 635).

Söz konusu eş anlı ilişki iki değişken arasında ve bu değişkenlerin içselliği irdeleme konusu olduğuna göre çözümlenmede iki ayrı denklem oluşturulup, eş anlı denklem sistemlerinden İAEKK yönteminden yararlanılabilir. Buna göre, İAEKK yönteminde ilki yukarıda gösterilmiş olan performans ve ikincisi ise aşağıda ifade edilen mülkiyet modeli olmak üzere iki denklem eş anlı olarak çözülmektedir. Ancak, öncelikle mülkiyetin içselliğinin test edilmesi gerekmektedir. İçsellik testinde mülkiyetin dışsal olmadığına karar verildikten sonra eş anlı çözüm yapılmaktadır. İçselliğin testinde, söz konusu mülkiyet

değişkeni ve performans denkleminin hata terimi arasında Hausman Model Kurma Sınamasına göre istatistiksel açıdan önemli bir korelasyonun olmadığı önermesi incelenmektedir. Sınama sonucunda, aralarında önemli korelasyon bulunursa, mülkiyetin içsel yani eş anlolu olduğu sonucuna varılmaktadır. Böylece, performans ve mülkiyet arasındaki ilişki iki aşamalı EKK yöntemiyle, araç değişkenler yoluyla araştırılmaktadır (PINDYCK ve RUBINFELD, 1991, s. 303-304). Aksi durumda ise, ilişkinin SEKK veya sabit etki yöntemleriyle belirlenebileceğine karar verilmektedir.

Eş anluluk varsayımında kullanılacak olan mülkiyet yapısı denklemi ve değişkenlerin anlamları aşağıda gösterilmiştir:

$$\sum_{j=1}^9 MY_{jii} = \alpha + \sum_{h=1}^7 \beta_h PER_{hii} + \beta_8 ARGE_{ii} + \beta_9 PAZ_{ii} + \beta_{10} BORC_{ii} + \beta_{11} PD_{ii} + \beta_{12} YAS_{ii} + \beta_{13} DVS_{ii} + \beta_{14} CO_{ii} + \beta_{15} SS_{ii} + \beta_{16} IO_{ii} + \beta_{17} FNAO + \varepsilon_{ii} \quad (9)$$

<i>PD</i>	= Firmanın hisse senetlerinin toplam piyasa değeri,
<i>DVS</i>	= Duran varlıkların net satış tutarına oranı,
<i>CO</i>	= Firmanın cari oranı,
<i>IO</i>	= İhracat gelirinin net satış hasılatına oranı,

İAEKK'nın birinci aşamasında, (9) nolu denklemin eşitliğinin sağ tarafındaki araç değişkenlerle tahmini mülkiyet değişkeni hesaplanmaktadır. İkinci aşamada ise, tahmin edilen mülkiyet (4) nolu performans denkleminde yerine konulmaktadır. Böylece, mülkiyetin performans üzerindeki etkisi eş anlolu olarak tespit edilmektedir. Mülkiyetin performans üzerindeki doğrusal olmayan etkisi için de (9) nolu denklemden elde edilen tahminin mülkiyetin karesi hesaplanıp, (5) nolu performans denkleminde koşturulmaktadır. Bu durumda, mülkiyetin performans üzerindeki doğrusal olmayan etkisi eş anlolu biçimde ortaya konmuş olur. (9) nolu mülkiyet denkleminde firma kukla değişkenleri ilave edilip, tahmini mülkiyet değişkeni panel veri analizine göre elde edilmektedir. Sonra, (7) nolu performans denkleminde yerine konup, denklem koşturulduğunda firma sabit etki analiziyle mülkiyetin içsel değişken olarak performans üzerindeki etkisi hesaplanmaktadır. Benzer biçimdeki işlemler, sektör kukla değişkenleri için önce (9) nolu mülkiyet denkleminde, sonra (8) nolu performans denklemlerinde yapılarak sektör sabit etki

analiziyle mülkiyetin içsel değişken olarak performans üzerindeki etkisi ortaya konmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken husus, (9) nolu denklemle tahmin edilen mülkiyet değişkenleriyle koşturulan (4)-(8) nolu performans denklemlerinin bağımsız değişkenlerinin parametre katsayıları güvenilirken, standart hatalar güvenilir değildir. Dolayısıyla, standart hatalar ikinci aşamada tahmin edilen mülkiyet değişkenlerinin yerine, gözlem değerlerinin kullanılmasıyla düzeltilmektedir<sup>18</sup> (GUJARATI, 2001, s. 635).

### 342. Hipotezler

Mülkiyet ve performans arasındaki ilişkide, firma içi ve dışı mekanizmaların işleyiş etkinliğine bağlı olarak, ülkeler arasında benzerlikler veya farklılıklar bulunmaktadır. Türkiye'nin gelişmekte olan bir ekonomiye sahip olması, kurumsal yapısının farklılığı, mülkiyet yoğunluğunun yüksek ve yönetim mülkiyetinin düşük seviyede olması gibi nedenlerle Türkiye'de mülkiyet ve performans arasındaki ilişkinin ABD ve İngiltere gibi gelişmiş ekonomilerden farklı olması olasıdır.

Çalışmada mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliği özellikleri çerçevesinde 2000-2002 yılları arasında Türkiye'deki halka açık sanayi ve hizmet firmalarının verileri kullanılarak, mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkiler ele alınmıştır. Aşağıda, mülkiyet ve performans arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik, mülkiyet özellikleriyle ilgili hipotezler sunulmaktadır.

Teorik açıdan mülkiyet yoğunluğunun firma performansı üzerindeki etkisinin olumlu ya da olumsuz yönde olduğu kesin değildir. Şöyle ki, eğer hissedarlar, firmanın piyasa değerini maksimize etmeyi amaçlarsa, mülkiyetteki yoğunlaşma daha fazla gözetim, azalan temsil maliyetleri, daha yüksek beklenen kar ve daha yüksek hisse senedi fiyatlarını gerektirecektir. Çünkü büyük hissedarlar, yöneticinin hissedarlar lehine çalışmasını sağlamak için firma gözetimini daha güçlü motive edebilmektedir. Ancak, hakim hissedarın hisse senedi değerini maksimum yapma dışında hedefleri varsa, mülkiyet yoğunluğu azınlık hissedarların değer maksimizasyonu bakış açısına ters olacak biçimde etkisi bulunmaktadır. Büyük hissedarlar sahip oldukları avantajlarla yönetim tarafından

<sup>18</sup> Rats ekonometri paket programında ikinci aşamada "create" komutunun kullanılmasıyla bu düzeltme işlemi yapılmaktadır (DOAN, 2003, s. 182).



yapılan aşırı harcamalar ve yönetimin sınırlama etkisini azınlık hissedarlarının yararına olacak biçimde kontrol edebilmektedir (LA PORTA vd., 2000; HOLDERNESS, 2001). Yalnız yüksek mülkiyet yoğunluğu, yönetim sınırlaması anlamına gelen fonların yanlış kullanımı ve firma piyasa değerinin azalmasına da neden olabilmektedir (MORCK, SHLEIFER ve VISHNY, 1988). Ayrıca, büyük hissedar servetinin çoğunu tek bir firmanın hisselerine yatırırsa, düşük risk ve getirili projelere odaklanıp riskten kaçınabilmektedir. Mülkiyet yoğunluğu ve firma performansı arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığı ortaya konmaktadır. Mülkiyet yoğunluğunun düşük olduğu seviyelerde daha büyük teşvik düzenlemesinden dolayı pozitif, yüksek olduğu seviyelerde sınırlama etkisinden ötürü negatif ve sifıra yaklaştığında ise, optimum değer maksimizasyonu biçiminde olduğu yönündedir (DEMSETZ ve VILLALONGA, 2001).

Diğer değişkenler sabitken, yönetime yönelik motivasyon düzenlemeleri mülkiyetteki yoğunlaşmanın temsil maliyetlerini azaltıp, performansı iyileşebilecektir (JENSEN ve MECKLING, 1976). Tüm hissedarlar azınlık hissedarları da dahil olmak üzere, değer maksimizasyonunu sağlamak için firmanın daha az miktarda yeni hisse senedi ihracını tercih edebileceklerdir. Bunun yanında, finansman hiyerarşisi teorisine göre yöneticiler yeni hisse senedi ihracı yoluyla sağlanan fonlarla proje finansmanından sakınmayı tercih edeceklerdir (MYERS ve MAJLUF, 1984). Böylece, daha düşük yeni hisse senedi ihracıyla finanse edilerek gerçekleştirilebilen yatırım düzeyi, daha yüksek firma değerini verecektir (LA PORTA vd., 2000). Böylelikle, SHLIEFER ve VISHY (1998)'in ileri sürdüğü firma kontrol düşüncesine göre firma performansı ile mülkiyet yoğunluğu arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkacaktır.

Böylelikle, mülkiyetin firmanın performansı üzerindeki etkisi, mülkiyet yoğunluğunun genel düzeyi ve firmaya özgü özelliklere bağlı olarak, pozitif, negatif veya önemsiz olabilmektedir.

Açıklanan durumlara uygun olarak, çalışmanın birinci hipotezi şöyledir:

Hipotez 1: Mülkiyetin dışsallığı varsayımında mülkiyetteki yoğunlaşma firmanın piyasa ve muhasebe performansını artırmaktadır. Bu artış, büyük hissedar mülkiyetinde doğrusal, küçük hissedar mülkiyetinde ise doğrusal olmayan biçimdedir. Küçük hissedarlar

pür yatırımcı oldukları için piyasa bilgilerine karşın daha duyarlıdırlar. Dolayısıyla, küçük hissedar mülkiyetinin piyasa performans göstergelerine düşük seviyelerde azaltıcı, yüksek seviyelerinde ise artırıcı etkisi olmaktadır. Buna karşın, küçük hissedarların muhasebe performans göstergelerine sınırlayıcı etkisi bulunmaktadır. İkinci aşamada, mülkiyet yoğunluğu sadece piyasa performansının içsel değişkenidir ve mülkiyet yoğunluğunun içsel olarak performansa etkisi, dışsallık varsayımındakine benzer biçimdedir.

Mülkiyet yoğunluğu değişkenleri olan en büyük, en büyük üç ve küçük hissedar mülkiyetinin performans üzerindeki etkilerinin SİDİ (1996) ve YURTOĞLU (2000)'nun çalışmalarında negatif olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, ÖNDER (2000) tarafından yapılan çalışmada ise, hem pozitif hem de negatif etkinin varlığı tespit edilmiştir. GÜRİSOY (2001)'un çalışmasında ise, büyük hissedar mülkiyetinin muhasebe performansı göstergelerine negatif, piyasa performans ölçütlerine ise pozitif etkisi olduğu görülmüştür. Yine GÜRİSOY (2001), küçük hissedar mülkiyetinin piyasa performansını azalttığı ve muhasebe performansını etkilemediği bulunmuştur. Söz konusu çalışmalarda, yatay kesit veya panel veri analizleri kullanılarak mülkiyet yoğunluğunun performans üzerindeki doğrusal etkisi incelenmiştir. Mülkiyet yoğunluğunun performansa doğrusal olmayan nitelikteki etkisi ve mülkiyetin içsel olabileceği göz ardı edilmiştir. Bu çalışma, farklı bakış açılarıyla mülkiyet yoğunluğu ve performans arasındaki ilişkinin çok yönlü biçimde sorgulanmasına imkan vermektedir.

Firmanın mülkiyetini elinde bulunduran hissedarların özellikleri performans üzerinde etkili olacaktır. Temsil teorisine göre, yönetim mülkiyeti ve performans arasındaki ilişki, çıkarların yakınlaşması ve sınırlama yaklaşımı çerçevesinde olmaktadır. Buna göre, çıkarların yakınlaşmasında tek tip pozitif yönlü bir ilişkiye karşın, sınırlama varsayımında mülkiyetin bazı derecelerde performansın ters yönde etkilenebileceği önerilmektedir. Böylece, sınırlama varsayımı mülkiyetle performans arasında doğrusal olmayan bir ilişkiyi ifade etmektedir. Firma hisselerinin %10 ve daha fazlasını elinde bulunduranlar ve yönetimdekilerle birinci dereceden akrabalık bağı olanların mülkiyeti ile performans arasındaki ilişkinin yönetim mülkiyetine benzemesi olasıdır. Ancak, yakın akraba mülkiyeti Türkiye'de genelde düşük seviyededir. Bu nedenle, yakın akraba mülkiyetinin performans üzerindeki etkisi önemli olmayabileceği gibi yönetim mülkiyetiyle aynı yönde olması da beklenebilir.

İstikrarlı bir yatırımcı olan bağılı şirketler, mülkiyet kararlarında karlılık ve riski göz ardı ettikleri için, performans ve mülkiyet payları arasındaki ilişki ya önemsizdir ya da negatif yönde oluşmaktadır. Çünkü hisselerini elinde bulundurdukları grup şirketinin büyüme fırsatları sunan sermaye yatırımları dışındaki diğer performans göstergeleri ile bağılı şirket mülkiyeti arasında ters yönlü ilişki, grup ana şirket stratejilerine daha uygundur. Buna karşın, Türkiye’de sermaye veya oy hakkının en az %10’una sahip olan kurumlarla aynı grupta bulunan bağılı şirket mülkiyetinin performans üzerindeki etkisinin büyük hissedarlara benzemesi olasıdır. Ancak, bu benzerliğin olmadığı durumlarda ise, etkinin eğrisel biçimde oluşması da beklenmektedir. Bu eğrisel etkinin ise, piyasa performans göstergeleri için geçerli olabileceği söylenebilir.

Bu çalışmada, yabancı yatırımcı mülkiyeti ve performans arasındaki ilişki POUND (1988) ve ZECHAUSER ve POUND (1990)’un çalışmalarında ileri sürülen verimli gözetim, çıkarların çatışması, stratejik düzenleme ve kazanç kurtarma varsayımları çerçevesinde ele alınmıştır. Türkiye’deki yabancı yatırımcı mülkiyetinin KHANNA ve PALEPU (1999), GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001) ve GÜRSOY (2001) tarafından yapılan çalışmalarda ulaşıldığı gibi, performansı artırıcı ve doğrusal etkisinin olması beklenmektedir. Böylece, yabancı yatırımcıların verimli gözetim hipotezine uygun davranış göstermeleri umulmaktadır.

Kamu mülkiyetinin özel mülkiyete oranla yeniliklerin teşviki ve maliyetlerin azaltılması konularında verimsiz olduğu ortaya çıkmaktadır. Aslında bu durum, serbest girişim ve özel teşebbüsün dinamikliği ile ilgili olmaktadır (SHLEIFER, 1998, s. 139-147). Genel olarak, hükümetler sahibi buldukları firmaların performansını düşürebilecek olan bir çok politik amaçlar doğrultusunda davranış sergilerler. Örneğin, ürün ve hizmetlerin fiyatlarını düşük tutmak, firmalarda istihdamı aşırı derece artırmak ve seçim kaygısı gibi nedenlerle firmaların verimliliğini olumsuz yönde etkileyen hedeflere yönelebilirler (ESTRIN ve ROSEVEAR, 1999, s.1129). Gerçekten de bu tür kar amacına ters olan davranışlar, refah ekonomilerinde hükümetler açısından piyasa yetersizliklerinin düzenlenmesinde rasyonel bir araç olmaktadır (THOMSEN ve PEDERSEN, 2000, s.694). Bu nedenle diğer değişkenler sabitken, kamu mülkiyetinin bulunduğu girişimlerde firma performansının daha düşük olması beklenmektedir.

Bu çerçevede çalışmanın ikinci hipotezi şu şekilde gerçekleştirilmiştir:

Hipotez 2: Hissedar kimliğine göre mülkiyetin performans üzerindeki etkisi farklı biçimlerde olmaktadır. Bu etki, doğrusal veya doğrusal olmayan biçimde hissedarın kimlik özelliğine göre farklı yönde olmaktadır. Buna göre, yabancı yatırımcı mülkiyeti performansı artırmaktadır. Ayrıca, kamu mülkiyeti performansı etkilememekte ya da azaltmaktadır. Ancak yönetim, yakın akraba ve bağlı şirket mülkiyetleri doğrusal veya eğrisel biçimde piyasa ve muhasebe performansını etkilemektedir. İkinci aşama olan mülkiyetin içsellğinde, hissedar kimliğinin performansa etkisi doğrusal olmaktadır. Bu doğrusal etki yabancı mülkiyetinde artırıcı, yönetim ve yakın akraba mülkiyetinde azaltıcı biçimdedir. Böylelikle, yabancı yatırımcılar etkin gözetim hipotezine, yönetim ve yakın akrabalar ise sınırlama hipotezine uygun davranış göstermektedirler.

SİDİ (1996) ve GÜRSOY (2001)'un çalışmalarında hissedar kimliğinin performans üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. SİDİ (1996)'nin çalışmasına göre, büyük hissedarın aile veya birey olmasının performansı artırdığı görülmüştür. GÜRSOY (2001)'un çalışmasında da bağlı şirket mülkiyetinin piyasa performansını artırdığı, ailelerin doğrudan kontrolünü ise azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, yabancı yatırımcı mülkiyetinin muhasebe performansını artırdığı ve kamu mülkiyetinin ise, piyasa performansını yükseltirken, muhasebe performansını azalttığı yönünde bulgular ortaya konmuştur. Ancak, ÖNDER (2000)'in çalışmasında, kamu, yabancı yatırımcı ve yönetim mülkiyetinin performansı etkilemediği bulunmuştur. Söz konusu çalışmalarda, mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişki doğrusal biçimde incelenmiştir. Buna göre, hissedar kimliğinin performans üzerindeki etkisinin farklı olduğu elde edilmiştir. Böylelikle, mülkiyet yoğunluğunun yanında hissedarların kimler olduğunun da performans üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4. TÜRK FİRMALARININ MÜLKİYET YAPISI

#### 40. Genel Açıklama

Son yirmi yıldır yaşanmakta olan küreselleşme akımıyla sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve dünya ekonomisindeki gelişmeler Türkiye ekonomisinde önemli değişimlere neden olmuştur. Türkiye’de 1980 yılından itibaren gözlenen serbestleşme süreciyle beraber sermaye ve para piyasalarının organizasyonu ile finansal piyasaların etkin ve sağlıklı işleyebilmesinin yolu açılmıştır. Özellikle, kamu firmalarının özelleştirilmeye başlanmasıyla mülkiyet yapısının özel kesime aşamalı biçimde aktarılışı ve özel kesim firmalarının ek fon taleplerini sermaye piyasasından sağlama isteği, firma mülkiyet yapısının homojenlikten uzak farklı çıkar grupları arasında dağılımına neden olmuştur. Bu dağılımla birlikte gelişmekte olan bir ekonomi olarak Türkiye’de halka açık firmaların mülkiyet yapısının nasıl biçimlendiği ve muhtemel etkilerin yönünün ne şekilde olabileceği üzerinde durulması önem arz eden bir konu olmuştur.

Mülkiyet yapısı ve firma performansı ilişkisini inceleyen uygulamalı çalışmalarda benzer sonuçlar ortaya konmuştur. Bu araştırmaların büyük çoğunluğu ABD’de yapılmıştır. Bu durum, ABD kurumsal yapısının diğer ülkeler için geçerli olamayacağını da beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla, PEDERSEN ve THOMSEN (1997), SHLEIFER ve VISHNY (1997), CLAESSENS, GJANKOV ve LANG (2000), THOMSEN ve PEDERSEN (2000) ve PEDERSEN ve THOMSEN (2003)’ün çalışmalarında ülkelerdeki mülkiyet yapısı ve mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkilerinin farklı şekillerde oluşacağı ortaya konulmuştur. Özellikle kurumsal yapının değişik sebeplerle etkili olmadığı ve aralarında herhangi bir homojenliğin bulunmadığı gelişmekte olan ülkelerde bu farklılıkların daha da belirginleştiği görülmüştür. Bunun nedeni, öncelikle, firmaların yönetim sorunları ve sorunların çözümü farklı olacağına, firmalar için uygun olan kurumsal yapı da aynı olmayabilir. İkinci olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki kurumsal

sistemiyle ilgili olarak ortaya çıkmaktadır. ABD'deki yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çatışmanın gelişmekte olan ekonomilerde, değişerek hakim hissedarlar ve küçük hissedarlar arasında olmasıdır. Üçüncüsü ise, küreselleşmeyle birlikte ortaya çıkan yabancı sermaye yatırımlarıdır.

Böylece bu bölümde Türk firmalarının mülkiyet yapısının inceleme dönemindeki durumu ortaya konmuştur. Ayrıca, firmanın faaliyette bulunduğu sektörün, firma büyüklüğünün ve firma büyüme hızının mülkiyet yapısına etkisi de tespit edilmiştir. Bu doğrultuda, İMKB Ulusal Pazar'da hisse senetleri işlem gören ve finansal sektörde faaliyet göstermeyen firmaların 2000-2002 yılları verileri kullanılmıştır. Dolayısıyla, bankalar, yatırım ortaklıkları, kiralama şirketleri, factoring şirketleri ve holdingler çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur. Tablo 3'de İMKB Ulusal Pazar'ın inceleme dönemini kapsayan genel özellikleri özet biçimde sunulmuştur.

**Tablo : 3**  
**İMKB Ulusal Pazar Bilgileri**

	2000	2001	2002
İşlem Hacmi (Milyar TL)	110.055.886	92.542.281	105.148.640
Piyasa Değeri (Milyar TL)	46.106.001	67.884.154	55.339.564
Fiyat Kazanç Oranı	16.82	108.33	195.92
GSMH (Milyar TL)	125.596.129	176.483.953	275.032.366
Piyasa Değeri/GSMH (%)	36.709	38.464	20.121
Firma Sayıları	287	279	262
Giren Firma Sayısı	36	1	5
Çıkan Firma Sayısı	6	6	27
Halka Arz Satış Tutarı (Milyar TL)	1.722.404	386	76.618
Yabancı Alımları (Milyar TL)	9.237.674	7.223.354	9.655.962
Yabancı Satımları (Milyar TL)	11.088.278	6.623.068	9.727.984
Yabancı Alım-Satım Farkı (Milyar TL)	-1.850.604	600.286	-72.022
İşlemler İçerisinde Yabancı Payı (%)	9.974	7.112	9.151

Tablodaki veriler, 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin İMKB'yi etkilemesine rağmen 1994 ve 1998 yıllarındaki kriz deneyimleri sayesinde İMKB'nin işlem hacmi, piyasa değeri ve yabancı yatırımları çekebilme yeteneği açısından krizin etkilerini belli ölçüde aşabildiği görülmektedir. Ancak ortalama hisse senedi karlılığı, işlem gören firma sayısı ve halka arz yoluyla fon sağlama yönünden krizin İMKB firmaları üzerindeki etkisinin 2002 yılı sonu itibarıyla devam etmekte olduğu gözükmemektedir. Özellikle,

yabancı yatırımlarını çekebilmede işlemler içindeki yabancı payının 2001'de düşmesine rağmen yabancıların net yatırımının pozitif ve 2002'de düşük seviyede bir negatifliğin bulunması yabancıların İMKB ile ilgili geleceğe yönelik beklentilerinin görünümünün görece olumlu olduğu söylenebilir.

#### 41. Mülkiyet Yapısı

Türk firmalarının mülkiyet yapısı yoğunluk ve hissedar kimliğine göre iki açıdan ele alınmıştır. Mülkiyet yoğunluğu üç, hissedar kimliği beş olmak üzere toplam sekiz mülkiyet değişkeni kapsamında Türkiye'deki halka açık sanayi ve hizmet firmalarının mülkiyet yapısı incelenmiştir. Mülkiyet yoğunluğu en büyük hissedar mülkiyeti (EBHM), en büyük hisseye sahip üç hissedarın kümülatif mülkiyeti (EB3HM) ve diğer küçük hissedar kümülatif payı ile halka açıklık oranının toplamı olan küçük hissedar mülkiyeti (KHM)'dir. Hissedar kimliği şeklinde mülkiyet yapısı değişkenleri ise, yönetim ve denetim organları ile üst ve orta düzey yönetici hisselerin toplamı olan yönetim mülkiyeti (YM), firma mülkiyetinin en az %10'una sahip hissedarlar ile yönetimdeki hissedarların birinci derece akrabalarının kümülatif mülkiyeti olan yakın akrabaların mülkiyeti (YAM), firma mülkiyetinin en az %10'una sahip kurumsal hissedarların grubu altında faaliyet gösteren firmaların hisse payı olan bağlı şirket mülkiyeti (BŞM), yabancı yatırımcıların sahibi olduğu kümülatif hisse payını gösteren yabancı yatırımcı mülkiyeti (YYM) ve merkezi veya yerel yönetimlerin kümülatif hisseleri olarak kamu mülkiyeti (KM)'dir.

Tablo : 4

#### Mülkiyet Yapısı Değişkenlerinin Korelasyonu

	EBHM	EB3HM	KHM	YM	YAM	BŞM	YYM	KM
EBHM	1.000							
EB3HM	.745	1.000						
KHM	-.527	-.775	1.000					
YM	-.343	-.378	-.050	1.000				
YAM	-.403	-.396	-.028	.392	1.000			
BŞM	-.217	-.138	-.025	-.148	-.063	1.000		
YYM	.300	.347	-.301	-.147	-.129	.026	1.000	
KM	.244	.151	-.107	-.078	-.066	-.035	-.090	1.000

Tablo 4'de mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliği değişkenlerinin panel verilerinin korelasyonu yer almaktadır. En büyük hissedar payı (EBHM) ile en büyük üç hissedarın

kümülatif payının (EB3HM) yüksek düzeyde doğrusal korelasyona sahip ve karşılıklı açıklama güçlerinin  $0.62^{19}$  olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu inceleme döneminde büyük hissedarların mülkiyetindeki değişimin %62'lik kısmının en büyük hissedar payıyla açıklanabildiğini ve firma mülkiyet yoğunluğunun yüksek seviyede olmasıyla birlikte en büyük hissedarın tek başına firma kontrolünde etkin olduğunu göstermektedir. Diğer mülkiyet yoğunluğu değişkeni olan küçük hissedar kümülatif mülkiyeti (KHM) ile EBHM ve EB3HM arasındaki korelasyon yüksek düzeyde ve negatiftir. KHM'nin EBHM'deki toplam değişimi açıklama gücü  $-0.27^{20}$  iken ve EB3HM'yi ise  $-0.56^{21}$ 'dir. Halka açıklık oranı ve diğer küçük hissedarların kümülatif mülkiyetinde %10'luk bir artış, sırasıyla EBHM'de %2.7 ve EB3HM'de ise %5.6 azalmayla sonuçlanmaktadır. Buradan özellikle halka açılmaların genellikle büyük hissedarların payının azaltılması yoluyla olduğu söylenebilir.

Hissedar kimliği ayırımına göre mülkiyet yapısı değişkenlerinden sadece yönetim (YM) ve yakın akraba mülkiyeti (YAM) arasındaki doğrusal korelasyon pozitif yönde ve önemlidir. YM'in YAM'ni açıklama seviyesi  $0.19^{22}$ 'dur. Bu ise, akraba hisselerindeki en azından beşte birlik bölümün yönetim mülkiyet seviyesiyle ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. YAM'nin seviyesindeki artışın YM'indeki artışla birlikte gerçekleştiği söylenebilir. Diğer hissedar kimliği değişikliklerinin karşılıklı açıklama düzeyleri ancak %1 civarında kalmaktadır.

En büyük hissedar mülkiyeti (EBHM) ile yönetim (YM), yakın akraba (YAM), bağlı şirket (BŞM) arasında doğrusal korelasyon negatif, yabancı (YYM) ve kamu mülkiyeti (KM) arasındaki ise pozitifdir. EBHM'nin, YM tarafından  $-0.19^{23}$ , YAM ve BŞM tarafından ise sırasıyla  $-0.23^{24}$  ve  $-0.06^{25}$  seviyesinde açıklandığı görülmektedir. En büyük hissedarların firma yönetimdekilerin, yakın akrabaların, bağlı şirketlerin mülkiyetini satın almak suretiyle kendi mülkiyetlerine kattıkları veya yönetimdekiler, yakın akrabalar, bağlı şirketler mülkiyetlerini ellerinden çıkarma çabasında bulunurken büyük hissedarın da bu

<sup>19</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>20</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>21</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>22</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>23</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>24</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>25</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.



hisseleri firma dolayısıyla da kendi servetinin azalmasını önlemek için satın aldığı söylenebilir. EBHM'nin, YYM tarafından  $0.10^{26}$  ve KM tarafından ise  $0.09^{27}$  açıklanmaktadır. En büyük hissedar payındaki %10'luk değişim yabancı yatırımcı ve %9'lüğü ise kamu mülkiyetine bağlı olmaktadır. Geriye kalan %81'lik kısmındaki değişimde yerli ve özel kesim hisselerine bağlı olduğu görülmektedir.

En büyük üç hissedar kümülatif mülkiyeti (EB3HM) ile yönetim (YM), yakın akraba (YAM), arasında doğrusal korelasyon negatif, yabancı (YYM) ve kamu mülkiyeti (KM) arasındaki ise pozitiftir. EB3HM, YM tarafından  $-0.25^{28}$ , YAM tarafından  $-0.17^{29}$  ve YYM ve KM tarafından ise  $0.12^{30}$  ve  $0.05^{31}$  seviyesinde açıklanmaktadır. Bu durum, en büyük üç hissedarın ya diğer hissedarların elindeki hisse senetlerini ele geçirdiğini ya da diğer hissedarların paylarını ellerinden çıkardığı için büyük hissedarların bu hisseleri kendi servetlerinin azalmasını önlemek için satın aldığını göstermektedir. Ayrıca, en büyük üç hissedar payının %12'si yabancı yatırımcı ve %5'i ise kamu hisselerindeki değişimle ilişkilidir. Yabancı yatırımcıların firmalarda en büyük hissedar olmasının yanı sıra en büyük hisseye sahip ilk üç hissedar içinde de yer alırken, kamu mülkiyetiyle en büyük üç hissedar mülkiyeti arasındaki ilişkinin düşük bulunması firmalarda kamunun çoğunlukla en büyük hissedar olduğunu göstermektedir. Yerli ve özel kesim mülkiyeti firmaların en büyük hissedar payının %81'ini belirleyebilirken, ilk üç hissedar payının ise %83'ünü belirleyebilmektedir. Böylelikle firmaların en büyük üç hissedar payındaki değişimin büyük çoğunluğunun yerli ve özel kesim şeklinde ifade edilen kurumsal ve bireysel ve/veya aile mülkiyeti kontrolü altındadır.

Küçük hissedarların kümülatif mülkiyeti (KHM) ile yabancı mülkiyeti (YYM) arasında olan korelasyon negatif ve önemlidir. KHM, YYM'ni  $-0.13^{32}$  kadar açıklayabilmektedir. Böylelikle, doğrudan yatırım yapan yabancı yatırımcıların diğer ve halka açıklık oranı daha düşük seviyedeki firmaların hisselerini satın almayı tercih ettikleri ortaya çıkmaktadır.

<sup>26</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>27</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>28</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>29</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>30</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>31</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

<sup>32</sup> SEEK denklemi  $R^2$  değeridir.

#### 410. Mülkiyet Yoğunluğu

Mülkiyet yoğunluğu hissedarların yönetimi etkileme gücünü gösteren bir ölçüdür. Mülkiyet yoğunluğu değişkenleri hisse senetlerinin hissedarlar arasındaki dağılımını göstermektedir. Mülkiyet yoğunluğu olarak en büyük hissedar mülkiyeti (EBHM), en büyük üç hissedarın kümülatif mülkiyeti (EB3HM) ve küçük hissedar mülkiyeti (KHM) değişkenleri ele alınmıştır. Bu değişkenler aracılığıyla Türk firmalarının mülkiyet yoğunluğu özelliği belirlenmeye çalışılmıştır. Takip eden başlıklarda, bu değişkenlere göre Türk firmalarının mülkiyet yoğunluğu tespit edilmiştir.

#### 4100. En Büyük Hissedar Mülkiyeti

Firmanın en büyük hissesine sahip olan bir hissedarın toplam hisse senetleri içindeki payını gösteren en büyük hissedar mülkiyetine (EBHM) göre mülkiyet yoğunluğu Tablo 5'de sunulmuştur. Mülkiyet yoğunluğu göstergesi EBHM'nin merkezi eğilim ölçüsünü gösteren ortalama değeri %46 ve ortanca değeri %44'dür. Aynı şekilde Türk firmaları mülkiyet yapısı içerisindeki EBHM'nin ortalaması SİDİ (1996), UĞURLU (1998), YURTOĞLU (2000), ÖNDER (2000) ve GÜRSOY (2001)'un çalışmalarında da %40-45 aralığında bulunmuştur. En büyük hissedar mülkiyetinin payının SCHLEIFER ve VISHNY (1986)'nin çalışmasında ABD'de %15, Avrupa firmalarında %20-29 (PEDERSEN ve THOMSEN, 1997; THOMSEN ve PEDERSEN, 2000; PEDERSEN ve THOMSEN, 2003) ve Güney Asya ülkelerinde ise, %31 (FAN ve WONG, 2002) olduğu ortaya konmuştur. Bu sonuç, Türk firmalarındaki en büyük hissedar kontrolünün ve mülkiyetteki yoğunlaşmanın daha fazla olduğunu göstermektedir. Yıllar itibariyle ortalama ve ortancanın eğiminin yavaş da olsa artış göstermesi, mülkiyetteki yoğunlaşmanın sürdüğünü ortaya çıkarmaktadır. Maksimum ve minimum değerler açısından yıllar itibariyle önemli bir değişiklik olmamıştır. Bu beklentilerle uyumlu bir bulgudur. Çünkü mülkiyet yapısının nakit gibi varlık likiditesi yüksek olmadığından, kısa dönemde oynaklıklar göstermez. Mülkiyet yapısında görülebilecek önemli değişiklikler ancak uzun dönemde oluşmaktadır. Tabloda görülen EBHM'nin çarpıklık ve basıklık değerleri, bu değişkenin normal dağılıma sahip olduğunu ve firmalar arasındaki dağılımının benzer biçimde olduğunu ortaya koymaktadır.

**Tablo : 5****En Büyük Hissedar Mülkiyetinin Tanımlayıcı İstatistikleri**

	2000	2001	2002	2000-20002
N	186	185	183	554
Ortalama	45.461	46.105	46.904	46.157
Ortalama Standart Hata	1.575	1.616	1.638	0.928
Standart Sapma	20.958	21.507	21.800	21.392
Ortanca	43.680	43.720	45.000	44.100
Minimum	1.97	1.56	1.8	1.56
Maksimum	98.17	98.17	98.17	98.17
Çarpıklık	0.299	0.269	0.212	0.259
Basıklık	-0.400	-0.502	-0.608	-0.521

Tablo 6'da, en büyük hissedarın firmaların %25'inde mülkiyetin yarıdan fazlasını ve firmaların yaklaşık %75'inde ise %30'un üstündeki bölümünü elinde tuttuğu görülmektedir. Buna göre, Türk firmalarının kurumsal sisteminde en büyük hissedarın hakim hissedar olduğu söylenebilir. Böylelikle, yönetim üzerinde etkin bir kontrol gücüne sahip olan en büyük hissedarın yönetimin gözetim işlevinde önemli bir rolünün olması beklenmektedir. Dolayısıyla, firma yönetiminin vereceği kararlarda en büyük hissedar etkili olabilmektedir.

**Tablo : 6****En Büyük Hissedar Mülkiyet Seviyesi**

Mülkiyet %	EBHMO	Firma Sayısı %	Kümülatif Firma %
0≤10	6.998	4.143	4.143
10≤20	14.763	6.026	10.169
20≤30	25.352	13.936	24.105
30≤40	35.428	16.948	41.054
40≤50	44.013	16.197	57.250
50≤60	52.998	17.137	74.387
60≤70	64.731	9.793	84.180
70≤80	75.523	7.345	91.525
80≤90	84.401	6.800	98.305
90≤100	95.627	1.695	100

En büyük hissedar mülkiyetinin (EBHM) mülkiyet yoğunluğunu temsilen %50 ve panel veride hesaplanmış olan ortanca değer olan %44'e göre iki alt gruba ayrıldığında, firmanın bazı finansal özelliklerinde bir farklılaşmaya sebep olup olmadığı bağımsız

örneklem t testi analiz yöntemi sonucuna göre Tablo 7'de sunulmuştur. Tablodaki büyüklük ve firma değeri 2000 yılı reel değerleriyle ifade edilmiştir.

**Tablo : 7**

**En Büyük Hissedar Mülkiyeti Karşılaştırması**

Tabloda değişkenlerin her bir sınıflama grubuna göre ortalama ve t değerleri yer almaktadır. M: Milyar TL'dir.

Değişkenler	MY>%50	MY<%50	t	MY>%44	MY<%44	t
$q_{CP}$	1.281	1.281	0.102	1.304	1.257	0.512
Getiri	-0.001	0.001	-0.309	-0.001	0.001	-0.430
Firma Değeri	236249M	145982M	1.465	246482M	122426M	2.245**
KFO	1.006	-2.680	0.643	0.809	-3.025	0.621
NKP/NNG	0.094	0.0984	-0.205	0.088	0.105	-0.963
NNG/AKT	0.150	0.530	-1.917*	0.124	0.612	-2.249**
NKM	0.053	-0.001	0.951	0.014	0.030	-0.291
Getiri Oynaklığı	0.235	0.246	-0.716	0.235	0.247	-0.801
Faaliyet Süresi	31.770	26.417	4.835***	31.371	26.030	5.032***
DVY/DV	0.3894	7.682	-2.295**	0.385	8.759	-2.299**
DVY/AKTİF	0.145	1.304	-2.265**	0.147	1.471	-2.258**
PAZ/SATIŞ	0.074	0.071	0.529	0.074	0.070	0.780
ARGE/SATIŞ	0.004	0.019	-1.475	0.004	0.022	-1.559
BORÇ/AKT	0.542	0.520	0.495	0.568	0.491	1.836*
BORÇ/FD	0.411	0.409	0.051	0.419	0.401	0.528
KVB/BORÇ	0.745	0.768	-1.548	0.747	0.770	-1.534
DV/SAT	0.510	0.737	-1.452	0.508	0.772	-1.502
AKTİFLER	127515M	83771M	1.765*	134799M	70021M	2.840***
SATIŞLAR	178057M	104694M	1.796*	181191M	90752M	2.435*
ÖZ SERMAYE	58480M	39999M	1.788*	60345M	35407M	2.586***
Hisselerin P.D.	167214M	102211M	1.325	172028M	87812M	1.919*
FNA/SATIŞLAR	0.255	0.659	-2.007**	0.233	0.742	-2.317**
FNA/FD	0.258	0.553	-1.550	0.238	0.617	-1.902*
SNA/AKTİF	0.286	0.667	-1.902*	0.273	0.736	-2.116**
Aktif Devir Hızı	1.212	1.274	-0.884	1.192	1.303	-1.605
Cari Oran	1.689	1.742	-0.321	1.662	1.776	-0.701
İhracat Oranı	0.304	0.235	2.907***	0.302	0.227	3.197***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tabloya göre, hakim hissedara sahip olmayan firmalarda, net nakit girişi/aktifler performans göstergesinin daha yüksek olduğu; diğer performans göstergelerinde ise hakim hissedarı bulunan ve bulunmayan firmalar arasında önemli bir farklılığın bulunmadığı tespit edilmiştir. Hakim hissedarı bulunmayan firmalarda, duran varlık yatırımlarının daha yüksek düzeyde gerçekleşmektedir. Ayrıca bu firmaların, faaliyet nakit akış oranının, serbest nakit akımı oranının da istatistiksel açıdan daha yüksek olduğu hesaplanmıştır.

Buna karşın, firma faaliyet süresi, muhasebe büyüklük ölçüleri ve ihracatın satışlar içindeki payı hakim hissedarı olan firmalarda biçimde daha yüksek bulunmuştur. EBHM'nin ortanca değerine göre mülkiyet yoğunluğu açısından firmalar iki gruba ayrıldığında da benzer farklılıklara ulaşılmıştır. İlave olarak, firma değeri performans göstergesi, hisse senetlerinin piyasa değeri büyüklük göstergesi ve borçların aktive oranının yoğun mülkiyete sahip firmalarda daha yüksek, faaliyet nakit akışının firma değerine oranının ise mülkiyetin görece daha az yoğun olduğu firmalarda daha yüksek gerçekleştiği sonucu elde edilmiştir.

Bu bulgular, hakim hissedarın bulunduğu firmaların uzun süreden beri faaliyette bulunduğu ve mülkiyetteki yoğunluklarının geçmişten beri süre geldiğinin bir göstergesidir. Ayrıca bu firmaların, daha büyük ve ihracat yoluyla gelir çeşitlendirmesini yapabildiği görülmüştür. Hakim hissedarı olmayan firmaların faaliyet sonunda kullanabilir daha fazla iç kaynağa ve daha fazla borçlanmak suretiyle dış finansman kaynağına sahip oldukları tespit edilmiştir. Dolayısıyla bu kaynakla da daha fazla duran varlık yatırımına gitmektedir. Hakim hissedarın bulunmadığı firmalar hem iç hem de borçlanma yoluyla elde edilen fonlarla sabit varlık yatırımlarını gerçekleştirmektedir.

**Tablo : 8**

**En Büyük Hissedar Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı**

%	Firma(%)	$q_{CP}$	Getiri	FD	KFO	NKP/NNG	NNG/AKT	NKM
0≤10	4.143	0.767	-0.007	28765M	4.960	0.178	1.381	0.336
10≤20	6.026	1.674	0.004	59850M	2.101	0.104	0.116	0.058
20≤30	13.936	1.203	-0.004	97385M	-7.034	0.085	0.378	0.022
30≤40	16.948	1.203	0.006	153163M	11.063	0.082	0.815	-0.032
40≤50	16.197	1.414	-0.001	242321M	-17.051	0.103	0.298	-0.094
50≤60	17.137	1.101	-0.004	302671M	4.212	0.122	0.068	-0.001
60≤70	9.793	1.335	-0.001	274495M	-9.324	0.0471	0.048	-0.038
70≤80	7.345	1.518	0.001	59547M	-0.0415	0.100	0.057	0.001
80≤90	6.800	1.313	-0.002	170579M	10.164	0.101	0.623	0.392
90≤100	1.695	1.632	0.013	372088M	-3.815	0.043	0.090	0.003
F		2.063**	0.198	1.251	1.100	1.157	1.125	2.390**

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 8'de en büyük hissedar payının %10'luk kesim noktalarına göre ayrımında, mülkiyet yoğunluğu grupları arasında firma performans göstergelerinde her hangi bir

önemli farklılık meydana gelip gelmediği varyans analiziyle test edilmiştir. Tabloda, firma mülkiyet yoğunluğu grupları arasında,  $q_{CP}$  oranının en büyük hissedar mülkiyet seviyelerinde farklılaşmasının nedeni  $0 \leq 10$  mülkiyet düzeyindeki büyük hissedar payının olduğu firmaların  $10 \leq 20$ ,  $40 \leq 90$  aralıklarındakilere nispeten daha düşük performans göstermiş olmasıdır. Net kar marjında büyük hissedar paylarının değişik seviyelerindeki firma davranışlarının farklılığı ise,  $40 \leq 60$  aralığı mülkiyet düzeyine sahip firmaların karlılığının  $80 \leq 90$  aralığı mülkiyetlilere göre daha düşük olmasındandır. Böylelikle, mülkiyetteki yoğunlaşmanın firma performansında önemli artışa sebep olduğu söylenebilir.

#### 4101. En Büyük Üç Hissedar Mülkiyeti

Firmanın en büyük üç hissedarının elindeki kümülatif hisselerin firma toplam hisse senetleri içindeki payını gösteren en büyük üç hissedar mülkiyetine (EB3HM) göre firma mülkiyet yoğunluğunun tanımlayıcı istatistiksel bilgileri Tablo 9'da sunulmuştur.

Tablo : 9

#### En Büyük Üç Hissedar Mülkiyeti Tanımlayıcı İstatistikleri

	2000	2001	2002	2000-20002
N	186	185	183	554
Ortalama	58.550	59.183	58.791	58.842
Ortalama Standart Hata	1.5148	1.538	1.589	0.892
Standart Sapma	20.153	20.470	21.153	20.559
Ortanca	61.010	63.020	62.330	62.335
Minimum	3	2.7	4.5	2.7
Maksimum	98.17	98.17	99.09	99.09
Çarpıklık	-0.531	-0.653	-0.511	-0.560
Basıklık	-0.272	-0.128	-0.291	-0.249

Mülkiyet yoğunluğu göstergesi olan EB3HM'nin ortalama değeri %59 ve ortanca değeri ise %62'dir. Bu değişkenin UĞURLU (1998), YURTOĞLU (2000), ÖNDER (2000) ve GÜRSOY (2001)'un çalışmalarında ortalama olarak %63-71 aralığında olduğu tespit edilmiştir. Buna göre, Türk firmalarındaki mülkiyet yoğunluğunun geçmişe oranla giderek azaldığı söylenebilir. Buna karşın, ampirik veriler Türk firmalarındaki mülkiyet yoğunluğunun ABD ve Avrupa firmalarına kıyasla daha fazla olduğunu ortaya koymaktadır (SCHLEIFER ve VISHNY, 1986; THOMSEN ve PEDERSEN, 2000; PEDERSEN ve THOMSEN, 2003). Yıllar itibarıyla ortalama ve ortancanın eğimindeki

değişimin yavaş olması, mülkiyetteki yoğunluğun dönemler itibariyle önemli oynaklık göstermediğini ifade etmektedir. En büyük hissedar mülkiyetinde elde edildiği şekilde EB3HM'nin maksimum ve minimum değerlerinde önemli bir değişiklik yaşanmadığı tespit edilmiştir. Buna göre, ikincil piyasası olmasına rağmen, varlık likiditesi düşük olduğu için mülkiyet yoğunluğunda önemli değişimler olmamıştır. Tablo verilerinden EB3HM'nin çarpıklık ve basıklık değerlerinin istatistiksel açıdan normal dağılıma sahip olduğu görülmüştür. Bu ise, en büyük üç hissedarın elinde tuttuğu hisselerin genelde birbirine yakın olduğunu yansıtmaktadır.

Tablo 10'da en büyük üç hissedarın firmaların %53'ünde hisselerin en azından yarısına, firmaların yaklaşık %82'sindeki ise %30'una sahip olduğu görülmektedir. Bu sonuca göre, Türk firmalarının kurumsal sisteminde en büyük üç hissedarın etkili olduğu söylenebilir. Böylelikle yönetim üzerinde etkin bir kontrol gücüne sahip olan en üç büyük hissedarın yönetimin gözetim işlevinde etkin bir rolünün bulunduğu tespit edilmektedir. Firma yönetiminin vereceği kararlarda büyük hissedarların birlikte hareket etmesi durumunda çok etkili olabileceği ortaya çıkmaktadır.

**Tablo : 10**

**En Büyük Üç Hissedar Mülkiyet Düzeyi**

Mülkiyet %	EB3HMO	Firma Sayısı %	Kümülatif %
0≤10	5.705	1.129	1.129
10≤20	13.957	3.767	4.896
20≤30	25.169	7.345	12.241
30≤40	34.855	6.214	18.455
40≤50	46.296	8.287	26.742
50≤60	53.905	20.338	47.080
60≤70	65.201	18.833	65.913
70≤80	74.496	19.021	84.934
80≤90	84.048	12.053	96.987
90≤100	94.823	3.013	100

En büyük üç hissedar kümülatif mülkiyeti (EB3HM) bir mülkiyet yoğunluğu ölçüsü olarak hem %50'ye hem de panel veride hesaplanmış olan ortanca değeri kesim noktası kabul edilmek suretiyle, firma finansal özelliklerinde bir farklılaşmaya neden olup olmadığı bağımsız örneklem t testi analiz yöntemine göre Tablo 11'de gösterilmiştir. EB3HM'nin %50 kesim noktasıyla firmaların iki gruba ayrılmasında; yoğun mülkiyetli

firmalarda  $q_{CP}$  ve FD performans göstergelerinin daha yüksek olduğu, diğer performans göstergelerinde ise iki grup arasında önemli bir farklılığın bulunmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, firma faaliyet süresi, pazarlama giderlerinin ve büyüklük ölçülerinin mülkiyetin daha yoğun olduğu firmalarda anlamlı biçimde daha yüksek bulunmuştur. EB3HM verileri %62 ortanca değerine göre mülkiyet yoğunluğu açısından iki gruba ayrılmasında da benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo : 11

## En Büyük Üç Hissedar Mülkiyet Karşılaştırması

Tabloda değişkenlerin her bir sınıflama grubunun ortalamaları ve t değeri yer almaktadır. M: Milyar TL

Değişkenler	MY>%50	MY<%50	t	MY>%62	MY<%62	t
$q_{CP}$	1.328	1.150	1.730*	1.370	1.190	1.973**
Getiri	-0.001	0.001	-0.259	0.001	-0.001	0.118
Firma Değeri	218662M	91182M	3.080***	247411M	121017M	2.297**
KFO	-1.124	-1.04	-0.011	0.337	-2.562	0.469
NKP/NNG	0.102	0.082	1.033	0.111	0.082	1.741*
NNG/AKTİF	0.270	0.635	-1.168	0.134	0.604	-2.160**
NKM	0.035	-0.013	0.773	0.033	0.011	0.402
Getiri Oynaklığı	0.238	0.250	-0.671	0.236	0.246	-0.640
Faaliyet Süresi	29.966	25.253	4.332***	30.767	26.621	3.872***
DVYO	2.794	9.415	-1.246	0.401	8.775	-2.290**
DVY/AKTİF	0.521	1.595	-1.201	0.151	1.472	-2.245**
PAZ/SATIŞ	0.075	0.064	1.946*	0.081	0.063	3.263***
ARGE/SATIŞ	0.014	0.008	0.458	0.015	0.010	0.454
BORÇ/AKTİF	0.528	0.532	-0.080	0.557	0.502	1.303
BORÇ/FD	0.400	0.437	-0.765	0.412	0.408	0.096
KVB/BORÇ	0.752	0.775	-1.353	0.737	0.780	-3.006***
DV/SATIŞ	0.625	0.681	-0.282	0.693	0.586	0.602
AKTİFLER	116335M	64492M	2.511**	128058M	76594M	2.254**
SATIŞLAR	161526M	66285M	3.505***	185059M	86498M	2.665***
ÖZ SERMAYE	53680M	32065M	2.104**	54228M	41500M	1.312
Hisselerin P.D.	156006M	58756M	2.986***	173581M	85922M	2.002**
FNA/SATIŞ	0.379	0.781	-1.363	0.240	0.736	-2.250**
SNA/AKT	0.405	0.776	-1.193	0.284	0.726	-2.015**
FNA/FD	0.342	0.660	-1.206	0.225	0.631	-2.032**
Aktif Devir Hızı	1.223	1.315	-1.042	1.243	1.252	-0.129
Cari Oran	1.788	1.531	1.393	1.670	1.768	-0.601
İhracat Oranı	0.270	0.249	0.775	0.258	0.271	-0.564

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Ek olarak, net nakit girişi/aktifler, duran varlık yatırımları, faaliyet nakit akışının satışlara oranı ve serbest nakit akımının aktife oranının mülkiyet yoğunluğunun düşük olduğu firma



grubunda önemli şekilde daha yüksek, kısa vadeli borcun toplam borçlar içindeki payının ise daha düşük olduğu hesaplanmıştır.

Bu bulgulara göre, yoğun mülkiyetli firmaların uzun süreden beri faaliyette bulunduğunu ve mülkiyetteki yoğunluğun geçmişten beri süre geldiği söylenebilir. Mülkiyetin yoğun olduğu firmaların daha büyük, performansının, ürün tutundurma çabalarının ve kısa vadeli borçlanmanın daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Mülkiyeti yoğun olmayan firmaların faaliyetleri sonucunda yarattığı kaynakların ve uzun vadeli borçlanmanın daha fazla olduğu görülmüştür. Dolayısıyla bu kaynakla da daha fazla duran varlık yatırımına gitmektedir. Böylece yaygın mülkiyetli firmalar faaliyet sonucu ortaya çıkan firma içi kaynaklar ve uzun vadeli borçlanma yoluyla elde edilen fonlarla sabit varlık yatırımlarını görece daha düşük maliyete katlanmak suretiyle gerçekleştirebilmektedir.

**Tablo : 12**

**En Büyük Üç Hissedar Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı**

%	Firma (%)	$q_{CP}$	Getiri	FD	KFO	NKP/NNG	NNG/AKT	NKM
0≤10	1.129	0.856	-0.002	62046M	18.747	0.034	0.134	0.035
10≤20	3.767	1.351	-0.011	42085M	0.111	0.060	0.225	0.352
20≤30	7.345	0.958	-0.002	41844M	-4.808	0.182	0.737	0.020
30≤40	6.214	1.040	0.021	68226M	10.984	0.048	1.016	-0.035
40≤50	8.287	1.351	-0.003	178424M	-9.968	0.035	0.513	-0.199
50≤60	20.338	1.134	-0.002	138506M	-5.339	0.079	0.622	0.037
60≤70	18.833	1.286	0.001	350765M	-2.735	0.097	0.040	-0.023
70≤80	19.021	1.430	0.001	136666M	0.808	0.135	0.073	-0.021
80≤90	12.053	1.357	-0.004	233948M	5.710	0.098	0.386	0.218
90≤100	3.013	2.148	0.001	390527M	-2.150	0.093	0.102	0.027
F		2.495***	0.448	1.588	0.366	2.282**	0.855	1.977**

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 12'de en büyük üç hissedar payının %10'luk kesim noktalarına göre ayrımında, mülkiyet yoğunluğu grupları arasında firma performans ölçülerinde her hangi bir önemli farklılık meydana gelip gelmediği varyans analiziyle test edilmiştir. Tabloda  $q_{CP}$ 'nin firmalar arasında farklı olması, 0≤10 ve 20≤30 aralığında en büyük üç hissedar mülkiyeti olan firmaların 70≤100 aralığında yoğun mülkiyetlilere oranla daha düşük performans sergilemelerindedir. Nakit kar payı dağıtımını açısından firma davranışlarındaki görülen farklılığın kaynağı 50≤70 ve 80≤100 arası yoğun mülkiyet yapısını bulunduran firmaların

daha yaygın mülkiyetli firmalara kıyasla yüksek kar payı dağıtmalarındandır. Net kar marjı göstergesinin mülkiyet yoğunluğu grupları arasındaki farklılığının nedeni  $40 \leq 50$  arası mülkiyetli firmaların kar marjının  $10 \leq 20$  ve  $80 \leq 90$  büyük hissedar mülkiyet payına sahip olanlardan önemli biçimde düşük gerçekleşmesidir. Bu durumda, EB3HM'ndeki artışın genel olarak firma performansını artırıcı etkide bulunduğu ileri sürülebilir.

#### 4102. Küçük Hissedar Mülkiyeti

Firmanın küçük hisselerine sahip diğer hissedarların payı ve halka açıklık oranı toplamının firma toplam hisse senetlerine bölünmesi olan küçük hissedar mülkiyetine (KHM) göre firma mülkiyet yoğunluğu verileri Tablo 13'de yer almaktadır.

**Tablo : 13**

#### **Küçük Hissedar Mülkiyeti Tanımlayıcı İstatistikleri**

	2000	2001	2002	2000-20002
N	186	185	183	554
Ortalama	31.703	31.474	32.144	31.773
Ortalama Standart Hata	1.2962	1.3157	1.3482	0.7609
Standart Sapma	17.245	17.505	17.937	17.534
Ortanca	29.090	28.000	30.000	29.100
Minimum	1.83	1.83	0.909	0.909
Maksimum	96.46	88.662	93.54	96.46
Çarpıklık	1.0395	1.0316	1.0027	1.019
Basıklık	1.1136	1.0945	1.1459	1.080

Mülkiyet yoğunluğu göstergesi KHM'nin merkezi eğilim ölçüsü olan ortalaması %32 ve ortanca değeri ise %29'dur. Bu sonuç SİDİ (1996), UĞURLU (1998), YURTOĞLU (2000), ÖNDER (2000) ve GÜRSOY (2001) tarafından ulaşılanlarla aynı doğrultudadır. Dolayısıyla, Türk firmalarındaki küçük hissedarların yönetim üzerinde yeterli etkinliğinin olmayacağı ortaya çıkmaktadır. Küçük hissedar mülkiyeti ABD, Avrupa ve Güney Asya ülkelerinde ortalama olarak %35-53 arasında yer almaktadır (SHORT ve KEASEY, 1999; PEDERSEN ve THOMSEN, 2003; CLAESSENS, GJANKOV ve LANG, 2000). Bu durum Türk firmalarındaki mülkiyet yoğunluğunun söz konusu ülkelerden daha fazla olduğunu ortaya çıkarmaktadır.

Yıllar itibariyle ortalama ve ortancanın eğimindeki değişim yavaş olduğu için mülkiyet yoğunluğu dönemler itibariyle önemli oynaklık göstermemektedir. KHM'nin maksimum ve minimum değerleri açısından yıllar itibariyle önemli bir değişiklik olmamıştır. Mülkiyet yapısındaki küçük hissedar mülkiyeti ikincil piyasaya rağmen firmaların yeniden hisse ihracıyla fon sağlaması uzun dönemli stratejik kararlara ve inceleme döneminde var olan ekonomik kriz dolayısıyla da yeni halka arzlar için uygun bir ortamın oluşmamasına bağlı olarak önemli bir değişim göstermemiştir. KHM değişkeninin çarpıklık ve basıklık değerleri istatistiksel açıdan normal dağılıma sahip olmasına rağmen, büyük hissedarların mülkiyetine göre firmalar genelinde küçük hissedar mülkiyetinin daha az homojen dağılım gösterdiği söylenebilir.

**Tablo : 14**

**Küçük Hissedar Mülkiyet Düzeyi**

Mülkiyet %	KHMO	Firma Sayısı %	Kümülatif %
0≤10	5.704	5.461	5.461
10≤20	15.823	22.411	27.871
20≤30	24.438	23.353	51.224
30≤40	33.328	20.339	71.563
40≤50	45.583	17.137	88.700
50≤60	54.018	3.955	92.655
60≤70	66.261	3.013	95.668
70≤80	74.452	2.072	97.740
80≤90	84.214	1.883	99.623
90≤100	95.000	0.377	100

Tablo 14'de küçük hissedarların firmaların %7.5'inde %50'nin üstünde mülkiyeti ve firmaların yaklaşık %51'inde ise %30'un altında mülkiyeti elinde bulundurduğu görülmüştür. Türk firmalarının kurumsal sisteminde küçük hissedarların önemli olmadığı ve yönetim üzerinde etkin bir kontrol gücüne sahip olamayan küçük hissedarlar yönetimin gözetim işlevinde önemli bir rolü bulunmamaktadır. Firma yönetiminin vereceği kararlarda büyük hissedarlarla çıkarlarının benzeşmesi halinde birlikte hareket ederek kendi çıkarlarına uygun olabilecek şekilde yönetim üzerinde etkili olabilirler. Büyük hissedarların çıkarları küçük hissedarlarınkıyla çeliştiğinde ise büyük hissedarlar kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmek suretiyle küçük hissedar çıkarlarına uygun olmayan

biçimde davranışlarda bulunacaklardır. Böylece, küçük hissedar yararları aleyhine olacak nitelikte büyük hissedarlar kendi faydalarını artırmış olacaktır.

Firmalar küçük hissedar kümülatif mülkiyetinin (KHM) %50 ve panel veride hesaplanmış olan ortanca değer olan %29'a göre iki gruba ayrılmıştır. Mülkiyet yoğunluğu farklı olan bu iki grubun finansal özelliklerinde bir farklılaşmanın olup olmadığı bağımsız örneklem t testi analiz yöntemiyle belirlenmiş ve Tablo 15'de gösterilmiştir.

**Tablo : 15**

**Küçük Hissedar Mülkiyeti Karşılaştırması**

Tabloda değişkenlerin her bir sınıflama grubunun ortalamaları ve t değeri yer almaktadır. M: Milyar TL'dir.

Değişkenler	MY>%50	MY<%50	t	MY>%29	MY<%29	t
<i>q<sub>CP</sub></i>	0.981	1.319	-2.343**	1.086	1.478	-4.349***
Getiri	-0.009	0.001	-0.996	-0.002	0.002	-0.831
Firma Değeri	69264M	19926M	-3.435***	139895M	230097M	-1.661*
KFO	-4.420	-0.681	-0.308	-2.178	-0.018	-0.351
NKP/NNG	0.052	0.102	-2.151**	1.889	0.085	-1.394
NNG/AKT	0.041	0.409	-1.070	0.492	0.242	1.152
NKM	-0.045	0.031	-0.531	0.001	0.045	-0.791
Getiri Oynaklığı	0.220	0.244	-0.952	0.247	0.235	0.763
Faaliyet Süresi	24.283	29.269	-2.927***	25.921	31.522	-5.281***
DVY/DV	10.135	3.855	0.636	8.605	0.478	2.248**
DVY/AKTİF	0.269	0.877	-0.655	1.426	0.183	2.135**
PAZ/SATIŞ	0.068	0.072	-0.505	0.066	0.078	-2.239**
ARGE/SATIŞ	0.014	0.012	0.093	0.019	0.006	1.178
BORÇ/AKTİF	0.513	0.532	-0.280	0.550	0.508	1.000
BORÇ/FD	0.360	0.416	-0.607	0.444	0.376	2.043**
KVB/BORÇ	0.852	0.747	6.114***	0.777	0.739	2.628***
DV/SATIŞ	0.622	0.642	-0.072	0.843	0.434	2.344**
AKTİFLER	63183M	107476M	-1.220	88493M	116608M	-1.221
SATIŞLAR	58474M	145940M	-3.338***	120679M	151609M	-0.827
ÖZ SER. DD	28825M	50329M	-1.404	47365M	48440M	-0.111
Hisselerin P.D.	34906M	142113M	-4.018***	98893M	161459M	-1.417
FNA/SATIŞ	0.560	0.477	0.236	0.612	0.360	1.144
SNA/AKTİF	0.200	0.543	-0.989	0.624	0.382	1.108
FNA/FD	0.406	0.430	-0.074	0.528	0.324	1.024
Aktif Devir Hızı	1.166	1.258	-0.847	1.228	1.267	-0.563
Cari Oran	1.478	1.750	-1.054	1.556	1.883	-2.009**
İhracat Oranı	0.257	0.266	-0.218	0.267	0.262	0.230

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablodan, KHM'nin %50 kesim noktasıyla firmaların iki gruba ayrılmasında yaygın mülkiyetli firmalarda  $q_{CP}$ , FD ve net nakit girişi/aktifler performans göstergelerinin daha düşük olduğu, diğer performans göstergelerinin ise iki grup arasında önemli bir farklılığının bulunmadığı görülmüştür. Yaygın mülkiyetli firma grubunda, firma faaliyet süresinin daha kısa, firmaların daha küçük ve borçlanma içinde kısa vadeli kaynakların daha fazla kullanıldığı bulunmuştur. KHM verileri %29 ortanca değeri baz alınarak firmalar mülkiyet yoğunluğu açısından iki gruba ayrıldığında da benzer bulgulara ulaşılmıştır. Ek olarak, yaygın mülkiyetli firmaların daha fazla duran varlık yatırımı gerçekleştirdiği, daha az ürün tutundurma harcaması yaptığı, firma değerine göre daha fazla borçlandıkları, duran varlıkların satışlar içindeki payının daha yüksek ve daha düşük cari oranla faaliyetlerini sürdürdükleri ortaya çıkmıştır.

Böylelikle, yaygın mülkiyetli firmaların daha genç, daha küçük, firma performansı daha düşük, ürün tutundurma çabası harcamalarının daha az, daha fazla borçlandıkları ve borçların içindeki kısa vadeli olanların payının daha yüksek olduğu, büyüme fırsatlarının daha fazla ve düşük likiditeyle çalıştıkları tespit edilmiştir. Yaygın mülkiyetli firmalar daha fazla sabit yatırım yaptığandan, yatırımın finansman kaynağı olarak firma faaliyetleri sonucunda yaratılan kaynaklar yeterli olamamaktadır. Bu nedenle, finansman hiyerarşisine uygun biçimde borçlanmaya gittikleri ve bu borcunda daha çok kısa vadeli olmasından likiditenin daha düşük olduğu görülmüştür.

Tablo : 16

## Küçük Hissedar Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı

%	Firma(%)	$q_{CP}$	Getiri	FD	KFO	NKP/ NNG	NNG/ AKT	NKM
0≤10	5.461	1.931	0.009	510369M	0.080	0.088	0.111	0.027
10≤20	22.411	1.380	0.001	245041M	4.509	0.096	0.251	0.121
20≤30	23.353	1.410	-0.002	138405M	-3.485	0.121	0.406	-0.036
30≤40	20.339	1.140	-0.004	182863M	-9.328	0.117	0.274	0.010
40≤50	17.137	1.131	0.008	145549M	6.763	0.071	0.874	0.030
50≤60	3.955	0.849	-0.003	109166M	-35.005	0.001	-0.173	-0.417
60≤70	3.013	1.069	-0.004	73634M	-1.466	0.163	-0.004	-0.127
70≤80	2.072	1.249	-0.030	22949M	17.750	0.031	0.1418	0.124
80≤90	1.883	0.857	0.005	26450M	25.906	0.001	0.449	0.667
90≤100	0.377	0.821	-0.060	84156M	19.456	0.103	0.096	0.029
F		2.731***	0.648	1.278	1.186	1.727*	0.653	2.822***

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

Tablo 16'da küçük hissedar payının %10'luk kesim noktalarına göre ayrımında, mülkiyet yoğunluğu grupları arasında firma performans göstergelerinde önemli farklılığın bulunup bulunmadığının varyans analizi sonuçları sunulmuştur. Analiz sonucunda,  $q_{CP}$  oranındaki farklılığın kaynağının, toplam hisselerin  $0 \leq 30$  arası küçük yatırımcı mülkiyetine sahip firmaların  $80 \leq 100$  arası olanlara kıyasla önemli düzeyde yüksek olması olduğu bulunmuştur. Nakit kar payı ölçüsündeki farklılığın sebebi  $10 \leq 50$  arası küçük hissedar mülkiyet payı olan firmaların  $50 \leq 60$  ve  $70 \leq 90$  arası küçük yatırımcı hissedarlığı olan firmalara göre daha yüksek kar payı ödemelerindedir. Net kar marjının küçük yatırımcı mülkiyet düzeylerinde farklılık göstermesinin nedenleri ise,  $80 \leq 90$  arası mülkiyet seviyesindeki firmaların  $20 \leq 30$  ve  $50 \leq 60$  olanlardan daha fazla karlı olmasındandır. Yaygın mülkiyetli firmaların daha yüksek nakit kar payı dağıtımını pür yatırımcı özelliğini taşıyan küçük hissedarların hisse senedi sermaye kazancı yanında kar payı kazancına da ilgisiz olmadığını ifade etmektedir. Ancak firma dışına fonların kar payı ödemesi şeklinde çıkışı durumunda firma yatırım ve yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla kullanabileceği kaynaklardan mahrum kalacağı için gelecekteki potansiyel kazanç ve büyüme olanaklarından mahrum kalmış olacaktır. Bu bulgular, yaygın mülkiyetli firmaların finansal performansının genelde daha düşük olduğunu, mülkiyetteki yoğunlaşmayla beraber performans göstergelerinde de artışın olabileceğini ortaya koymaktadır. Ancak, bunun yönünün doğrusal şekilde olmama olasılığı yüksek görünmektedir.

#### 411. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyet Yapısı

Firma mülkiyet yapısının belirlenmesinde mülkiyet yoğunluğu yanında hissedarların kimler olduğu da önemlidir. Firma strateji ve politikaları üzerinde mülkiyet yapısının etkilerinin sağlıklı biçimde tespit edilebilmesi için firma mülkiyetinin sadece mülkiyet yoğunluğuna göre değil, hissedar kimlikleri kapsamında da ele alınması gerekmektedir. Hissedar kimliğine göre mülkiyet yapısı değişkenleri, yönetim ve denetim organları ile üst ve orta düzey yönetici hisselerin toplamı olan yönetim mülkiyeti (YM), firma mülkiyetinin en az %10'una sahip hissedarlar ile yönetim mülkiyeti hissedarlarının birinci derece akrabalarının kümülatif mülkiyeti olan yakın akraba mülkiyeti (YAM), firma mülkiyetinin en az %10'una sahip kurumsal hissedarların grubu altında faaliyet gösteren firmaların hisseleri olan bağlı şirket mülkiyeti (BŞM), yabancı yatırımcıların sahibi olduğu yabancı

yatırımcı mülkiyeti (YYM) ve merkezi veya yerel yönetimlerin hisseleri olarak kamu mülkiyeti (KM)'dir.

#### 4110. Yönetim Mülkiyeti

Firmanın yönetim mülkiyeti (YM) Tablo 17'de görülmektedir. Türk firmalarında YM'nin ortalama değerinin %5.7 ve ortanca değerinin ise %0.029 olduğu bulunmuştur. Diğer ülke firmalarının yönetim mülkiyetinin ortalaması ise, SHORT ve KEASEY (1999)'in çalışmasında İngiliz firmaları için %12, MORCK, SHLEIFER ve VISHY (1988) ve MCCONNELL ve SERVAES (1990)'ın ise ABD firmalarında % 11-12 ve LICHTENBERG ve PUSHNER (1992)'in Japon firmalarında %7 olduğu tespit edilmiştir. Türk firmalarına göre bu ülkelerdeki yönetim mülkiyet seviyesi daha yüksektir. Böylelikle, Türk firmalarında yönetim mülkiyetinin düşük seviyede ve firma yöneticilerinin mülkiyete katılımının gelişmiş ülkelerden çok daha az olduğu söylenebilir. Yıllar itibariyle ortalama ve ortancanın eğimindeki değişim yavaş olduğu için yönetim mülkiyeti dönemler itibariyle önemli oynaklık göstermemektedir. YM'nin maksimum ve minimum değerleri açısından yıllar itibariyle herhangi bir değişim olmamıştır. YM değişkeninin çarpıklık ve basıklık değerleri istatistiksel açıdan normal dağılıma sahip değildir. Bu ise, Türk firmalarındaki yönetim mülkiyet seviyelerinin homojen biçimde dağılım göstermeyip, firmalar arasında yönetim mülkiyetinin değiştiğini göstermektedir. Benzer biçimde, UĞURLU (1998)'nun çalışmasında da Türkiye'de yönetim mülkiyetinin firmalar arasındaki dağılımının dengeli olmadığı ileri sürülmüştür.

**Tablo : 17**

#### Yönetim Mülkiyeti Tanımlayıcı İstatistikleri

	2000	2001	2002	2000-20002
N	186	185	183	554
Ortalama	6.578	5.129	5.315	5.677
Ortalama Standart Hata	1.009	0.803	0.707	0.505
Standart Sapma	14.231	11.570	10.281	12.140
Ortanca	0.025	0.028	0.030	0.029
Minimum	0	0	0	0
Maksimum	84	84	84	84
Çarpıklık	2.887	3.418	2.319	3.019
Basıklık	8.907	14.484	4.822	10.616

Tablo 18’de yönetim mülkiyetinin %5’lik kesim noktalarına göre firmalar arasındaki dağılımı sunulmuştur. Firmaların %41’inde YM’nin olmadığı, %35’inde %0≤5 aralığında ve %14’ünde ise %5≤25 aralığında olduğu görülmektedir. Yönetim mülkiyetinin %25’in üzerinde bulunduğu firmalar örnek külenin sadece %5,5’dir. Bu bulgular yönetim mülkiyeti firmaların %60’ındaki payı %0≤10 arasında, %20’sinde %11-50 arasında ve geriye kalan %20’sinde ise %50’sinden fazlasına sahip olduğu görülmüştür. Bu bulgular çerçevesinde Türk firmalarının kurumsal sisteminde yönetim mülkiyetinin önemli bir yerinin bulunduğunu söylemek güçtür. Firma yönetiminin genel hatlarıyla profesyonel nitelik taşıdığı ve ortak-yönetici özelliğinin örnek kütle firmaların sadece %17’sinde anlamlı olarak görülebildiği söylenebilir.

**Tablo : 18**  
**Yönetim Mülkiyet Düzeyi**

Mülkiyet %	YMO	Firma Sayısı %	Kümülatif %
0	0	41.054	41.054
0≤5	1.112	35.028	76.082
5≤10	7.306	7.533	83.615
10≤15	12.877	3.767	87.382
15≤20	17.181	2.636	90.018
20≤25	21.815	2.600	92.278
25≤30	27.947	2.600	94.538
30≤35	32.647	1.883	96.421
35≤40	36.408	0.942	97.363
40≤45	42.650	0.565	97.928
45≤50	48.342	0.753	98.681
50≤55	-	0	98.681
55≤60	57.273	0.565	99.246
60≤65	62.170	0.189	99.435
65≤70	67.196	0.189	99.624
70≤75	-	0	99.624
75≤80	-	0	99.624
80≤85	83.600	0.376	100

Tablo 19’da yönetim mülkiyetinin %5’lik kesim noktalarına göre ayırımında, değişik yönetim mülkiyet seviyelerine sahip firma grupları arasında firma performans göstergelerinde önemli farklılığın bulunup bulunmadığına yönelik varyans analizi sonuçları yer almaktadır. Yönetim mülkiyet seviyeleri firma performansı göstergelerinden kar payı ve aktif karlılığı hakkındaki firma politikalarının önemli biçimde farklılaşmasına



yol açmıştır. Yönetim mülkiyetinin  $35 \leq 60$  aralığı gibi yüksek seviyede olması durumunda firmaların daha fazla nakit kar dağıtımını gerçekleştirdikleri görülmüştür. Yönetim mülkiyetinin  $60 \leq 85$  aralığında yer alan firma gözleminin çok az olduğu dikkate alındığında yöneticilerin mülkiyetindeki artışla beraber dağıtılan kar paylarının da artış gösterdiği söylenebilir.

Tablo : 19

## Yönetim Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı

%	Firma (%)	$q_{CP}$	Getiri	FD	KFO	NKP/NNG	NNG/AKT	NKM
0	41.054	1.291	-0.007	277723M	2.398	0.107	0.194	0.039
$0 \leq 5$	35.028	1.283	-0.001	154449M	-2.666	0.093	0.219	0.028
$5 \leq 10$	7.533	1.224	0.019	97387M	-17.882	0.029	1.202	-0.038
$10 \leq 15$	3.767	1.419	0.052	81563M	6.165	0.035	0.034	-0.087
$15 \leq 20$	2.636	1.161	-0.003	48406M	-0.088	0.069	0.086	0.026
$20 \leq 25$	2.600	1.261	-0.003	59432M	18.528	0.033	1.062	0.052
$25 \leq 30$	2.600	1.655	-0.007	60633M	-0.044	0.089	3.818	-0.021
$30 \leq 35$	1.883	0.949	-0.001	33318M	24.712	0.004	0.224	0.100
$35 \leq 40$	0.942	0.795	0.014	31178M	-0.092	0.155	0.067	-0.047
$40 \leq 45$	0.565	1.984	0.060	107147M	0.021	0.199	0.090	0.020
$45 \leq 50$	0.753	0.927	0.002	42315M	-4.571	0.211	0.079	-0.059
$55 \leq 60$	0.565	1.095	-0.010	13488M	0.095	0.110	0.125	0.033
$60 \leq 65$	0.189	1.145	-0.081	8261M	-0.158	0	0.027	-0.059
$65 \leq 70$	0.189	1.841	-0.039	29194M	0.084	0.332	0.161	0.304
$80 \leq 85$	0.376	0.938	-0.020	16612M	-0.315	0	-0.136	-0.101
F		0.466	1.453	0.789	0.390	2.103**	2.263***	0.120

\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

Nakit anlamında aktif karlılığı ortalamasının yönetim mülkiyetinin  $5 \leq 10$  ve  $20 \leq 30$  olduğu firma gruplarında yüksek olduğu gözlenmektedir. Ancak yönetim mülkiyetinin  $20 \leq 30$  olduğu gruplarda yer alan gözlem sayısının çok az olması yorum yapmada güçlüğe neden olmaktadır. Bu gruptaki firmaların yönetim payının karlılığa etkisinin istatistiksel olarak önemli olmadığı bulunmuştur. Buna rağmen, yönetim mülkiyetinin  $5 \leq 10$  olduğu firma grubunda aktif karlılığının uygun yönetim düzeyi ve sabit varlık amortisman paylarının etkisinden dolayı yüksek olduğu söylenebilir. Böylece, yönetim mülkiyetinin belli bir seviyenin üstünde olması durumunda muhasebe performansını artırdığı görülmektedir.

#### 4111. Yakın Akraba Mülkiyeti

Firma mülkiyetinin en az %10'una sahip bireysel hissedarlar ve yönetimdeki hissedarlarının birinci derece akrabalarının kümülatif mülkiyeti olarak yakın akraba mülkiyetinin (YAM) tanımlayıcı istatistikleri Tablo 20'de sunulmuştur. YAM'nin ortalaması %2.9 ve ortanca değeri ise %0.013'dür. buna göre, Türk firmalarında YAM'nin düşük seviyede seyrettiği görülmektedir. Yıllar itibariyle ortalama ve ortancanın eğimindeki değişime göre YAM dönemler itibariyle önemli bir oynaklık göstermemektedir. YAM'nin maksimum değerinde 2001 ulusal ekonomik kriz yılında artış 2002'de ise azalma olmuştur. YAM değişkeninin çarpıklık ve basıklık değerleri istatistiksel açıdan normal dağılımdan bir hayli uzaklaşmaktadır. Bu ise, Türk firmaları mülkiyet yapısı içerisindeki yakın akraba mülkiyet seviyesinin örnek kütle firmaları arasındaki dağılımının birbirinden farklı şekilde olduğunu göstermektedir.

**Tablo : 20**

#### Yakın Akraba Mülkiyetinin Tanımlayıcı İstatistikleri

	2000	2001	2002	2000-20002
N	186	185	183	554
Ortalama	3.064	3.002	2.601	2.890
Ortalama Standart Hata	0.548	0.536	0.486	0.302
Standart Sapma	7.481	7.295	6.583	7.123
Ortanca	0.015	0.014	0.010	0.013
Minimum	0	0	0	0
Maksimum	37.543	41.320	35.200	41.320
Çarpıklık	3.014	3.112	3.202	3.114
Basıklık	8.607	9.589	9.989	9.256

Tablo 21, YAM'nin %5'lik kesim noktalarına göre firmalar arasındaki dağılımını belirtmektedir. Firmaların %66'sında YAM'nin bulunmadığı, %17'inde  $0 \leq 5$  aralığında ve %7.5'inde ise  $5 \leq 10$  aralığında olduğu görülmektedir. Geriye kalan firmaların %10'unda YAM  $10 \leq 45$  aralığındadır. Dolayısıyla, Türk firmalarının kurumsal sisteminde yakın akraba mülkiyetinin genelde önemli bir rolünün olduğu söylenemez. Böylece örnek kütlede sadece %18'ine yakın bölümünde görece YAM'nin mülkiyet yapısında anlamlı olabilecek seviyede yer aldığı gözlenmiştir.

**Tablo : 21**  
**Yakın Akraba Mülkiyet Düzeyi**

Mülkiyet %	YAMO	Firma Sayısı %	Kümülatif %
0	0	66.102	66.102
0≤5	1.628	17.326	82.428
5≤10	7.243	7.591	90.019
10≤15	12.345	2.825	92.844
15≤20	17.102	3.449	95.293
20≤25	20.895	1.130	96.413
25≤30	27.595	0.753	97.166
30≤35	32.165	1.890	99.056
35≤40	36.313	0.753	99.811
40≤45	41.320	0.189	100

Tablo 22'deki varyans analizi sonucuna göre, YAM'nin %5'lik kesim noktalarına göre ayırımında, firma grupları arasında performans göstergelerinin önemli farklılığın bulunup bulunmadığı gösterilmiştir.

**Tablo : 22**  
**Yakın Akraba Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı**

%	Firma (%)	$q_{CP}$	Getiri	FD	KFO	NKP/NNG	NNG/AKT	NKM
0	66.102	1.281	-0.001	222718	0.154	0.106	0.311	0.022
0≤5	17.326	1.183	-0.001	943834	0.575	0.0469	0.080	0.031
5≤10	7.591	1.777	-0.001	254711	4.952	0.088	0.103	0.037
10≤15	2.825	1.217	0.0105	40566	-50.813	0.083	3.232	0.056
15≤20	3.449	1.232	0.006	41286	-0.011	0.025	0.083	0.017
20≤25	1.130	1.234	0.010	62675	-0.112	0.120	-0.017	-0.038
25≤30	0.753	1.157	0.004	61456	-2.309	0.073	6.151	-0.223
30≤35	1.890	0.738	0.005	20545	-18.917	0.070	0.041	-0.022
35≤40	0.753	1.325	-0.104	63595	20.486	0.089	0.087	0.037
40≤45	0.189	0.509	0.082	8463	12.367	0.001	0.089	0.014
F		1.325	1.158	1.736	0.978	3.325***	5.139***	0.083

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tabloya göre, firmalarda büyük hissedar ve yönetimin yakın akrabalarının payının değişik seviyelerinde kar payı dağıtımı ve aktif karlılığı açısından firma davranışlarında farklılıklar oluşturduğu tespit edilmiştir. Kar payı dağıtımının, yakın akraba mülkiyetinin 20≤25 arası olduğu firma grubunda, aktif karlılığının ise, yakın akraba mülkiyetinin 10≤15 ve 25≤30 seviyelerinde daha yüksek gerçekleştiği görülmektedir. Dolayısıyla, kar payı dağıtımı ve aktif karlılığına YAM seviyesinin etkili olduğu ortaya çıkmaktadır.

#### 4112. Bağlı Şirket Mülkiyeti

Firmanın hisselerinin %10 ve daha fazlasını elinde bulunduran kurumsal yatırımcı grubunun içerisinde yer alan firmaların sahibi bulunduğu kümülatif hisselerin toplam hisselerine oranı olan bağlı Şirket mülkiyetinin (BŞM) özet istatistiksel bilgileri Tablo 23'de görölmektedir. BŞM'nin ortalaması %2.5 ve ortanca değeri ise %0.015'dir. Buna göre, Türk firmaları kurumsal sistemi içerisinde bağlı Şirket mülkiyetinin önemli ve firma yönetimi üzerinde doğrudan gözetim yapabilme gücüne sahip olduğunu söylemek güçtür. Yönetim üzerinde ana grup Şirketin büyük hissedar olması sebebiyle dolaylı Şekilde ve ana Şirket stratejileri doğrultusunda görece önemli düzeyde etkili olabilecektir (UĞURLU, 1998; YURTOğLU, 2000; GÜRSOY, 2001).

**Tablo : 23**

#### Bağlı Şirket Mülkiyeti Tanımlayıcı İstatistikleri

	2000	2001	2002	2000-20002
N	186	185	183	554
Ortalama	2.553	2.747	2.237	2.513
Ortalama Standart Hata	0.343	0.372	0.398	0.203
Standart Sapma	4.723	5.068	4.597	4.796
Ortanca	0.020	0.010	0.010	0.015
Minimum	0	0	0	0
Maksimum	24	25	24	25
Çarpıklık	2.304	2.313	2.758	2.435
Basıklık	5.469	5.429	8.313	6.160

Yıllar itibariyle ortalama ve ortancanın eğimindeki değişim yavaş olması bağlı Şirket mülkiyetinin dönemler itibariyle istikrarlı olduğu gösterir. BŞM'nin maksimum ve minimum değerleri açısından yıllar itibariyle herhangi bir değişim olmamıştır. BŞM değişkeninin çarpıklık ve basıklık değerleri istatistiksel açıdan normal dağılıma sahip değildir. Bu durum, Türk firmalarında bağlı Şirket mülkiyet seviyesinin benzerlik taşımayıp, firmalardaki payının farklı biçimde dağılım sergilediğini ortaya çıkarmaktadır.

Tablo 24'de bağlı Şirket mülkiyetinin %5'lik kesim noktalarına göre firmalar arasındaki dağılımı yer almaktadır. Firmaların yaklaşık %56'sında BŞM'nin bulunmadığı, %25'inde  $0 \leq 5$  aralığında ve %16'sıda ise  $5 \leq 15$  aralığında olduğu görölmektedir. Bağlı Şirket mülkiyetinin  $15 \leq 30$  aralığında bulunduğu firmalar örnek kütleinin sadece %3'dür. Türk

firmalarının kurumsal sisteminde bağı şirket mülkiyetinin genelde önemli bir yerinin bulunduğunu söylemek güçtür. Böylece firmaların sadece %19'unda görece bağı şirket mülkiyetinin anlamlı seviyede mülkiyet yapısının içerisinde yer aldığı gözlenmiştir. Bu ise, dolaylı kontrolün Türkiye'de yaygın olmayıp, doğrudan kontrolün daha yaygın olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo : 24

## Bağı Şirket Mülkiyet Düzeyi

Mülkiyet %	BŞMO	Firma Sayısı %	Kümülatif %
0	0	55.559	55.559
0≤5	1.750	25.057	80.616
5≤10	7.381	11.092	91.708
10≤15	12.062	5.090	96.798
15≤20	16.63	1.130	97.928
20≤25	22.843	1.883	99.811
25≤30	25.110	0.189	100

Tablo 25'deki varyans analizi sonuçları, bağı şirket mülkiyetinin %5'lik kesim noktalarına göre ayrımında, değişik BŞM seviyelerine sahip firma grupları arasında performans göstergelerinde önemli farklılığın bulunup bulunmadığını göstermektedir.

Tablo : 25

## Bağı Şirket Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı

%	Firma (%)	$q_{CP}$	Getiri	FD	KFO	NKP/NNG	NNG/AKT	NKM
0	55.556	1.250	-0.001	141573M	2.274	0.100	0.468	0.011
0≤5	25.047	1.196	-0.001	139863M	-6.630	0.094	0.322	-0.017
5≤10	11.090	1.658	-0.001	293498M	4.210	0.122	0.1367	0.057
10≤15	5.085	1.325	0.007	111200M	-10.227	0.080	0.181	0.251
15≤20	1.130	1.439	0.012	404516M	-46.315	0.001	0.100	0.033
20≤25	1.883	0.822	-0.015	1481366M	-6.999	0	0.048	0.044
25≤30	0.189	1.871	0.035	81932M	0.148	0	0.235	0.223
F		1.858*	0.205	8.269***	0.790	0.908	0.232	0.706

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tabloya göre, firmalardaki değişik bağı şirket mülkiyet seviyesinin  $q_{CP}$  ve firma değeri performans göstergelerinde önemli bir farklılık oluşturduğu ortaya çıkmaktadır. Bu farklılığın kaynağının bağı şirket mülkiyetinin 5≤15 aralığında olan firmaların  $q_{CP}$

performansının diğer bağılı şirket mülkiyet seviyesine sahip olanlardan daha yüksek olmasıdır. Firma piyasa değerinde ise,  $20 \leq 25$  arası bağılı şirket mülkiyet seviyesinin diğerlerine göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu bulguya göre, yüksek düzeydeki bağılı şirket mülkiyetinin performans üzerinde olumlu etkisinin bulunduğu söylenebilir.

#### 4113. Yabancı Yatırımcı Mülkiyeti

Çalışmada yabancı yatırımcı mülkiyeti yabancıların elinde olan kümülatif hisselerin firmanın toplam hisselerine oranı olarak ifade edilmiş ve bununla ilgili özet istatistikler Tablo 26'da sunulmuştur. Tablodan, yabancı yatırımcı mülkiyetinin ortalamasının %9 ve ortanca değerinin ise %0.01 olduğu görülmektedir. Diğer ülke firmalarının mülkiyet yapısı içerisindeki yabancı yatırımcı mülkiyetinin ortalaması PEDERSEN ve THOMSEN (1997, 2003)'in Avrupa firmaları ile ilgili çalışmalarında %28-29 bulunmuştur. SHORT ve KEASEY (1999), ABD'de bu değeri %6.7 ve İngiltere'de ise %12.3 seviyesinde olduğu tespit edilmiştir.

**Tablo : 26**

#### Yabancı Yatırımcı Mülkiyetinin Tanımlayıcı İstatistikleri

	2000	2001	2002	2000-20002
N	186	185	183	554
Ortalama	6.388	9.095	10.190	8.548
Ortalama Standart Hata	12.270	15.800	16.750	8.695
Standart Sapma	16.730	21.490	22.660	20.47
Ortanca	0.003	0.006	0.010	0.007
Minimum	0	0	0	0
Maksimum	84	93	96	96
Çarpıklık	2.986	2.513	2.344	2.598
Basıklık	8.812	5.363	4.430	5.908

Yabancı yatırımcı mülkiyetinin Türkiye'de genelde düşük seviyede olmasına rağmen, yıllar itibariyle ortalama değerinde önemli yükselmeler gözlenmiştir. Bu sonuç, Türk firmalarının yavaş da olsa doğrudan yabancı yatırımlarını çekebildiğini ve/veya 2001 yılı kriziyle yerli hissedarların payının yabancı yatırımcılar tarafından satın alınması şeklinde yorumlanabilir. Çarpıklık ve basıklık değerleri istatistiksel açıdan normal dağılımdan uzaktır. Dolayısıyla, Türk firmalarının mülkiyet yapısındaki yabancı yatırımcı mülkiyet

seviyesinin örnek kütle firmaları arasındaki dağılımının büyük oranda birbirinden farklı olduğu söylenebilir.

Tablo 27, yabancı yatırımcı mülkiyetinin %10'luk kesim noktalarına göre firmalar arasındaki dağılımını göstermektedir. Buna göre, firmaların yaklaşık %76.5'inin sadece yerli mülkiyete sahip olduğu ve yabancı mülkiyetin bulunmadığı tespit edilmektedir. Yabancı yatırımcı mülkiyet firmaların %3.5'inde  $0 \leq 10$  aralığında ve %4.5'inde ise  $10 \leq 20$  aralığındadır. Firmaların geriye kalan sadece %13'ünde yabancı yatırımcı mülkiyet %20'nin üzerindedir.

**Tablo : 27**

**Yabancı Yatırımcı Mülkiyet Düzeyi**

Mülkiyet %	YYMO	Firma Sayısı %	Kümülatif %
0	0	76.460	76.460
$0 \leq 10$	4.153	3.666	80.226
$10 \leq 20$	13.501	4.332	84.558
$20 \leq 30$	25.516	2.448	87.006
$30 \leq 40$	35.290	3.013	90.019
$40 \leq 50$	42.115	3.013	93.032
$50 \leq 60$	54.718	0.942	93.974
$60 \leq 70$	65.153	1.695	95.669
$70 \leq 80$	74.211	1.130	96.779
$80 \leq 90$	83.268	2.636	99.415
$90 \leq 100$	93.263	0.585	100

Dolayısıyla, Türkiye'deki yabancı sermaye yatırım hacmi düşük olduğu için firmalardaki yabancı yatırımcı mülkiyetinin mülkiyet yapısı içerisindeki payı da düşüktür. Böylelikle, Türk firmalarının kurumsal sisteminde yabancı yatırımcı mülkiyetinin genelde önemli bir rolünün olmadığı, fakat yabancı payının firmaların yaklaşık %7'sinde %50'nin üzerinde olması yabancıların kısmen de olsa firma kararlarına etkisinin bulunabileceği söylenebilir.

Tablo 28'de firmalardaki yabancı yatırımcı mülkiyetinin performans göstergelerinde önemli farklılığa neden olup olmadığı ortaya konmuştur. Yabancı yatırımcı mülkiyet seviyesine duyarlı olan firma performansı  $q_{CP}$  ve firma piyasa değeridir. Diğer performans göstergelerinin yabancı yatırımcı mülkiyet seviyelerinden etkilenmediği ortaya çıkmaktadır.

Tablo : 28

## Yabancı Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı

%	Firma (%)	$q_{CP}$	Getiri	FD	KFO	NKP/NNG	NNG/AKT	NKM
0	76.460	1.204	-0.001	138675M	-0.503	0.097	0.460	0.037
0≤10	3.666	1.310	-0.012	315892M	3.603	0.113	0.069	0.026
10≤20	4.332	1.061	-0.007	649059M	-36.475	0.087	-0.107	-0.211
20≤30	2.448	1.169	-0.012	75997M	-0.939	0.017	-0.013	-0.133
30≤40	3.013	1.769	0.001	351143M	12.173	0.149	0.154	0.039
40≤50	3.013	1.594	0.002	323505M	0.089	0.074	0.157	0.051
50≤60	0.942	1.237	-0.002	621379M	0.022	0.347	0.064	0.015
60≤70	1.695	1.908	0.014	309917M	0.039	0.073	0.152	0.050
70≤80	1.130	3.507	0.024	145102M	33.341	0.031	0.188	0.086
80≤90	2.636	1.582	0.010	134820M	0.030	0.074	0.099	0.025
90≤100	0.585	1.662	0.049	7564M	-0.007	0	0.114	0.005
F		4.197***	0.876	2.086**	0.988	1.379	0.766	0.802

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Buna göre,  $q_{CP}$ 'nin farklı olmasının nedeni 80≤100 aralığı yabancı yatırımcı payına sahip olan firmaların performansının daha düşük mülkiyetli olanlardan önemli biçimde yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Yabancı yatırımcı mülkiyeti 10≤20 aralığında olan firmaların, sadece yerli mülkiyete sahip olanlara göre firma değerinin önemli biçimde yüksek olduğu görülmektedir. Böylece, değişik yabancı yatırımcı mülkiyet seviyesinin firmaların performansında etkili olduğu söylenebilir.

#### 4114. Kamu Mülkiyeti

Firmaların merkezi veya yerel yönetimlerin elindeki hisselerini gösteren kamu mülkiyetinin (KM) tanımlayıcı istatistikleri Tablo 29'da sunulmuştur. KM'nin merkezi eğilim ölçüsü olarak ortalama ve ortanca değeri sırasıyla %6 ve %0.002'dir. Kamu mülkiyeti ortalama olarak PEDERSEN ve THOMSEN (1997, 2003)'in çalışmalarında Avrupa firmalarında %15-17, SHORT ve KEASEY (1999)'in çalışmasında ise İngiliz firmalarında %2 ve ABD firmalarında %0 seviyesinde olduğu ortaya konmuştur. Diğer yandan, kamu mülkiyetinin Çin'de %31-32 (HOVEY, LI ve NAUGHTON, 2003; WEI ve VARELA, 2003), Ukrayna'da %15 ve Rusya'da ise %27 (ESTRIN ve ROSEVEAR, 1999) olduğu ortaya konmuştur. Buna göre, Türk firmalarında kamu mülkiyetinin geçiş ekonomilerinden daha düşük, gelişmiş ekonomilerden ise daha yüksek olduğu görülmektedir. Yıllar itibariyle ortalama ve ortancanın azalma eğilimi sergilemesi, KM'nin



giderek düştüğünü göstermektedir. KM değişkeninin çarpıklık ve basıklık değerleri istatistiksel açıdan normal dağılımdan bir hayli uzaklaşmaktadır. Bu ise, örnekleme yer alan Türk firmalarının mülkiyet yapısı içerisindeki kamu mülkiyet seviyesinin firmalar arasındaki dağılımının büyük oranda birbirinden farklı şekillerde olduğu anlamına gelmektedir. Türk firmalarındaki kamu mülkiyeti piyasa değeri yüksek olan az sayıdaki firmada yoğunlaşmaktadır. Paralel yönlü bulgular ÖNDER (2000) ve GÜRSOY (2001)'un çalışmalarında da elde edilmiştir. Buradan kamu mülkiyetinin firma politikalarının belirlenmesindeki etkinliğinin her geçen dönem küreselleşme ve ekonomik serbestleşmeyle birlikte giderek azalmakta olduğu söylenebilir.

**Tablo : 29**

**Kamu Mülkiyetinin Tanımlayıcı İstatistikleri**

	2000	2001	2002	2000-20002
N	186	185	183	554
Ortalama	3.304	2.999	2.712	3.006
Ortalama Standart Hata	1.057	1.024	1.024	5.969
Standart Sapma	14.420	13.930	13.860	14.050
Ortanca	0.003	0.002	0.002	0.002
Minimum	0	0	0	0
Maksimum	98	98	98	98
Çarpıklık	5.026	5.416	5.639	5.318
Basıklık	26.242	30.435	32.257	28.922

Tablo 30'da kamu mülkiyetinin %10'luk kesim noktalarına göre firmalar arasındaki dağılımı görülmektedir. Firmaların yaklaşık %7'sinde kamu mülkiyeti bulunmaktadır. Bunun %2'sinde kamu mülkiyetinin  $0 \leq 10$  aralığında ve geriye kalan %5'inde ise  $10 \leq 100$  gibi geniş bir dağılım gösterdiği ortaya çıkmaktadır. Buna göre, Türk firmalarının kurumsal sisteminde kamu mülkiyetinin genelde önemli bir rolü olmamasına rağmen, kamu mülkiyetinin yüksek seviyelerde olduğu az sayıdaki firmanın piyasa değerlerinin büyüklüğü, kamu paylarının firma davranışları üzerindeki etkilerinin göz önünde bulundurulmasını gerekli kılmaktadır.

**Tablo : 30**  
**Kamu Mülkiyet Düzeyi**

Mülkiyet %	KMO	Firma Sayısı %	Kümülatif %
0	0	92.467	92.467
0≤10	2.513	2.072	94.539
10≤20	12.896	0.950	95.479
20≤30	26.365	0.377	95.856
30≤40	30.49	0.377	96.233
40≤50	45.948	1.130	97.363
50≤60	50.915	0.377	97.740
60≤70	65.760	0.565	98.305
70≤80	-	-	98.305
80≤90	84.373	0.565	98.870
90≤100	96.971	1.130	100

Tablo 31’de kamu mülkiyetinin %10’luk ayrıma göre, firma grupları arasında performans göstergelerinde önemli farklılık olup olmadığını gösteren varyans analizi sonuçları sunulmuştur.

**Tablo : 31**  
**Kamu Mülkiyet Seviyesine Göre Firma Performansı**

%	Firma (%)	$q_{CP}$	Getiri	FD	KFO	NKP/NNG	NNG/AKT	NKM
0	92.467	1.265	0.001	146789M	-1.625	0.094	0.389	0.022
0≤10	2.072	1.388	-0.002	446343M	0.080	0.238	0.116	0.059
10≤20	0.950	1.111	0.010	9495M	49.147	0	0.206	0.089
20≤30	0.377	3.206	0.024	1326540M	0.041	0.356	0.205	0.028
30≤40	0.377	1.178	0.001	9263M	0.050	0	0.085	0.044
40≤50	1.130	1.673	-0.027	466110M	-0.115	0.110	0.084	-0.001
50≤60	0.377	1.041	0.001	550416M	-0.195	0	-0.061	-0.124
60≤70	0.565	1.680	-0.015	2856854M	0.093	0	0.168	0.037
80≤90	0.565	1.324	-0.019	59559M	0.055	0.245	0.052	0.014
90≤100	1.130	1.396	-0.023	943085M	-5.747	0.063	0.067	-0.005
F		0.942	0.250	9.264***	0.281	1.602	0.789	0.989

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Kamu mülkiyetinin sadece firma değerinde önemli bir farklılık oluşturduğu tespit edilmiştir. Kamu mülkiyet payının 20≤30 ve 60≤70 aralığında bulunan firmaların değerinin, kamu mülkiyetinin olmadığı ve diğer kamu mülkiyet seviyelerine sahip firma gruplarına kıyasla önemli seviyede yüksek olduğu görülmüştür.

## 42. Sektör Etkisi

2000-2002 döneminde İMKB Ulusal Pazar'da işlem gören imalat sanayi ve hizmet sektöründeki firmalar faaliyetlerini on dört alt sektörde sürdürmektedirler. Bu alt sektörlerin sekizi sanayi ve beşi ise hizmet sektörü içerisinde. Tablo 32'de çalışma kapsamındaki firmaların sektörler itibariyle dağılımı sunulmaktadır.

**Tablo : 32**  
**Firmaların Sektörlere Göre Dağılımı**

Sektörler	2000	2001	2002	2000-2002
<b>İMALAT SANAYİ</b>	<b>156</b>	<b>156</b>	<b>157</b>	<b>468</b>
Gıda, İçki ve Tütün	26	26	26	78
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	29	28	29	86
Orman, Kağıt, Basım ve Yayım	14	15	15	44
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik	24	24	24	72
Taş ve Toprak	25	25	25	75
Metal Ana	12	12	12	36
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	23	23	23	69
Diğer	3	3	3	9
<b>HİZMET</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>26</b>	<b>85</b>
Elektrik, Gaz ve Su	5	5	4	14
Toptan ve Perakende Ticaret	15	14	9	38
Turizm	5	5	6	16
Ulaştırma ve Depolama	2	2	2	6
İletişim	1	1	1	3
Diğer	2	2	4	8
<b>TOPLAM</b>	<b>186</b>	<b>185</b>	<b>183</b>	<b>554</b>

Panel verilerle, mülkiyet yapısına sektörlerin etkisini belirlemek için önce imalat sanayi ve hizmet sektörü bağımsız örneklem t testiyle analiz edilmiştir. Sonra, alt sektörler açısından mülkiyet yapısında önemli farklılığın varlığı tek yönlü varyans analizi aracılığıyla incelenmiştir. Sektörler itibariyle mülkiyet yapısında farklılaşma olup olmadığı Tablo 33 ve Tablo 34'de sunulmuştur.

Mülkiyet yoğunluğu değişkenlerinin imalat ve hizmet sektöründe farklı oldukları Tablo 33'den görülmektedir. En büyük hissedar mülkiyeti ve en büyük üç hissedarın mülkiyeti ortalaması imalat sanayi sektöründe daha yüksek, küçük hissedar mülkiyeti ortalaması ise hizmet sektöründe daha yüksek seviyededir. Böylece sanayi sektöründeki firmaların mülkiyetinin hizmet sektörü firmalarına kıyasla daha yoğun olduğu ortaya çıkmaktadır. Alt

sektörlerdeki mülkiyet yapısındaki yoğunlaşma derecesi, orman, kağıt, basım ve yayım sektörü, kimya, petrol, kauçuk ve plastik sektörü, metal eşya, makine ve gereç yapımı sektörü, ulaştırma ve depolama sektörü ve iletişim sektöründe yoğun mülkiyet yapısı tespit edilmiştir. Gıda, içki ve tütün sektörü, taş ve toprak sektörü, metal ana sanayi, toptan ve perakende ticaret sektörü ve turizm sektöründe ise yaygın mülkiyet yapısının olduğu tespit edilmiştir.

Tablo : 33

## Firma Mülkiyet Yoğunluğunun Sektörler Arası Dağılımı

Sektörler	EBHM	EB3HM	KHM
<b>İMALAT SANAYİ</b>	<b>47.290</b>	<b>59.968</b>	<b>30.873</b>
Gıda, İçki ve Tütün	40.496	53.911	35.333
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	41.181	53.689	29.007
Orman, Kağıt, Basım ve Yayım	49.910	68.055	25.009
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik	52.043	66.435	26.324
Taş ve Toprak	45.705	58.175	33.592
Metal Ana	46.208	50.473	45.568
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	58.465	70.568	24.036
Diğer	46.364	55.388	42.853
<b>HİZMET</b>	<b>38.572</b>	<b>51.300</b>	<b>37.803</b>
Elektrik, Gaz ve Su	35.954	54.457	37.066
Toptan ve Perakende Ticaret	21.481	67.075	39.677
Turizm	33.887	47.021	42.732
Ulaştırma ve Depolama	60.650	43.276	19.266
İletişim	51.000	71.170	14.930
Diğer	39.230	39.230	47.723
t	3.185***	3.297***	-2.615**
F	5.991***	7.245***	8.062***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 34'de hissedar kimliği açısından ana ve alt sektörlerde mülkiyet yapısının nasıl şekillendiği ortaya koyulmuştur. Buna göre, bağlı şirket mülkiyeti hizmet sektörü firmalarında imalat firmalarından daha yüksek düzeydedir. Dolayısıyla, büyük kurumsal hissedarların dolaylı kontrolü hizmet sektöründe daha fazla sağladıkları görülmüştür. Yabancı yatırım mülkiyet seviyesi ise imalat sektörü firmalarında daha yüksektir. Böylece, yabancı yatırımcıların imalat sektörü firmalarına yatırımı tercih ettikleri ortaya konmuştur. Diğer hissedar kimlikleri açısından imalat ve hizmet sektörü firmalarının mülkiyet yapısında istatistiksel olarak önemli farklılık bulunmamaktadır. Bu durumda, yönetim,

yakın akraba ve kamu imalat ve hizmet sektörü arasında önemli tercih farklılıklarının olmadığı söylenebilir.

Tablo : 34

## Hissedar Kimliğine Göre Firma Mülkiyetinin Sektörlere Göre Dağılımı

Sektörler	YM	YAM	BŞM	YYM	KM
<b>SANAYİ</b>	5.3942	2.9428	2.327	9.657	2.789
Gıda, İçki ve Tütün	31.773	1.820	2.592	7.152	1.299
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	9.764	8.613	1.631	3.001	0.320
Orman, Kağıt, Basım ve Yayım	10.372	1.348	3.167	10.619	1.252
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik	2.189	1.558	2.895	15.298	11.843
Taş ve Toprak	3.621	1.843	3.024	7.778	2.485
Metal Ana	3.898	2.788	0.863	1.119	2.784
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	2.022	1.304	2.107	21.455	0.001
Diğer	1.995	0.140	0.001	5.133	0.000
<b>HİZMET</b>	5.8031	2.8273	3.891	3.661	4.735
Elektrik, Gaz ve Su	1.621	0.663	7.713	1.235	0.000
Toptan ve Perakende Ticaret	4.275	0.000	5.510	17.002	0.000
Turizm	17.456	4.798	2.816	0.865	0.001
Ulaştırma ve Depolama	4.116	0.000	0.000	0.000	14.180
İletişim	0.000	0.000	5.020	23.232	0.000
Diğer	7.730	0.000	0.000	0.000	0.000
t	-0.268	0.125	-1.841*	3.401***	-0.774
F	4.134***	6.923***	2.871***	5.005***	6.737***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Ayrıca Tablo 34'de, hissedar kimliği mülkiyetinin alt sektörler arasında anlamlı farklılıklara sahip olduğu da ortaya konmuştur. Yönetim mülkiyeti gıda, içki ve tütün sektörü, orman, kağıt, basım ve yayım sektörü, dokuma, giyim eşyası ve deri sektörü ile turizm sektörlerinde önemli şekilde diğer sektörlerden yüksektir. Yakın akraba mülkiyet seviyesi dokuma, giyim eşyası ve deri sektörü ile turizm sektöründe diğer sektörlerle kıyasla firma mülkiyeti içerisindeki payı daha fazladır. Bağlı şirket mülkiyeti elektrik, gaz ve su sektörü, toptan ve perakende ticaret sektörü ile iletişim firmalarında daha yoğun olduğu bulunmuştur. Yabancı yatırımcıların, orman, kağıt, basım ve yayım sektörü, kimya, petrol, kauçuk ve plastik sektörü, taş ve toprak sektörü, metal eşya, makine ve gereç yapımı sektörü, toptan ve perakende ticaret sektörü ile iletişim firmaları mülkiyetine daha çok yatırım yaptıkları sonucuna ulaşılmıştır. Kamu mülkiyet payının ise, kimya, petrol, kauçuk ve plastik sektörü, taş ve toprak sektörü, metal ana sanayi ile ulaştırma ve depolama sektörü firmalarının mülkiyet yapısında yüksek düzeylerde olduğu meydana çıkmaktadır.

Bu bulgular ışığında, Türk firmalarının mülkiyet yapısına ana ve alt sektör farklılıklarının önemli biçimde etkili olduğu gözlenmiştir. DEMSETZ (1983), DEMSETZ ve LEHN (1985)'deki sonuçlarda gösterilen, daha sonradan gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde mülkiyet yapısının açıklanması üzerine yapılmış bir çok çalışmada da ortaya konan bulgular, sektörün rekabet ve istikrar ortamını yansıtması açısından mülkiyet yapısı üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, SİDİ (1996) ve GÜRSOY (2001)'un sonuçlarıyla benzer biçimde, Türk firmalarının mülkiyet yapısına sektörün etkili olduğu tespit edilmiştir. Bu etki, mülkiyet yoğunluğu açısından daha belirgindir.

### 43. Firma Büyüklüğünün Etkisi

Firma büyüklük göstergeleri olarak aktiflerin defter değeri, net satış hasılatı ve hisse senetlerinin toplam piyasa değeri alınmıştır. Çalışmada ele alınan firmalar bu büyüklük göstergelerine göre büyük, orta ve küçük biçiminde üç gruba ayrılmıştır. Ardından, büyük ve küçük firma grupları incelemeye dahil edilmiş ve büyüklük göstergelerinin mülkiyet yapısına etkisi irdelenmiştir. Büyük firma grubunun ortalama aktif değeri 235.757 Milyar TL, net satışları 334.787 Milyar TL ve hisselerin piyasa değeri 312.282 Milyar TL'dir. Küçük firma grubunun ortalama aktifi 10.873 Milyar TL, net satış hasılatı 11.652 Milyar TL ve hisse senetleri piyasa değeri ise 3.567 Milyar TL'dir. Bu sonuca göre, büyük ve küçük firma grupları büyüklük açısından önemli farklılık göstermektedir. Buradan büyük firmaların aktif değeri hisse senetlerin piyasa değerinden daha düşük, ancak küçük firmalarda ise bunun tam tersinin olduğu ortaya çıkmıştır. Büyüklüğün firma hisse senetlerinin piyasa değerine olumlu katkısı ölçek ekonomisi etkisiyle ifade edilebilir. Bu iki alt örnek grubu arasında mülkiyet yapısının farklı olup olmadığı t testi aracılığıyla belirlenmiş ve test sonuçları Tablo 35'de gösterilmiştir. Aktif büyüklüğüne göre büyük ve küçük firma grupları arasında yabancı yatırımcı mülkiyeti dışında diğer mülkiyet yapısı değişkenlerinde önemli farklılıklar görülmektedir. Net satış hasılatı göstergesine göre oluşturulmuş olan firma büyüklük grupları arasında, mülkiyet yoğunluğu değişkenleri ve yönetim, bağlı şirket, yabancı ve kamu mülkiyet değişkenleri açısından önemli farklılıkların olduğu bulunmuştur. Firma hisse senetleri piyasa değeri büyüklüğüne göre ise, firma grupları arasında yabancı ve kamu hariç diğer mülkiyet değişkenlerinde anlamlı farklılıkların bulunduğu tespit edilmiştir.

**Tablo : 35**  
**Firma Büyüklüğü ve Mülkiyet Yapısı**

Mülkiyet Yapısı	AKTİF			NET SATIŞ			ÖZ SERMAYE PD		
	Büyük	Küçük	t	Büyük	Küçük	t	Büyük	Küçük	t
EBHM	49.945M	43.947M	2.858***	47.016M	45.138M	0.817	47.708M	40.625M	3.301***
EB3HM	63.555M	56.410M	3.620**	60.865M	57.107M	1.738	63.128M	52.041M	5.306***
KHM	28.858M	34.678M	-3.281***	30.908M	33.541M	-1.392	28.337M	37.316M	-4.831***
YM	2.721M	6.015M	-3.116***	3.279M	6.384M	-2.806***	3.353M	6.984M	-3.303***
YKM	53.443M	46.220M	3.570**	50.368M	46.935M	1.517	50.659M	42.987M	3.621***
BŞM	3.497M	2.273M	2.353**	3.352M	1.797M	3.228***	2.951M	2.361M	1.167
YYM	11.104M	7.805M	1.444	11.934M	7.652M	1.867*	15.677M	2.987M	6.195***
KM	5.446M	1.914M	2.215**	6.908M	1.807M	2.906***	3.602M	3.113M	0.311

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Bu sonuçlara göre, hisse senedi piyasa değeri ve aktif defter değeri açısından, büyük firma grubunun daha yoğun mülkiyet yapısına sahip olduğu tespit edilmektedir. Buna karşın, net satış hasılatı büyüklüğünün firma mülkiyet yoğunluğuna önemli bir etkisinin bulunmadığı meydana çıkmaktadır. Her üç büyüklük göstergesinde de yönetim mülkiyetinin küçük firmalarda daha yüksek seviyede olduğu görülmektedir. Diğer hissedar kimliği mülkiyet değişkenleri ise, büyük firmalarda daha yüksek düzeydedir. Bu bulgular çerçevesinde, DEMSETZ ve LEHN (1985)'in ifade ettiği gibi büyük firmalarda mülkiyet yapısının daha yoğun olduğu görüşü Türk firmaları açısından doğrulanmaktadır.

#### 44. Firma Büyüme Hızının Etkisi

Çalışmada firma potansiyel büyüme hızı Fiyat/Kazanç Oranı (FKO) ile gösterilmiştir. Çalışmada ele alınan zaman diliminde firmaların ortalama FKO'nı sırasıyla 16.82, 108.33 ve 195.00'dir. Panel veriler üzerinde FKO'nına göre firmalar potansiyel büyüme fırsatları açısından eşit sayıda üç gruba ayrılmıştır. Yüksek FKO hızlı büyüyen, orta FKO oranı orta seviyede büyüyen ve düşük FKO ise düşük büyüyen firma grubunu temsil etmektedir. Yüksek büyüme ve düşük büyüme fırsatına sahip olan firma gruplarının mülkiyet yapısı değişkenleri karşılaştırılarak, gruplar arasında önemli farklılıkların olup olmadığı irdelenmiştir. Yüksek büyüme fırsatına sahip firma grubunun ortalama FKO'nı 131.25 ve düşük büyüyen grubun ise, -28.55 olarak hesaplanmıştır. Ortalama FKO'nına göre bu iki alt örnek grup sırasıyla büyüyen ve küçülen firma grubu şeklinde ifade edilebilir. Tablo

36'da t testi aracılığıyla büyüyen ve küçülen firmaların mülkiyet yapısı değişkenlerinin ortalamaları açısından hesaplanmış farklılıklar görülmektedir.

**Tablo : 36**  
**Firma Büyüme Hızı ve Mülkiyet Yapısı**

Mülkiyet Yapısı	Büyüyen	Küçülen	t
EBHM	46.395	47.586	-.524
EB3HM	58.180	59.293	-.513
KHM	30.723	30.876	-.087
YM	5.631	5.905	-.225
YAM	3.213	2.764	.608
BŞM	2.901	2.093	1.669*
YYM	9.842	8.728	.494
KM	4.930	2.475	1.506

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tabloda büyüyen firma grubunun bağlı şirket mülkiyetinin küçülen firmalara nazaran daha yüksek seviyeye sahip olduğu gözlenmektedir. Firma potansiyel büyüme fırsatının mülkiyet yoğunluğu ve diğer hissedar kimliği değişkenlerinin firma mülkiyet yapısı içerisindeki düzeyinde önemli bir etkisinin olmadığı elde edilmektedir. Bu sonuç, MCCONNELL ve SEVAES (1995)'de ileri sürülen büyüme hızının mülkiyet yapısına etkisi örnek kütle kapsamındaki Türk firmalarında sadece bağlı şirket mülkiyeti açısından geçerli olduğunu göstermektedir.



## BEŞİNCİ BÖLÜM

### 5. TÜRK FİRMALARINDA MÜLKİYETİN PERFORMANSA ETKİSİ

#### 50. Genel Açıklama

Bu bölümde, İMKB Ulusal Pazar sanayi ve hizmet sektörü firmalarının mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışma kapsamında kullanılan muhasebe, piyasa ve mülkiyet yapısı bilgileri İMKB'nin elektronik ortamda yayımladığı internet adresinden derlenmiştir. Bu bilgiler çerçevesinde, firma mülkiyet yapısının performans üzerindeki olası etkileri belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışmanın performans göstergeleri, muhasebe ve piyasa bilgilerinde derlenmiştir. Böylelikle, mülkiyet yapısının hem muhasebe hem de piyasa performans göstergelerini ne kadar dikkate aldığı veya etkide bulunduğu tespit edilmiştir.

Çalışmada 2000-2002 olarak üç hesap döneminde firmaların mülkiyet yapısı değişkenlerinin firma performans göstergeleriyle olan bağlantılarının tesadüfi olup olmadığı, ilişkinin doğrusal yada eğrisel nitelik taşıyıp taşımadığı ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır. Doğrusal olmayan ilişki mülkiyet değişkeninin karesel biçimli gösterimlerinin de dahil edilmesi suretiyle ifade edilmektedir. Mülkiyet değişkenlerinin performans üzerindeki eğrisel etkisi "Lagrange Çarpan Testiyle" belirlenmiştir. Böylece, inceleme dönemi verileri çerçevesinde firmaların mülkiyet yapısı ve performansı arasındaki ilişkinin niteliğinin tanımlanması amaçlanmaktadır. Bulguların gelişmiş ve gelişmekte olan ülke deneyimleriyle karşılaştırılması yoluyla Türk firmalarının mülkiyet ve performans ilişkisinin hangi grup ülke ekonomilerine daha fazla benzediği değerlendirilmektedir. Ayrıca, bir takım ilave değişkenlerin denklemlerde kullanılmasıyla mülkiyet ve performans arasındaki ilişkiye borçlanma politikasının, yatırım politikasının, faaliyet nakit akışının, firmanın toplam riskinin, firma büyüklüğünün, firmalar ve sektörler arası farklılıkların katkısı da incelenmiştir. Son olarak, mülkiyet yapısının içsel olduğu varsayımı da "Hausman Testi"

aracılığıyla ele alınmakta ve içsellik durumunda, performans mülkiyet arasındaki ilişkinin şekli ortaya konulmaktadır.

İfade edilen bu bakış açıları kapsamında, takip eden başlıklarda mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliğine göre tanımlanan mülkiyet değişkenleri ile muhasebe ve piyasa bilgilerine dayalı hesaplanmış performans göstergeleri arasındaki bağlantılar ayrıntılı biçimde irdelenmektedir.

### 51. Performans ve Kontrol Değişkenlerinin İstatistiksel Özellikleri

Tablo 37, çalışmanın modelindeki performans ve diğer değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerini göstermektedir. Buna göre, Türkiye'deki ekonomik krizin ortaya çıktığı 2001 yılında, performans göstergesi olan  $q_{CP}$  oranı hafif düşmüş, ancak 2002 yılında bu olumsuzluk atlatılmıştır. Bu oran, üç yıllık verilere göre ortalama olarak 1'in üzerindedir. Diğer performans göstergelerinde ise, krizin olumsuz etkilerinin devam etmekte olduğu görülmektedir. Ayrıca,  $q_{CP}$  oranı krizden firmalar arasında yüksek değişim gösterdiği için olumsuz etkilendiği söylenebilir ( $1.265/1.307=0.968$ ).

Aynı tabloda, krizle birlikte firma büyüklüklerinin, ar-ge giderinin, maddi duran varlık yatırım oranının, faaliyet nakit akışının ve duran varlıkların net satışlara oranının dikkate değer anlamlı düşümlere maruz kaldığı tespit edilmektedir. Buna karşın; satış, pazarlama ve dağıtım giderleri, getiri oynaklığı, cari oran ve ihracatta artışlar meydana gelmiştir. Genel biçimde İMKB Ulusal Pazar imalat sanayi ve hizmet firmalarının performans, yatırım, finansman, nakit akışı yönünden krizden olumsuz şekilde etkilendiği ve bu sebeple daha fazla ihracat ve yüksek likiditeyle faaliyetlerini sürdürdükleri ortaya çıkmaktadır. Firmalar büyüme ve karlılık hedeflerinden ziyade; faaliyet gelirlerini elde ettikleri pazarı çeşitliliğini ve borç ödemeye kabiliyetlerini artıracak politikalar yoluyla mevcut konumlarını korumaya çalışmaktadırlar.

Tablo : 37

**Performans ve Kontrol Değişkenlerinin Genel Özellikleri**

Rakamsal değerler 2000 yılı cari TL değerleriyle ifade edilmekte ve M, Milyar TL'dir.

Değişkenler		2000	2001	2002	2000-2002
$q_{CP}$	Ortalama	1.234	1.226	2.271	1.307
	Standart Sapma	0.8191	0.9773	1.462	1.265
Getiri	Ortalama	-0.003	0.035	-0.002	-0.001
	Standart Sapma	0.056	0.039	0.090	0.071
Firma Değeri	Ortalama	136.528M	132.438M	112.474M	127.734M
	Standart Sapma	132.283M	181.350M	158.454M	140.777M
Kazanç Fiyat Oranı	Ortalama	7.416	-12.458	-4.4429	-5.197
	Standart Sapma	97.441	136.327	68.2468	98.815
Nakit Kar Payı/Net Nakit Girişi	Ortalama	0.054	0.036	0.047	0.046
	Standart Sapma	0.1184	0.094	0.1194	0.111
Net Nakit Girişi/Aktif	Ortalama	0.5584	0.171	0.2865	0.341
	Standart Sapma	3.2724	1.940	1.9233	2.472
Net Kar Marjı	Ortalama	0.099	-0.161	0.027	0.005
	Standart Sapma	0.863	1.103	0.693	0.693
Toplam Borç-(HD+SMK)/Aktif Oranı	Ortalama	0.49324	0.61859	0.542477	0.550
	Standart Sapma	0.335002	0.60568	0.58035	0.523
Net Satış	Ortalama	131.000M	128.498M	123.432M	128.294M
	Standart Sapma	35.244M	35.376M	36.582M	37.572M
Aktif	Ortalama	92974M	95147M	95918M	94890M
	Standart Sapma	38631M	231043M	230746M	227648M
Maddi Duran Varlık Yatırımı/Maddi Duran Varlık	Ortalama	0.401	0.371	0.351	0.381
	Standart Sapma	0.199	0.223	0.222	0.312
Firma Faaliyet Süresi	Ortalama	10	11	12	11
	Standart Sapma	4.242	4.242	4.242	4.242
Ar-ge Gideri/Net Satış	Ortalama	0.033	0.001	0.002	0.011
	Standart Sapma	0.226	0.005	0.006	0.131
Satış, Pazarlama ve Dağıtım Gideri/Net Satış	Ortalama	0.065	0.076	0.075	0.072
	Standart Sapma	0.059	0.077	0.060	0.066
Faaliyet Nakit Akışı/Net Satış	Ortalama	0.613	0.431	0.390	0.4437
	Standart Sapma	2.989	2.520	2.232	2.600
Getiri Oynaklığı (SS)	Ortalama	0.238	0.273	0.211	0.241
	Standart Sapma	0.090	0.100	0.277	0.179
Hisse Senetleri Piyasa Değeri	Ortalama	78.831M	82.279M	51.771M	75.2613M
	Standart Sapma	225.257M	248.062M	132.153M	323.473M
Cari Oran	Ortalama	1.693	1.739	1.724	1.727
	Standart Sapma	1.015	2.891	1.187	1.896
İhracat/Net Satış	Ortalama	0.009	0.289	0.271	0.259
	Standart Sapma	0.030	0.287	0.270	0.272
Duran Varlık/Net Satış	Ortalama	0.695	0.630	0.635	0.679
	Standart Sapma	2.744	1.517	1.644	0.6573

Tablo 38 ise, performans göstergeleri arasındaki korelasyon katsayılarını ortaya koymaktadır. Buna göre, piyasa performans göstergelerinden  $q_{CP}$  ile hisse senedi getirisi, firma değeri ve ödenen nakit kar payı/net nakit girişi arasında yüksek düzeyde doğrusal korelasyon bulunmaktadır.

Tablo : 38

## Performans Göstergeleri Arasındaki Korelasyon

	$q_{CP}$	Getiri	FD	KFO	NKP/NNG	NNG/AKTİF	NKM
$q_{CP}$	1.000						
Getiri	0.275	1.000					
FD	0.130	0.023	1.000				
KFO	0.038	-0.041	-0.011	1.000			
NKP/NNG	0.207	0.005	0.115	0.029	1.000		
NNG/AKTİF	-0.016	-0.033	-0.029	-0.108	-0.026	1.000	
NKM	0.100	-0.003	-0.012	0.200	0.060	0.288	1.000

Ayrıca, Tablo 38'e göre, firma değeri ve ödenen nakit kar payı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı da tespit edilmiştir. Örnek kütle verilerine göre, piyasa performansı olan  $q_{CP}$ , hisse senedi getirisi ve firma değeri ile muhasebe performansı olan aktif ve satış karlılığı arasında pozitif yönde önemli bağlantıları elde edilmiştir.

## 52. Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi

Mülkiyet yapısı mülkiyet yoğunluğu ve hissedar kimliği şeklinde temsil edilen değişkenlerle tanımlanmıştır. Bu değişkenler ve denklemlerde yer alan ilave değişkenlerin piyasa ve muhasebe performansı üzerindeki etkileri aşağıda ele alınmıştır. Öncelikle mülkiyetin dışsal bir değişken olduğu varsayımı, sonra ise, içsellik varsayımına göre Türk firmalarında performans ve mülkiyet arasındaki ilişki irdelenmeye çalışılmıştır. Bu irdeleme esnasında panel sabit etki denklemlerindeki sektör ve firma kukla değişkenleri gösterim zorlukları dolayısıyla tablolarda sunulmamıştır. Denklemlerde değişken varyans sorunu olmadığı White Testiyle tespit edilmiştir. Kurulan denklemlerde oto korelasyonun olmadığı "Durbin Watson d" istatistiği aracılığıyla görülmüştür. Ayrıca, değişkenler arasında yüksek seviyede çoklu doğrusal bağlantının olmadığı "Varyans Şişirme Faktörü" yardımı ile elde edilmiştir.

## 520. Dışsal Varsayımında Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi

Burada mülkiyet yapısının, performansı doğrudan etkilediği düşüncesinden hareketle Sıradan En Küçük Kareler (SEKK), panel veri analiz yöntemi olan firma sabit etki (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) yöntemleri aracılığıyla Türk firmalarında mülkiyetin firma performansı üzerindeki etkisi ortaya konulmaktadır. Ayrıca, firma mülkiyet yapısı

değişkenlerinin Lagrange Çarpan Testi sonucuna göre, kendisi ve karesinin performans modellerine dahil edilmesiyle performansla mülkiyet arasındaki ilişkinin doğrusal olmayan durumları da tespit edilmektedir.

### 5200. Mülkiyet Yoğunluğunun Performansa Etkisi

Bu bölümde, mülkiyet yoğunluğu değişkenleri olan en büyük hissedar (EBHM), en büyük üç hissedar (EB3HM) ve küçük hissedar mülkiyetinin (KHM) piyasa ve muhasebe performans göstergelerine etkisi gösterilmektedir. Tablo 39'a göre sadece küçük hissedar mülkiyetinin performansla eğrisel bir ilişkinin bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Bu eğrisel ilişkinin küçük hissedar mülkiyeti ile  $q_{CP}$ , firma değeri ve aktif karlılığı arasında olduğu görülmektedir. Buna karşın, en büyük ve en büyük üç hissedar mülkiyetinin performans göstergeleriyle olan ilişkisinin Lagrange Çarpan Testine göre doğrusal olduğu elde edilmektedir. Böylelikle, büyük hissedar mülkiyetinin performansa doğrusal etkisi bulunurken, küçük hissedar mülkiyetinin ise doğrusal ve eğrisel etkisinin olduğu ortaya çıkmaktadır.

Tablo : 39

#### Mülkiyet Yoğunluğunun Lagrange Çarpan Testi Sonuçları

	$q_{CP}$	Getiri	FD	KFO	NKP/NNG	NNG/AKTİF	NKM
EBHM	1.282	1.197	2.120	1.102	1.961	1.781	2.451
EB3HM	1.980	2.132	2.082	1.380	2.193	1.569	1.927
KHM	7.367***	1.753	3.860**	1.802	2.297	7.187***	2.198

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

### 52000. Mülkiyet Yoğunluğunun Piyasa Performansına Etkisi

Muhasebe bilgilerinden derlenen göstergelerin firma performansını tam olarak yansıtmada yetersiz olmasından ötürü piyasa bilgileriyle hesaplanan piyasa performans göstergeleri mülkiyet ve performans bağlantısını açıklamaya yönelik yapılmış araştırmalarda yaygın bir şekilde kullanılmıştır. Bu sebeple çalışmada firma piyasa değerinin yansıtılabilmesi amacıyla muhasebe verileriyle hesaplanan performans göstergelerine ek olarak piyasa bilgilerinden elde edilen verilerle hesaplanan performans göstergeleri de yer almaktadır. Çalışmadaki piyasa performans göstergeleri; CHUNG ve PRUITT (1994)'in tanımlamış olduğu yaklaşık q oranı ( $q_{CP}$ ), net dönem karının hisse

senetlerinin piyasa değerine oranı olarak (KFO), on iki aylık hisse senedi geometrik ortalaması olan hisse senedi getirisi (Getiri) ve firma hisse senetlerinin toplam piyasa değeriyle borçların defter değerinin toplamı şeklinde tanımlanan firma değeri (FD) olarak çok yönlü ele alınmıştır. Piyasa performans göstergelerinin mülkiyet yoğunluğu ve diğer değişkenler arasındaki bağlantının biçimi ve önemi Tablo 40'da sunulmaktadır.

Tablo : 40

## Piyasa Performanslarının Mülkiyet Yoğunluğu, İlave Değişkenlerle Korelasyonu

	EBHM	EB3HM	KHM	BORÇ	BÜYÜK	ARGE	PAZ	MDVYO	FS	FNAO	SS
$q_{CP}$	0.062	0.134***	-0.193***	-0.244***	-0.045	-0.075*	0.003	-0.050	0.161***	0.036	0.152***
Getiri	0.013	0.012	-0.041	-0.010	-0.038	-0.064	-0.043	-0.027	0.035	-0.031	0.672***
KFO	0.029	0.041	0.026	-0.226***	0.011	0.032	-0.197***	0.021	0.001	0.340***	0.005
FD	0.098**	0.134***	-0.125***	0.005	0.841***	0.120*	0.050	0.103*	0.126***	-0.001	-0.084**

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Mülkiyet yoğunluğu ile  $q_{CP}$  ve FD arasında anlamlı bir bağlantı söz konusu olmaktadır. Ancak mülkiyet yoğunluğunun Getiri ve KFO ile doğrusal önemli bir bağının bulunmadığı basit korelasyon sonucuyla ortaya çıkmaktadır. Düşük korelasyon katsayılarına rağmen piyasa performansı ile mülkiyet yapısındaki yoğunlaşma derecesi arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Kontrol değişkenleri ile performans göstergeleri arasındaki korelasyonun yönü farklılık arz etmektedir. Finansmanda borç kullanım düzeyi ile  $q_{CP}$  ve KFO'nu negatif, arge harcamaları ile  $q_{CP}$  oranı negatif ve FD ile pozitif, pazarlama harcamaları ile KFO negatif, maddi duran varlık yatırımı/duran varlık oranı ile FD pozitif, firma faaliyet süresi ile  $q_{CP}$  ve FD pozitif, faaliyet nakit akışı/net satış oranı ile KFO pozitif, getiri oynaklığı ile  $q_{CP}$ , Getiri pozitif ve FD negatif yönlü anlamlı bir ilişkiye sahiptir.

## 520001. En Büyük Hissedar Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi

En büyük hissedar mülkiyetinin (EBHM) firma piyasa performans göstergelerine etkisinin doğrusal olduğu yukarıda Lagrange Çarpan Testiyle belirlenmiştir. Buna göre, oluşturulan doğrusal denklemler Tablo 41'de gösterilmektedir. EBHM'nin piyasa performanslarına etkisini ortaya koyan SEKK denklemlerinin açıklayıcılık gücü yüksek seviyede ve F değeri istatistiksel açıdan önemlidir. Firma sabit etki (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin F değerleri serbestlik derecesinden ötürü düşürmesine rağmen, açıklayıcılığı yükseltir. Dolayısıyla, getirinin firma sabit etki denklemi dışındakilerin F Testiyle SEKK yöntemine kıyasla daha başarılı oldukları ortaya çıkmıştır.

Tablo : 41

## En Büyük Hissedar Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: $q_{CP}$			Bağımlı Değişken: Getiri			Bağımlı Değişken: KFO			Bağımlı Değişken: FD		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	1.006**			-0.060*			-0.612			0.813***		
EBHM	0.003	0.011*	0.001	-0.001	-0.001	-0.001	0.173	1.105	-0.243	0.001***	0.001	0.001**
BORÇ	-0.485***	-0.450***	-0.442***	-0.003	0.024**	-0.001	-32.656***	29.853	-50.348	0.175***	0.117***	0.185***
BÜYÜK	-0.056	-0.686**	0.113	-0.002	0.050**	0.001	5.895	576.821***	31.990	0.803***	0.220***	0.879***
ARGE	-0.629***	-0.684**	-0.479	-0.039***	0.020	-0.024	14.552	335.319*	67.756	0.275	0.066	0.398***
PAZ	0.352	2.392**	0.443	-0.039	0.070	-0.035	-217.611**	549.089	238.168	0.606***	0.186	0.532***
MDVYO	-0.001***	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	0.364	0.379	-1.029**	-0.001	0.001	0.001**
FS	0.013***	0.025	0.007	0.001	0.022***	0.001**	-0.073	-14.844	1.010	0.004**	0.140***	0.002
SS	1.123**	1.587***	1.154***	0.275***	0.309***	0.280***	-4.566	-150.419	-69.628	-0.149	0.062*	-0.064
FNAO	0.001	0.025	-0.006	-0.003	-0.001*	-0.001	9.260	13.505***	32.250***	-0.001	-0.007***	-0.031***
Düz. R <sup>2</sup>	0.092	0.483	0.156	0.475	0.535	0.486	0.107	0.480	0.328	0.715	0.971	0.795
F	6.041***	3.587***	5.627***	54.421***	4.181***	24.634***	7.207***	3.554***	13.233***	150.748***	92.915***	97.973***
F Testi		2.873***	3.112***		0.781	3.421		1.767***	2.3001		5.362***	9.696***

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

Bu bulgu, DEMSETZ (1983) ve DEMSETZ ve LEHN (1985)'in çalışmalarında ileri sürülen firma faaliyet çevresinin piyasa performansını etkilediği görüşünün, Türk firmaları açısından da geçerli olduğunu göstermektedir.

SEKK yönteminde en büyük hissedar mülkiyetinin piyasa performans göstergelerine etkisi yaklaşık q oranı, kazanç fiyat oranı (KFO) ve firma değerine pozitifken, getiri üzerinde ise negatif biçimdedir. EBHM'nin bu pozitif etkisi GÜRSOY (2001)'un, negatif etkisi ise SİDİ (1996), YURTOĞLU (2000) ve ÖNDER (2000)'in elde ettiği bulgulara benzemektedir. Ancak EBHM'nin sadece firma değeri üzerindeki etkisi önemliken, diğer performans göstergelerine olan etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir. Firma sabit etki denklemlerinde yaklaşık q oranına EBHM'nin %10 önem seviyesinde pozitif etkide bulunduğu görülmektedir. Firma gözlenemeyen özellikleri dikkate alındığında, en büyük hissedar mülkiyetindeki artışla birlikte yaklaşık q oranının arttığı ve mülkiyetteki yoğunlaşmanın performansı yükselttiği görülmüştür. Sektör sabit etki denklemlerinde sektör farklılıklarının hesaplamaya dahil edilmesiyle, EBHM'nin firma değerini %5 anlamlılık düzeyinde artırdığı elde edilmiştir. Buradan, firma veya sektörler arası davranış farklılıklarının göz önünde tutulması durumunda, yönetim dışında kalan EBHM'indeki yoğunlaşmanın yaklaşık q ve firma değerini artırdığı sonucuna varılmıştır. Böylece Türk firmalarında en büyük hissedarların küçük hissedarlarla benzer biçimde hareket ettikleri ve yönetimin gözetiminde etkin biçimde yer alıp, firmanın piyasa performansını artırıcı etkide buldukları söylenebilir.

Genel olarak, EBHM'nin piyasa performans göstergelerine etkisinin çalışmanın hipotezinde ifade edildiği gibi doğrusal ve artırıcı yönde olduğu tespit edilmiştir. Bulgular, WRUCK (1989), ZHANG (1998), HAN ve SUK (1998) ve SHORT ve KEASEY (1999)'in sonuçlarıyla benzer doğrultuda olup, firma değerinin mülkiyet yoğunluğuyla tutarlı olduğunu ve büyük hissedarın yönetimin gözetiminde aktif rol oynadığını ortaya koymuştur. Dolayısıyla, mülkiyetteki yoğunlaşmanın SHLEIFER ve VISHNY (1986) ve GÜRSOY (2001)'un belirttikleri gibi gözetimde etkinlik sağlanması sebebiyle temsil maliyetini azalttığı ve performansı artırmış olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, çalışma kapsamındaki firmaların en büyük hissedar çıkarlarının diğer hissedarlarla, özellikle de küçük yatırımcılarla çatışmadığını ortaya çıkarmaktadır.



### 520002. En Büyük Üç Hissedar Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi

En büyük üç hissedarın kümülatif mülkiyetinin (EB3HM) piyasa performans göstergelerine etkileri Tablo 42'de sunulmuştur. EB3HM'nin performansa etkisini ortaya koyan SEKK denklemlerinin açıklayıcılık gücünün seviyesinin yüksek ve F istatistiği anlamlıdır. Firma (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinde serbestlik derecesinden dolayı F istatistik değerlerinde düşüş olmasına rağmen, açıklayıcılık düzeyi yükselmiştir. Ayrıca, genelde sabit etki denklemlerinin F Testiyle SEKK yöntemine kıyasla daha başarılı olduğu tespit edilmiştir. Ancak, getirinin SEKK denklemiyle firma sabit etkisine oranla daha iyi açıklandığı görülmüştür.

En büyük üç hissedar mülkiyetinin piyasa performans göstergelerine etkisi pozitif yönde bulunmuştur. Ancak, getiri üzerindeki etkisi istatistiksel açıdan önemli değildir. Yaklaşık q, KFO ve firma değeri üzerindeki etkisi ise önemli seviyededir. Bu bulgu, en büyük üç hissedarın davranışlarının getiri dışında kalan firma piyasa performans göstergelerini artırdığını göstermektedir. Bu sonuç SİDİ (1996), YURTOĞLU (2000) ve ÖNDER (2000)'in sonuçlarıyla ters yöne olmakla beraber, GÜRSOY (2001)'un sonuçlarıyla benzer niteliktedir. Firma ve sektörün gözlenemeyen özelliklerinin modele katılmasıyla oluşturulan denklemlerde KFO dışında aynı sonuca ulaşılmaktadır. Bu bulgular DEMSETZ ve LEHN (1985)'in ileri sürdüğü firma faaliyet çevresinin performansı etkilediği görüşünü Türk firmaları açısından doğrulamaktadır. Buna karşın, KFO göstergesinde sektörler ve firmalar arası davranış farklılıklarının en büyük üç hissedar mülkiyetinin etkisinde önemi olmadığını göstermektedir. Yaklaşık q ve firma değerinde ise, SEKK sonuçlarında önemli bir değişim oluşmamıştır. Bu ise, büyük hissedarların firma yönetimi üzerindeki güçlerini verimli gözetim ve denetim işlevine yönelttiklerini, firmanın diğer hissedarlarının çıkarlarıyla kendi çıkarlarını firmanın piyasa değeri ve karlılığının artırılması yönünde gördüğünü göstermektedir. Bu durum, kendi servetlerinin artırılmasını firma değerinin artırılmasıyla sağladıklarını ifade etmektedir. Böylelikle, Türk firmalarının mülkiyet yapısındaki yoğunlaşmanın firmanın piyasa performansını artırdığı ortaya çıkmaktadır.

Bu bulgular, hipotezde ileri sürülen en büyük üç hissedar mülkiyetinin performansı doğrusal yönde artırdığı ve firma faaliyet çevresinin bu etkide önemli olduğu beklentisini

Tablo : 42

## En Büyük Üç Hissedar Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: <i>qcp</i>			Bağımlı Değişken: Getiri			Bağımlı Değişken: KFO			Bağımlı Değişken: FD		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	1.182**			-0.062*			-2.891			0.797***		
EB3HM	0.007***	0.005**	0.005**	0.001	-0.001	-0.001	0.242*	0.961	0.256	0.002***	0.002***	0.001**
BORÇ	-0.468***	-0.436***	-0.446***	-0.003	0.023**	-0.001	-32.462***	30.244	-51.302	0.176***	0.120***	0.187***
BÜYÜK	-0.078	-0.698**	0.094	-0.002	0.050**	0.001	5.130	575.613***	30.959	0.796***	0.224***	0.874***
ARGE	-0.684***	-0.726**	-0.536	-0.039***	0.021	-0.023	11.939	334.637**	66.572	0.251	0.052	0.376***
PAZ	0.195	2.287*	0.367	-0.039	0.075	-0.034	-223.310**	542.750	235.614	0.557***	0.192	0.507***
MDVYO	-0.001***	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	0.365	0.378	-1.007**	-0.001	0.001	0.001**
FS	0.012***	0.033	0.007*	0.001***	0.022***	0.001**	-0.079	-14.377	0.930	0.004***	0.140***	0.002
SS	1.150**	1.595***	1.144**	0.275***	0.308***	0.280***	-4.298	-149.657	-71.234	-0.1463	0.059*	-0.062
FNAO	0.001	0.025**	-0.005	-0.004**	-0.001	-0.001	9.221	13.542**	32.277***	-0.001	-0.007***	-0.031***
Düz. R <sup>2</sup>	0.109	0.480	0.163	0.475	0.533	0.485	0.109	0.480	0.328	0.716	0.971	0.794
F	6.166***	3.555***	5.879***	54.369***	4.163***	24.610***	7.289***	3.553***	13.233***	151.916***	95.054***	97.531***
F Testi		2.833***	3.027***		0.781	2.291		1.760	2.222		5.352***	9.067***

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

doğrulamaktadır. Mülkiyet yoğunluğu firma piyasa performansını genel olarak artırmaktadır. Ayrıca bulgular, WRUCK (1989), ZHANG (1998), HAN ve SUK (1998), SHORT ve KEASEY (1999), MORCK, NAKAMURA ve SHIVDSANI (2000) ve GÜRSOY (2001) tarafından elde edilen sonuçlarını desteklemektedir. Buna göre, SHLEIFER ve VISHNY (1986)'nin çalışmasında mülkiyet yoğunluğunun gözetimde etkinlik sağlanması sebebiyle temsil maliyetini azalttığı ve performansı artırdığı görüşü Türk firmaları için de tespit edilmiştir. Böylelikle, en büyük üç hissedar çıkarlarının diğer hissedarlarla ve özellikle de küçük yatırımcılarla çatışmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

### **520003. Küçük Hissedar Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi**

Küçük hissedarların kümülatif mülkiyetinin piyasa performansına etkisi Lagrange Çarpan Testine göre karesel biçimde ifade edilmesinin daha uygun olduğu bulunmuştur. Böylece, küçük hissedar mülkiyeti Tablo 43-45'deki performans denklemlerinde hem doğrusal hem de karesel biçimiyle yer almaktadır.

Tablo 43'deki yaklaşık  $q$  oranı, SEKK denklemlerinin açıklama düzeyi ve  $F$  istatistikleri yüksek bulunmuştur. Küçük hissedar mülkiyetinin ( $KHM$ )  $q$  üzerindeki etkisinin doğrusal ve negatif olduğu bulunmuştur. Bu ise,  $KHM$ 'ndeki artışın  $q$ 'yu azalttığı anlamına gelmektedir.  $KHM$ 'nin  $q$  üzerindeki doğrusal olmayan etkisine bakıldığında ise,  $KHM$   $q$  oranını "U" biçiminde etkilediği görülmektedir.  $KHM$  düşük seviyede  $q$ 'yu azalttığı, ardından mülkiyetin yüksek seviyelerinde artırdığı ortaya çıkmaktadır.  $KHM$  ve  $KHM^2$  parametrelerinin birlikte sıfır olduğu varsayımının Wald Testiyle red edilmesi,  $KHM$  ile  $q$  arasındaki ilişkinin doğrusal değil eğrisel ve "U" şeklinde olduğunu ortaya koymuştur. Ardından, yapılan  $F$  Testiyle firma ( $FSE$ ) ve sektör sabit etki ( $SSE$ ) denklemlerinin SEKK denklemlerine karşı daha etkin olduğu bulunmuştur. Bu durum, firma faaliyet çevresinin küçük hissedar mülkiyeti ve piyasa performansı arasındaki ilişkiyi etkilediğini göstermektedir. Sabit etki denklemlerinden firma sabit etki denkleminin  $KHM$  ve  $KHM^2$  parametreleri önemli değilken, sektör sabit etkisinde ise  $KHM$  ve  $KHM^2$  parametrelerinin katsayıları istatistiksel olarak birlikte anlamlıdır. Bu bulgu, SEKK ve sektör sabit etki denklemlerinde  $KHM$  ve  $KHM^2$  parametrelerinin katsayılarının tesadüfi olmadığını göstermektedir. Bu durumda, örnek kütle çerçevesinde Türk firmalarının mülkiyet yapısındaki  $KHM$ 'nin sektör farklılıklarının göz önünde bulundurulması halinde

q üzerinde “U” biçiminde önemli bir etkisinin olduğu söylenebilir. Böylece, Türk firmalarının mülkiyet yoğunluğunun azalmasının q oranına önce azaltıcı, sonra ise artırıcı etkisi bulunmaktadır. Buna göre, küçük yatırımcıların firma mülkiyeti içerisindeki paylarının belli bir noktanın üstündeyken, q üzerinde artırıcı etkisinin bulunduğu tespit edilmektedir. Bu ise, KHM'nin %39'un altında olması durumunda, küçük yatırımcıların firma yönetimi üzerinde etkin olamadıklarını, bu noktanın üstünde ise etkin olabildiklerini ve firma performansını artırabildiklerini ortaya çıkarmaktadır. Yaklaşık q oranı KHM'nin bu seviyesinde minimum değere sahiptir. Bu noktadan KHM uzaklaştıkça q'nun değeri yükselmektedir.

Tablo : 43

## Küçük Hissedar Mülkiyetinin Yaklaşık q'ya Etkisi

Bağımlı Değişken: $q_{CP}$						
Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
C	1.800***	2.107***				
KHM	-0.022***	-0.064**	-0.006	-0.001	-0.011***	-0.078***
KHM <sup>2</sup>		0.001**		-0.001		0.001***
BORÇ	-0.487***	-0.465***	-0.456***	-0.458***	-0.457***	-0.421***
BÜYÜK	-0.093	-0.095	-0.689**	-0.709**	0.071	0.093
ARGE	-0.679***	-0.664***	-0.676*	-0.687*	-0.534	-0.507
PAZ	-0.004	-0.034	2.185*	2.221*	0.185	0.164
MDVYO	-0.001***	-0.001***	-0.001*	-0.001	-0.001	-0.001
FS	0.011***	0.011***	0.039	0.039	0.006*	0.006*
SS	1.113**	1.154**	1.600***	1.600***	1.146**	1.200***
FNAO	0.001	0.001	0.025***	0.026**	-0.004	-0.005
Düz. R <sup>2</sup>	0.113	0.131	0.479	0.478	0.184	0.201
F	7.706***	7.437***	3.543***	3.517***	6.652***	7.023***
Wald Testi	-	16.441***	-	1.324	-	11.902***
F Testi			2.736***	2.706***	3.335***	3.765***

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

Tablo 44'de KHM'nin getiri ve KFO'na doğrusal biçimli etkilerinin SEKK ve sabit etki denklemleri sunulmaktadır. SEKK denklemlerinin açıklama gücü ve F istatistiği önemlidir. Getiride sadece sektör sabit etki (SSE) denklemleri SEKK'den daha etkin iken, KFO firma (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemleri SEKK'e göre daha uygundur. Ancak, KHM'nin getiri ve KFO'nı üzerindeki etkisinin istatistiksel açıdan önemli olmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu bulguya göre, Türk firmalarında KHM'nin hisse senedi getirisi ve KFO üzerinde etkisinin bulunmadığı sonucuna varılmıştır. Böylece, çalışma verileri

çerçevesinde küçük yatırımcıların hisse senedi getirisine ve piyasa karlılığına etkide bulunmadığı ortaya konmuştur.

Tablo : 44

## Küçük Hissedar Mülkiyetinin Getiri ve KFO'na Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: Getiri			Bağımlı Değişken: KFO		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
C	-0.053			8.229		
KHM	-0.001	0.001	-0.001	-0.079	-2.487	0.162
BORÇ	-0.003	0.024**	-0.0017	-32.397***	25.511	-50.653
BÜYÜK	-0.003	0.051**	0.0016	5.971	587.241***	32.557
ARGE	-0.038***	0.020	-0.024	13.240	337.735**	69.819
PAZ	-0.042	0.076	-0.036	-220.149**	520.825	242.833
MDVYO	-0.001	-0.001	0.001	0.362	0.398	-1.024**
FS	0.001***	0.022***	0.001*	-0.029	-13.369	0.982
SS	0.275***	0.309***	0.280***	-4.141	-152.311	-70.321
FNAO	-0.004**	-0.001*	-0.001**	9.277	13.153**	32.222***
Düz. R <sup>2</sup>	0.475	0.533	0.486	0.105	0.481	0.328
F	54.548***	4.161	24.634***	7.121***	3.561***	13.228***
F Testi		0.772	2.283***		1.764***	2.187***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 45, KHM'nin hem doğrusal hem de doğrusal olmayan şekilde firma değerine etkisini göstermektedir. SEKK denklemlerinin açıklayıcılık gücü ve F istatistiği yüksek düzeydedir. Firma değerinin açıklanmasında firma (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin SEKK denklemlerine göre daha geçerli olduğu F Testiyle tespit edilmiştir. Bu bulgu, Türk firmalarında firma faaliyet çevresinin firma değerini etkilediğini ortaya koymaktadır. SEKK denkleminde KHM'nin firma değerinde sadece doğrusal etkisi bulunmasına rağmen sabit etki denklemlerinde eğrisel etkisinin varlığına da ulaşılmıştır. Ayrıca, Wald Testi sonucuna göre, sabit etki denklemlerindeki, KHM ve KHM<sup>2</sup> parametre katsayılarının aynı anda sıfır olmadığı tespit edilmiştir. Bu sonuç, etkinliği görülen sabit etki denklemlerine göre, KHM'nin firma değerine önce azaltan sonra artıran "U" biçiminde eğrisel bir etkisinin bulunduğunu göstermektedir.

Firma gözlenemeyen özelliklerinin modele dahil edilmesi durumunda, KHM'nin %55 seviyesinin altındayken firma değerini azalttığı ve %55'in üstünde ise artırdığı sonucuna ulaşılmaktadır. Eğer sektörlerin gözlenemeyen özellikleri dahil edilirse, bu dönüm noktasının %54'e indiği görülmektedir. Dolayısıyla, KHM'nin %54-55 olduğu seviyelerde firma değerinin minimum olduğu görülmüştür. Böylece, Türk firmalarında DEMSETZ

(1983) ve DEMSETZ ve LEHN (1985)'in ifade edikleri gibi, firma ve sektör özelliklerinin küçük hissedar davranışlarının firma değerine etkisinde belirleyici olduğu ortaya çıkmıştır.

Tablo : 45

## Küçük Hissedar Mülkiyetinin Firma Değerine Etkisi

Bağımlı Değişken: FD						
Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
C	0.991***	1.027***				
KHM	-0.002***	-0.004*	-0.002**	-0.110***	-0.001**	-0.108***
KHM <sup>2</sup>		0.001		0.001***		0.001***
BORÇ	0.176***	0.178***	0.113***	0.115***	0.186***	0.194***
BÜYÜK	0.798***	0.797***	0.229***	0.253***	0.874***	0.879***
ARGE	0.259	0.261	0.068	0.081	0.383***	0.389***
PAZ	0.533***	0.530***	0.157	0.114	0.492***	0.488***
MDVYO	-0.001	-0.001	0.001	0.001	0.001**	0.001**
FS	0.004***	0.004***	0.142***	0.141***	0.002**	0.002**
SS	-0.147	-0.143	0.060*	0.061**	-0.060	-0.049
FNAO	-0.001	-0.001	-0.007***	-0.008***	-0.030***	-0.031***
Düz. R <sup>2</sup>	0.716	0.716	0.971	0.972	0.794	0.796
F	151.728***	136.584***	94.236***	96.513***	97.430***	94.513***
Wald Testi		2.195		6.963***		7.478***
F Testi			5.297***	5.382***	9.305***	9.610***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Türk firmaları üzerine yapılmış SİDİ (1996), ÖNDER (2000) ve GÜRSOY (2001)'un çalışmalarında KHM'nin sadece doğrusal biçimde performansa etkisi ele alınmış olup doğrusal olmayan ilişki araştırılmamıştır. Bu çalışmaların negatif yöndeki bulguları, bu çalışmanın doğrusal ilişkisinde de görülmektedir. Ancak, KHM'nin piyasa performansı üzerindeki etkisinin yaklaşık q ve firma değerine "U" biçiminde olması, hipotezde ileri sürülen beklentiyi doğrulamaktadır. Bu etki, MCCONNEL ve SERVAES (1990), CLAESSENS ve DJANKOV (1999), THOMSEN ve PEDERSEN (2000) ve MIWA ve RAMSEYER (2003)'in çalışmalarında ileri sürülen mülkiyet yoğunluğunun performansla doğrusal olmayan bir ilişkisinin bulunduğu görüşüyle aynı doğrultudadır. KHM'nin yaklaşık q oranına etkisinde sektör özellikleri belirleyici olurken, firma değerine etkisinde ise firma ve sektör özellikleri birlikte belirleyici olmaktadır. KHM çok sayıda hissedarın elinde az miktarda bulunan hisseleri temsil etmesi nedeniyle, KHM'ndeki artış mülkiyet yoğunluğunun azaldığı anlamına gelmektedir. Böylece, Türk firmalarında mülkiyet yoğunluğundaki azalmanın yani mülkiyetin yaygınlaşmasının q oranı ve firma değerine önce olumsuz, sonra ise olumlu etkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Bu ilk durum, küçük

yatırımcıların ayrıntılı firma bilgilerine veya yönetim kurulu toplantılarında alınan kararlara ulaşmalarının güç olmasından kaynaklanabilir. Buna göre, mülkiyet yoğunluğunun düşük olduğu durumda, küçük yatırımcılar tarafından verimli gözetim işlevinin gerçekleştirilebildiği gözlenmektedir. Bu sonuçlar, LAUTERBACH ve VANINSKY (1999) ve QI, WU ve ZHANG (2000)'in çalışmalarında ortaya konan küçük hissedarların paylarının yüksek olduğu ve halka açık yaygın mülkiyete sahip firmaların performansının daha yüksek olduğu yönündeki görüşlerini desteklemektedir. Ayrıca, PANTZALIS, KIM ve KIM (1998)'in çalışmasındaki mülkiyetteki yaygınlaşmanın gözetim fonksiyonun yürütülmesinde daha etkin olmayı sağladığı ve temsil sorununu azalttığı ve dolayısıyla performansı artırdığı yönündeki bulguları destekler niteliktedir.

### 52001. Mülkiyet Yoğunluğunun Muhasebe Performansına Etkisi

Hesap dönemi sonunda tarihi değerlere göre tutulan firma muhasebe bilgilerinden hesaplanan muhasebe performans göstergeleri tarihsel olarak firma performansını yansıtmaktadır. Çalışmada, firmaların muhasebe performansını net nakit girişinin aktiflere oranı (NNG/AKTİF), net dönem karının net satışlara oranı (NKM) ve ödenen kar payının net nakit girişine oranı (NKP/NNG) temsil etmektedir. Tablo 46 muhasebe performans göstergeleri ile mülkiyet yoğunluğu ve diğer değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarını göstermektedir.

Tablo : 46

#### Muhasebe Performansının Mülkiyet Yoğunluğu, İlave Değişkenlerle Korelasyonu

	EBHM	EB3HM	KHM	BORÇ	BÜYÜK	ARGE	PAZ	MDVYO	FS	FNAO	SS
NNG/AKTİF	-0.082*	-0.077*	0.046	-0.172***	-0.007	-0.002	-0.069	0.366***	-0.033	0.021	-0.063
NKM	0.018	0.045	0.013	-0.081*	0.015	0.004	-0.083	0.005	0.031	0.850***	0.057
NKP/NNG	0.094**	0.090**	-0.034	-0.221***	0.177***	-0.031	-0.013	-0.039	0.115***	0.017	-0.116***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Mülkiyet yoğunluğu değişkenlerinden en büyük hissedar mülkiyet payının aktif karlılığıyla negatif, nakit kar payı dağıtımı ile en büyük ve en büyük üç hissedar mülkiyeti arasında pozitif ilişkisi bulunmuştur. Buna karşın, net kar marjı ile mülkiyet yoğunluğu arasında doğrusal önemli bir bağ bulunamamıştır. Kontrol değişkenlerinden finansman kaynağı aracı olarak borçlanmayla muhasebe performansı arasında negatif bir ilişki mevcuttur. Net kar marjı ile pazarlama harcamaları ve faaliyet nakit akış arasında pozitif,

maddi duran varlık yatırımının duran varlığa oranı ile aktif karlılığı arasında pozitif doğrusal bir bağlantının varlığı tespit edilmiştir. Tabloda ayrıca kar payı dağıtımı ile firma büyüklüğü ve faaliyet süresi arasında pozitif, kar dağıtımıyla getiri oynaklığı arasında ise negatif ilişkisinin olduğu görülmektedir.

### **520010. En Büyük Hissedar Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi**

En büyük hissedar mülkiyetinin (EBHM) muhasebe performans göstergeleri olan aktif karlılığı, net kar marjı ve nakit kar payı dağıtımına doğrusal etkileri Tablo 47’de görülmektedir. SEKK denklemlerinin muhasebe performans göstergelerini açıklama gücü ve F değeri yüksektir. Bununla birlikte, F Testi sonucuna göre aktif karlılığını, firma sabit etki (FSE) denkleminin SEKK denklemine oranla, daha iyi açıklandığı bulunmuştur. Ayrıca, nakit kar payının açıklanmasında ise, firma (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin daha uygun olduğu görülmüştür. Ancak, net kar marjının açıklanmasında ise, SEKK denklemlerinin daha başarılı olduğu tespit edilmiştir. Aktif karlılığı ve net kar marjına SEKK denklemlerinde EBHM’nin etkisi pozitif olmasına rağmen, DEMSETZ ve LEHN (1985), MEHRAN (1995) ve CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL (1997)’in çalışmalarında ortaya konduğu gibi önemsizdir. EBHM’nin SEKK ve sektör sabit etki denklemlerinde Nakit kar payı dağıtımına pozitif ve önemli etkisinin bulunduğu ortaya çıkmıştır. Muhasebe performans göstergelerinden sadece nakit kar payı dağıtımına EBHM’nin etkisinin ÖNDER (2000) ve YURTOĞLU (2000)’nun çalışmalarında ulaşılan biçimde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir. Örnek kütle çerçevesinde Türk firmaları mülkiyet yapısı içerisindeki EBHM’nin firmanın nakit kar payı dağıtımına yönelik artırıcı tutum içerisinde bulunması, büyük yatırımcılar açısından sermaye kazancının yanında kar payının da anlam olduğuna yönelik bir bulgudur. Böylece, firmanın en büyük hissedarının nakit kar payı dağıtım kararlarında pür yatırımcı psikolojisiyle davranan küçük ve bireysel yatırımcılarla benzer doğrultuda hareket ettiği söylenebilir. Bunun sektörler arası farklılıkların göz önünde bulundurulması durumunda, devam etmesi sektörlerin EBHM’nin nakit kar payı dağıtımında belirleyici bir role sahip olduğu anlamına gelmektedir. Ancak, aynı şeyi firmalar arasındaki davranış farklılığı açısından söylemek güçtür. Dolayısıyla, Türk firmalarında firma faaliyet çevresi olarak sektör özelliklerinin en büyük hissedar davranışlarının firma muhasebe performansı üzerindeki etkisinde belirleyici olduğu ifade edilebilir. Böylelikle, hipotezde ileri sürülen görüşlere uygun bulgular elde edilmiştir.



Tablo : 47

## En Büyük Hissedar Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: Aktif Karlılığı			Bağımlı Değişken: NKM			Bağımlı Değişken: NKP/NGG		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	-0.964			0.510*			0.018		
EBHM	0.001	-0.004	-0.005	0.002	0.001	0.002*	0.001*	0.001	0.001*
BORÇ	-0.118	-0.986***	-0.264	-0.719***	-0.505***	-0.689***	-0.046***	0.003	-0.042***
BÜYÜK	0.215*	-2.109***	-0.250	0.0204	0.110	-0.021	0.007	0.021	0.011
ARGE	-0.127	-1.251**	-0.868	0.511***	0.571**	0.561**	-0.014	0.006	0.008
PAZ	0.441	0.085	0.857	-2.223	-4.665***	-2.329***	0.051	0.048	0.014
MDVYO	0.002	0.001	0.029***	0.001**	-0.001	-0.001	-0.001***	0.001	-0.001
FS	-0.001	-0.094	-0.008	-0.001	0.010	0.001	0.001	-0.005	-0.001
SS	-0.275	-0.257	-0.622	-0.033	0.092	0.063	-0.060*	-0.027	-0.041
FNAO	0.892***	0.093***	0.063***	0.002***	0.032***	0.035***	-0.001	-0.001	-0.001
Düz. R <sup>2</sup>	0.366	0.734	0.376	0.416	0.458	0.416	0.078	0.285	0.118
F	36.424***	8.653***	16.041***	44.640***	3.344***	18.786***	5.107***	2.103***	4.361***
F Testi		2.218***	1.359		1.149	0.888		1.837***	3.236***

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

En büyük hissedar mülkiyetinin net kar marjı ve nakit kar payı dağıtımını artıran etkiye sahip olduğu çalışmanın hipotezini doğrulamaktadır. Böylelikle, WRUCK (1989), ZHANG (1998), HAN ve SUK (1998), SHORT ve KEASEY (1999), MORCK, NAKAMURA ve SHIVDSANI (2000), ÖNDER (2000) ve YURTOĞLU (2000) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda ulaşılan sonuçlara benzer bulgular bu çalışmada da ortaya çıkmıştır. Buna göre, Türk firmalarında mülkiyet yapısındaki yoğunlaşmanın muhasebe performansını artırdığı yönünde bulgular ortaya konmuştur.

## 520011. En Büyük Üç Hissedar Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi

En büyük üç hissedar mülkiyetinin (EB3HM) muhasebe performans göstergeleri olan aktif karlılığı, net kar marjı ve nakit kar payı dağıtımına doğrusal etkileri Tablo 48'de sunulmaktadır. SEKK denklemlerinin muhasebe performans göstergelerini açıklama gücü ve F değeri istatistiksel açıdan anlamlıdır. F Testi sonucuna göre, aktif karlılığını firma sabit etki (FSE) denkleminin SEKK denklemine nazaran daha iyi açıkladığı, ancak sektör sabit etki (SSE) denkleminin ise iyi açıklayamadığı bulunmuştur. Nakit kar payında ise, firma (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin SEKK denkleminde daha uygun olduğu hesaplanmıştır. Buna karşın, SEKK denkleminin net kar marjı açıklamada daha uygun olduğu elde edilmektedir. Bu sonuçlar, firma faaliyet çevresinin büyük hissedarların muhasebe performansı üzerindeki etkisinde belirleyici olduğunu göstermektedir.

Tablo : 48

## En Büyük Üç Hissedar Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: Aktif Karlılığı			Bağımlı Değişken: NKM			Bağımlı Değişken: NKP/NGG		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	-0.981			0.510*			0.018		
EB3HM	0.001	0.003	-0.005	0.001	-0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
BORÇ	-0.118	-0.983***	-0.269	-0.715***	-0.505***	-0.685***	-0.046***	0.004	-0.042***
BÜYÜK	0.212***	-2.082***	-0.230	0.020	0.107	-0.026	0.006	0.021	0.010
ARGE	-0.134	-1.278**	-0.786	0.487***	0.571**	0.532**	-0.019	0.003	0.003
PAZ	0.422	0.177	0.954	-2.261	-4.677***	-2.361***	0.042	0.044	0.009
MDVYO	0.002	0.001	0.029***	0.001**	-0.001	-0.001	-0.001***	-0.001	-0.001
FS	-0.001	-0.101	-0.008	-0.001	0.011	0.002	0.001	-0.005	-0.001
SS	-0.275	-0.273	-0.626	-0.039	0.093	0.068	-0.059	-0.027	-0.040
FNAO	0.892***	0.092***	0.062***	0.002***	0.033***	0.035***	-0.001	-0.001	-0.001
Düz. R <sup>2</sup>	0.366	0.734	0.375	0.414	0.458	0.413	0.077	0.285	0.115
F	36.429***	8.652***	16.023***	44.304***	3.343***	18.576***	4.996***	2.104***	4.264***
F Testi		2.212***	1.347		1.159	0.822		1.844***	3.138***

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

SEKK ve sabit etki denklemlerine göre; Türk firmalarında mülkiyet yapısı içerisinde en büyük üç hissedarın kümülatif payının, muhasebe performansı üzerindeki etkisi istatistiksel açıdan önemli görülmemiştir. Firma mülkiyet yapısındaki yoğunlaşma veya yayılmanın muhasebe performansını etkilememesi, muhasebe performansının söz konusu EB3HM'den bağımsız olduğunu veya en büyük üç hissedarın beraberce hareket edip muhasebe performansına göre davranış sergilemediklerini göstermektedir. Bu doğrultuda, örnek kütledeki Türk firmalarında yer alan en büyük üç hissedarın, muhasebe verileri üzerinde yoğunlaşarak, kararlarını bu bilgiler ışığında verdiklerini söylemek mümkün görülmemektedir. Bu şekliyle, en büyük üç hissedar mülkiyetindeki yoğunlaşmanın hipotezde belirtilen görüşe uygun biçimde doğrusal ve bunun da DEMSETZ ve LEHN (1985), MEHRAN (1995) ve CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL (1997)'in çalışmalarında elde edildiği gibi önemsiz olduğu ortaya çıkmaktadır.

## 520012. Küçük Hissedar Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi

Tablo 49-51, küçük hissedarların kümülatif mülkiyetinin, muhasebe performans göstergeleri üzerine doğrusal ve doğrusal olmayan etkileri olduğunu ortaya koymaktadır. SEKK denklemlerinin muhasebe performanslarını açıklama gücü ve F istatistikleri yüksektir. Aktif karlılığında SEKK denklemlerinden sektör etkisinin (SSE) daha uygun ancak firma sabit etkisinin (FSE) uygun olmadığı tespit edilmiştir. Net kar marjında ise,

firma sabit etkisi (FSE) SEKK'den daha etkin iken, SEKK sektör sabit etkisinden (SSE) daha uygun olduğu bulunmuştur. Nakit kar payı için ise, sektör (SSE) ve firma sabit etki (FSE) denklemlerinin SEKK denklemlerinden daha etkin olduğu sonucuna varılmıştır. Dolayısıyla, kısmen firma faaliyet çevresinin küçük hissedar tutumlarının muhasebe performansı üzerine etkisinde belirleyici olduğu ifade edilebilir.

Tablo : 49

## Küçük Hissedar Mülkiyetinin Aktif Karlılığına Etkisi

Bağımlı Değişken: NNG/AKTİF						
Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
Sabit Terim	-0.763	-1.189*				
KHM	-0.003	0.082**	0.009	0.004	-0.003	0.070**
KHM <sup>2</sup>		-0.001**		0.001		-0.001****
BORÇ	-0.120	-0.151	-0.970***	-0.969***	-0.282*	-0.338**
BÜYÜK	0.204*	0.208*	-2.14***	-2.125***	-0.262*	-0.295*
ARGE	-0.136	-0.157	-1.260**	-1.252**	-0.851	-0.893
PAZ	0.340	0.380	0.230	0.201	0.808	0.841
MDVYO	0.002	0.002	0.001	0.001	0.029***	0.029***
FS	-0.001	-0.001	-0.102	-0.103	-0.009	-0.009
SS	-0.279	-0.334	-0.254	-0.254	-0.644	-0.726
FNAO	0.891***	0.891***	0.094***	0.094***	0.064***	0.065***
Düz. R <sup>2</sup>	0.366	0.372	0.735	0.734	0.374	0.382
F	36.382***	33.684***	8.666***	8.599***	15.940***	15.781***
Wald Testi		7.833***		1.070		13.959***
F Testi			2.198***	2.132***	1.318	1.394

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 49 küçük hissedar mülkiyetinin (KHM) aktif karlılığı üzerinde doğrusal olmayan bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu etkinin yönü ters "U" biçiminde olup, KHM'nin düşük olduğu seviyelerde aktif karlılığı artarken, yüksek olduğu düzeylerde düşmektedir. KHM ve KHM<sup>2</sup> parametrelerinin katsayılarının birlikte sıfır olduğu Wald Testiyle ret edilmektedir. Aktif karlılığının eğiminin değiştiği yani maksimum olduğu KHM seviyesi %42'dür. Böylece, KHM'nin %42'ün altında olduğu noktalarda firma aktif karlılığı hızlı biçimde bir artma olurken, KHM'nin %42'ün üzerinde olduğu noktalarda aktif karlılığı eğiminin daha az da olsa düşüş gösterdiği ortaya çıkmaktadır. Bu durum, Türk firmalarının pür yatırımcı profiline uyması beklenen küçük hissedarlarının %42 paya sahip olduğunda aktif karlılığının maksimum, %42'den uzaklaştığında ise düştüğü söylenebilir. Wald Testinden elde edilen bulguya göre KHM ile aktif karlılığı arasındaki ilişkiyedeki nedenselliğin yönünün KHM'den aktif karlılığına doğru olduğu ifade edilebilir.

Benzer sonuçlara sektör sabit etki denkleminde de ulaşılmaktadır. Buradaki tek fark, sektörler arası davranış farklılığının KHM'nin aktif karlılığı üzerindeki etkisinde eğimin değişim noktasının %35 olmasıdır. Buradan, sektör gözlenemeyen özellikleri KHM'nin aktif karlılığında eğimi daha düşük mülkiyet düzeyinde değiştirdiği elde edilmiştir. Sektör sabit denklemindeki KHM ve  $KHM^2$  parametrelerinin katsayılarının aynı anda sıfır olduğu Wald Testiyle ret edilmektedir. Böylece, sektörlerin KHM'nin aktif karlılığı üzerindeki etkide belirleyici olduğu bulunmaktadır. Böylece, firmanın faaliyette bulunduğu çevre KHM ve aktif karlılığı arasındaki ilişkiye etkisinin olduğu ortaya konmuştur.

Tablo : 50

## Küçük Hissedar Mülkiyetinin Net Kar Marjına Etkisi

Bağımlı Değişken: NKM						
Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
Sabit Terim	0.575	0.483				
KHM	-0.001	-0.005	0.014**	0.075**	0.001	0.0065
$KHM^2$		-0.001		-0.001*		-0.001
BORÇ	-0.714***	-0.721***	-0.478***	-0.484***	-0.683***	-0.691***
BÜYÜK	0.013	0.012	0.037	-0.034	-0.020	-0.025
ARGE	0.493***	0.488***	0.557*	0.520*	0.547**	0.541**
PAZ	-2.237	-2.228	-4.552***	-4.425***	-2.337***	-2.332***
MDVYO	0.001**	0.001*	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
FS	-0.001	-0.001	0.005	0.007	0.002	0.002
SS	-0.040	-0.028	0.110	0.108	0.072	0.060
FNAO	0.002***	0.002***	0.035***	0.0379***	0.035***	0.035***
Düz. R <sup>2</sup>	0.413	0.413	0.468	0.471	0.411	0.412
F	44.014***	39.783***	3.437***	3.451***	18.494***	17.776***
Wald Testi		2.338		5.630*		2.065
F Testi			1.174*	1.176*	0.853	0.863

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 50'deki bulgular KHM'nin doğrusal ve eğrisel biçimde net kar marjına etkisini göstermektedir. Firma sabit etki (FSE) denkleminde küçük hissedar mülkiyetinin KHM ve  $KHM^2$  parametre katsayılarının aynı anda sıfır olduğuna dair Wald Testi sonucuna göre, firma sabit etkisinde KHM'nin net kar marjına etkisinin eğrisel olduğu elde edilmiştir. Bu aynı zamanda KHM ve net kar marjı arasındaki ilişkide etkinin yönünün KHM'den net kar marjına doğru olduğunu da ifade etmektedir. Firma sabit etkisinde KHM'nin eğrisel olarak ters "U" biçimde olup, net kar marjını önce artırdığı sonra ise azalttığı görülmektedir. Net kar marjını KHM %37.5 seviyesine kadar artırmakta ve %37.5'in üzerindeki düzeyde ise azalttığı ortaya çıkmaktadır. Böylelikle, örnek kütledeki Türk firmalarının mülkiyet

yapısında küçük yatırımcıların ellerindeki hisse payının %37.5'e ulaşıncaya kadar küçük yatırımcıların firma net kar marjını artırıcı yönde davranışlarda bulunduğu, bu seviyenin üzerinde ise tersi tutum içerisinde buldukları sonucuna varılmaktadır. Net kar marjının KHM'nin %37.5 olduğu noktada maksimum ve bu noktanın haricinde ise daha düşük olduğu bulunmuştur.

Tablo : 51

## Küçük Hissedar Mülkiyetinin Nakit Kar Payına Etkisi

Bağımlı Değişken: NKP/NG						
Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
Sabit Terim	0.031	0.021				
KHM	-0.001	0.001	-0.001	0.001	-0.001	0.001
KHM <sup>2</sup>		-0.001		-0.001		-0.001
BORÇ	-0.046***	-0.046***	0.003	0.003	-0.041***	-0.041***
BÜYÜK	0.007	0.008	0.020	0.018	0.011	0.011
ARGE	-0.017	-0.017	0.007	0.006	0.006	0.006
PAZ	0.049	0.050	0.040	0.042	0.012	0.012
MDVYO	-0.001***	-0.001***	0.001	0.001	-0.001	-0.001
FS	0.001	0.001	-0.004	-0.004	-0.001	-0.001
SS	-0.059*	-0.060*	-0.026	-0.026	-0.040	-0.040
FNAO	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
Düz. R <sup>2</sup>	0.073	0.073	0.284	0.282	0.114	0.112
F	4.713***	4.295***	2.097***	2.081***	4.220***	4.030***
Wald Testi		1.155		1.063		1.359
F Testi			1.855***	1.848***	3.231***	3.146***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 51'de KHM'nin nakit kar payı dağıtımını üzerinde doğrusal veya eğrisel etkilerinin istatistiksel olarak önemli olmadığı gözlenmektedir. Bu sonuç, Türk firma mülkiyetinde küçük ve bireysel yatırımcı davranışlarının yönetim üzerinde kar payı dağıtımında etkinliğinin olmadığı şeklinde yorumlanabilir. Aslında pür yatırımcı olarak bireysel yatırımcıların kar payı dağıtımına duyarsız kalmaları beklenmemektir. Ancak, bu sonucun nedeni olarak, mülkiyetteki yoğunlaşma yüzünden büyük hissedar davranışlarının baskın çıkması gösterilebilir.

Türk firmaları üzerine yapılmış çalışmalarda muhasebe performans ölçülerine KHM'nin negatif veya pozitif olduğu ortaya konmuştur. Bu çalışmanın KHM ve muhasebe performans göstergeleri arasındaki doğrusal ilişkide ise, sadece net kar marjı için doğrusal

pozitif etki tespit edilmiştir. Bu anlamda, Türk firmaları üzerine yapılmış çalışmalardaki muhasebe performansına KHM'nin etkisi ile ilgili bulgular desteklenmemektedir.

Küçük yatırımcı mülkiyetinin aktif karlılığı ve net kar marjı muhasebe performans göstergelerine etkisinin doğrusal olmayan iç bükey biçimde gerçekleşmesi çalışmanın hipotezini destekler nitelikte bir bulgudur. Bulgular küçük yatırımcı mülkiyeti ve firma muhasebe performansı arasında iç bükey anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya çıkarmaktadır. Bu durum bireysel ve küçük yatırımcıların payının görece düşük olduğu seviyede muhasebe bilgileriyle aynı doğrultuda davranışlarda bulunmakta, payları daha yüksek olduğunda ise tersi davranış gösterdiklerini yansıtmaktadır. Küçük yatırımcı davranışlarının muhasebe performanslarına önce yakınlaşma sonra ise sınırlama etkisinin olduğu sonucuna varılmaktadır. Bu etki, WRUCK (1989), MCCONNEL ve SERVAES (1990, 1995), CLAESSENS ve DJANKOV (1999), THOMSEN ve PEDERSEN (2000) ve MIWA ve RAMSEYER (2003)'in ileri sürüldükleri şekilde, mülkiyetin önce artırıcı sonra azaltıcı biçimde performans ile doğrusal olmayan bir ilişkisi içerisinde olduğu görüşüyle aynı niteliktedir. Küçük yatırımcıların mülkiyeti yüksek olduğunda, mülkiyetin yoğunluğu düşüktür. Bu durumda, küçük hissedarlar kendilerinin dolayısıyla da firma servetini artırma hedefinde muhasebe bilgilerinden ziyade piyasa bilgileri doğrultusunda davranış sergilemektedir. Buna karşın, küçük hissedar mülkiyeti düşük olduğunda ise yoğunlaşmış mülkiyetten söz edilebilir. Buna göre, küçük hissedarlar ayrıntılı firma bilgilerine veya yönetim kurulu toplantılarında alınan kararlara ulaşılmasının zorluğundan, halka açık muhasebe bilgileri doğrultusunda firmanın servetini artırma yerine kendi servetlerini artırmaya yönelik çaba göstermektedir.

### **5201. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyetin Performansa Etkisi**

Çalışmanın hissedar kimliği değişkenleri; yönetim mülkiyeti (YM); en az %10 hisseyi elinde bulunduran büyük hissedarlar ve yönetimin birinci derece yakın akrabalarına ait hisseleri gösteren yakın akraba mülkiyeti (YAM); firmanın en az %10 hissesine sahip kurumsal hissedarların grubu içerisinde faaliyetlerini sürdüren grup şirketlerine ait bağlı şirket mülkiyeti (BŞM); merkezi veya yerel yönetim hisselerini temsil eden kamu mülkiyeti (KM) ve yabancı hissedarların kümülatif payını gösteren yabancı yatırımcı mülkiyeti (YYM) olmak üzere beş ayrı grupta ele alınmıştır.

Tablo : 52

## Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyetin Lagrange Çarpan Testi Sonuçları

	$q_{CP}$	Getiri	FD	KFO	NKP/NNG	NNG/AKTİF	NKM
YM	0.973	7.320***	1.120	0.174	4.547**	2.924	3.974**
YAM	1.790	8.102***	2.021	1.089	1.571	5.498**	2.281
BŞM	5.491**	1.978	4.981**	1.287	1.090	2.090	2.106
YYM	1.092	1.200	2.022	1.451	1.095	1.386	1.427
KM	0.921	1.024	1.544	1.043	1.101	1.211	1.027

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

Tablo 52'deki verilere göre hissedar kimliğine göre sınıflandırılmış olan mülkiyet yapısı değişkenlerinden yönetim ve yakın akraba mülkiyeti değişkenlerinin hem doğrusal hem de karesel şekilde firma piyasa ve muhasebe performans göstergelerine etkisinin olduğu görülmektedir. Bağlı şirket mülkiyetinin ise, sadece piyasa performans göstergeleriyle hem doğrusal hem de karesel bir bağının bulunduğu tespit edilmektedir. Yabancı ve kamu mülkiyetinin ise performansa sadece doğrusal etkisinin olduğu görülmektedir. Ayrıca tabloda gösterilmemesine rağmen yönetim mülkiyetinin performans göstergeleriyle kübik ilişkisinin olmadığı da tespit edilmiştir.

## 52010. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyetin Piyasa Performansına Etkisi

Çalışmanın piyasa performans göstergeleri CHUNG ve PRUITT (1994)'ın ileri sürdürdüğü biçiminde tanımlanan yaklaşık q oranı ( $q_{CP}$ ), net dönem karının hisse senetlerinin piyasa değerine oranı (KFO), hisse senetlerinin on iki aylık geometrik ortalaması olan hisse senedi getirisi (Getiri) ve firma hisse senetlerinin toplam piyasa değeriyle borçların defter değerinin toplamı şeklinde tanımlanan firma değeridir (FD). Piyasa performans göstergelerinin mülkiyet yapısı ve ilave değişkenlerle bağlantısının yönü ve önemi Tablo 53'de görülmektedir.

Tablo : 53

## Muhasebe Performansının Mülkiyet Yapısı ve Diğer Değişkenlerle Korelasyonu

	YM	YAM	BŞM	YYM	KM	BORÇ	BÜYÜK	ARGE	PAZ	MDVYO	FS	FNAO	SS
$q_{CP}$	-0.024	0.002	0.044	0.183***	0.032	-0.244***	-0.045	-0.075*	0.003	-0.050	0.161***	0.036	0.152***
Getiri	0.028	-0.030	0.012	0.056	-0.043	-0.010	-0.038	-0.064	-0.043	-0.027	0.035	-0.031	0.672***
KFO	-0.098**	-0.008	0.008	0.032	0.020	-0.226***	0.011	0.032	-0.197***	0.021	0.001	0.340***	0.005
FD	-0.120***	-0.071*	0.187***	0.080*	0.334***	0.005	0.841***	0.120*	0.050	0.103*	0.126***	-0.001	-0.084**

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

$q_{CP}$  ile mülkiyet yapısı değişkenlerinden yabancı yatırımcı mülkiyetinin (YYM) pozitif, KFO ile yönetim mülkiyetinin (YM) negatif, firma değeri ile de yönetim (YM) ve yakın akraba mülkiyeti (YAM) arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Buna karşın firma değeri ile bağlı şirket (BŞM) ve yabancı yatırımcı mülkiyeti (YYM) arasında ise pozitif yönde doğrusal bir ilişki elde edilmiştir. Ayrıca, hisse senedi getirisinin mülkiyet yapısı değişkenleriyle önemli seviyede korelasyonunun olmadığı görülmektedir.

### 520100. Yönetim Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi

Lagrange Çarpan Testine göre yönetim mülkiyetinin yaklaşık  $q$ , firma değeri ve KFO denklemlerinde sadece doğrusal ve MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988)'de tanımlandığı haliyle parçalı gösterim biçiminde yer almaktadır. Getiri denklemlerinde ise doğrusal olmayan ilişki hem karesel hem de parçalı gösterim biçimleri şeklinde ele alınmaktadır. Yönetim mülkiyetinin piyasa performans göstergelerine etkisi Tablo 54-57'de sunulmaktadır.

Tablo : 54

#### Yönetim Mülkiyetinin Yaklaşık $q$ 'ya Etkisi

Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
Sabit Terim	1.143**	1.129**				
YM	-0.002		0.001		-0.001	
YM1		-0.005		0.001		-0.001
YM2		0.001*		0.001		0.001**
YM3		0.001		-0.001		0.001
BORÇ	-0.480***	-0.486***	-0.444***	-0.461***	-0.439***	-0.441***
BÜYÜK	-0.054	-0.053	-0.720**	-0.742**	0.113	0.109
ARGE	-0.666***	-0.657***	-0.681*	-0.694*	-0.488	-0.487
PAZ	0.320	0.357	2.239*	2.218*	0.435	0.464
MDVYO	-0.001***	-0.001***	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
FS	0.014***	0.014***	0.036	0.037	0.008**	0.007*
SS	1.135**	1.137**	1.608***	1.608***	1.158***	1.160***
FNAO	0.001	0.001	0.026**	0.027**	-0.006	-0.006
Düz. R <sup>2</sup>	0.088	0.093	0.478	0.477	0.155	0.160
F	5.824***	5.028***	3.532***	3.502***	5.604***	5.350***
Wald Testi	-	3.754	-	2.342	-	3.026
F Testi			2.865***	2.832***	3.088***	3.083***

\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

Tablo 54 yönetim mülkiyetinin yaklaşık  $q$  üzerindeki etkisini göstermektedir. Buna göre, yönetim mülkiyetinin SEKK denklemleri F istatistiği anlamlı düzeydedir. F Testi sonucuna göre, firma (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin SEKK'e göre daha



uygun biçimde yaklaşık  $q$  oranını açıklayabildiği sonucu elde edilmiştir. Buna karşın, firma özelliklerinin  $YM$ 'nin  $q$  üzerindeki etkisinde belirleyici olmadığı bulunmuştur. Bu durum, yönetimle yapılan sözleşmenin önemli olduğunu ve sözleşmenin içeriğindeki değişikliklerin mülkiyet ve  $q$  arasındaki ilişkide etkili olduğunu göstermektedir. Yönetim mülkiyetinin doğrusal şekilde her üç denklemde  $q$  oranını önemli biçimde etkilemediği görülmüştür. Yönetim mülkiyetinin %5 ve %25 kesim noktalarına göre üç ayrı değişken şeklinde tanımlandığı parçalı denklemlerde üç değişkenin aynı anda sıfır olmadığı Wald Testiyle doğrulanmamaktadır. SEKK ve sektör sabit etki denkleminde yönetim hisselerinin parçalı gösteriminde  $\%5 \geq 25$  kesim noktaları arasında  $q$  oranını önemli ve pozitif etkilediği, diğer  $\%0 \geq 5$  ve  $\%25 \geq 100$  aralıklarında ise önemli bir etkiye sahip olmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu bulgu, MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988), WRUCK (1989), MCCONNELL ve SERVAES (1990), HERMALIN ve WEISBACH (1991), KEASEY, SHORT ve WATSON (1994), CHO (1998) ve HOLDERNESS, KROSZNER ve SHEEHAN (1999)'in çalışmalarında elde edilenden ziyade HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999)'nın ifade ettiğine daha yakın olmaktadır. Bununla beraber, Türk firmaları mülkiyet yapısındaki  $YM$ 'nin yoğunluğu ve firmalardaki dağılımının ABD firmalarından çok daha düşük olması ABD ve Türk firmalarının  $YM$  ve  $q$  arasındaki ilişkinin benzer şekilde olmamasının nedeni olarak ifade edilebilir. Firma sabit etkisi denkleminde göre yönetimin parçalı gösteriminin  $q$  üzerinde etkisinin anlamlı olmadığı, yani firmaların görülemeyen özelliklerinin yönetimin  $q$  oranına etkisini azalttığı bulunmaktadır. Burada, optimal yönetim mülkiyetinin  $\%5 \geq 25$  aralığı olduğunun tespit edildiği söylenebilir. Ortak-yöneticiler söz konusu mülkiyet payına sahip olduğunda firmanın  $q$  oranı artmakta, diğer aralıklarda ise böyle bir etki sergilenmemektedir. Böylece, örnek kütle Türk firmalarında ortak-yönetici mülkiyetinin  $q$  oranına etkisinin parçalı biçimde ve doğrusal olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır.

Tablo 55'de yönetim mülkiyetinin hisse senedi getirisine etkisi sunulmaktadır. Getirinin SEKK denklemlerinde açıklanma düzeyi ve denklemlerin  $F$  istatistiğinin yüksek olduğu tespit edilmektedir. SEKK denklemlerinin firma sabit etki (FSE) denklemlerinden daha uygun, ancak sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin ise SEKK denklemlerinden daha etkin olduğu  $F$  Testiyle hesaplanmıştır. Böylece, firmanın faaliyette bulunduğu sektörün  $YM$  ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkide etkili olduğu görülmüştür.

Tablo : 55

## Yönetim Mülkiyetinin Getiriye Etkisi

Değişkenler	SEKK	SEKK	SEKK	FSE	FSE	FSE	SSE	SSE	SSE
Sabit Terim	-0.064*	-0.066*	-0.065*						
YM	0.001	0.055*		-0.001	0.001		0.001	0.069**	
YM <sup>2</sup>		-0.001**			-0.001			-0.001**	
YM1			0.001**			-0.001			0.001**
YM2			0.001			0.001			0.001
YM3			-0.001***			-0.001			-0.001**
BORÇ	-0.003	-0.003	-0.003	0.023**	0.023**	0.023**	-0.001	-0.001	-0.001
BÜYÜK	-0.002	-0.002	-0.002	0.051**	0.051**	0.049**	0.002	0.002	0.001
ARGE	-0.038**	-0.037**	-0.037**	0.020	0.020	0.019	-0.023	-0.022	-0.023
PAZ	-0.038	-0.035	-0.035	0.076	0.075	0.073	-0.033	-0.030	-0.033
MDVYO	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
FS	0.001***	0.001***	0.001***	0.022***	0.021***	0.021***	0.001***	0.001***	0.001***
SS	0.275***	0.273***	0.275***	0.308***	0.308***	0.308***	0.280***	0.279***	0.280
FNAO	-0.001**	-0.001**	-0.001**	-0.001*	-0.001*	-0.001*	-0.001**	-0.001**	-0.001**
Düz. R <sup>2</sup>	0.475	0.478	0.479	0.533	0.532	0.532	0.486	0.490	0.489
F	54.431***	49.480***	45.209***	4.163***	4.131***	4.111***	24.665***	23.978***	22.913***
Wald Testi	-	5.151*	61.786***	-	2.128	1.984	-	8.158**	34.417***
F Testi				0.777	0.776	0.769	2.327***	2.434***	2.314***

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

SEKK denklemlerinde, yönetim mülkiyetinin (YM) getiriye doğrusal değil, eğrisel ve parçalı biçimde etkilediği görülmektedir. Yönetim mülkiyetinin YM ve YM<sup>2</sup> ile YM1, YM2 ve YM3 parametrelerinin katsayılarının aynı anda sıfır olmadığı Wald Testiyle elde edilmiştir. Bu durum hem yönetimin getiriye tek düze olmayan şekilde etkilediği, hem de içsel bir değişken olmayıp dışsal olduğunu ortaya koymaktadır. Buna göre, YM'nin daha düşük olduğu seviyelerde getiriye artırdığı, yüksek düzeylerde ise azalttığı görülmektedir. Yönetim mülkiyetinin getiriye etkisi MCCONNELL ve SERVAES (1990, 1995), CHEN, HEXTER ve HU (1993), KEASEY, SHORT ve WATSON (1994), CHEN ve HO (2000) ve DOUKAS, KIM ve PANTZALIS (2000)'in çalışmalarında elde edildiği gibi ters "U" biçiminde oluşmuştur. Ancak, yönetim mülkiyetinin performansa bu şekildeki etkisi JENSEN ve MECKLING (1976)'da ileri sürülen yönetimin yüksek düzey mülkiyete sahip olmasında hissedar çıkarlarıyla aynı doğrultuya geleceği görüşüne uymamaktadır. Yönetim mülkiyeti %26.5'in altındayken getiri üzerinde artırıcı, üstünde ise azaltıcı yönde etkiye sahiptir. Bu durumda, YM'nin %26.5 olduğu seviye firma hisse senetleri getirisinin maksimum olduğu noktadır. Bu seviyeye kadar YM'nin getiri üzerindeki artırıcı etkisi hissedarlarla yönetim çıkarlarının benzeştiğini, bu seviyenin üstündeki YM'nin getiriye azaltıcı etkisi ise hissedarlar ile yönetimin çıkarlarının çatıştığı ve yönetimin firma

performansına sınırlayıcı etkisinin olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Böylece, Türk firmalarında ortak-yöneticinin getiriye etkisinin doğrusal olmayan bir özelliğe sahip olduğu ve önce çıkarların benzeştiği sonra ise sınırlama etkisinin bulunduğu söylenebilir.

Yönetim mülkiyetinin parçalı gösterim şekliyle getiriye etkisi önce artırıcı, sonra önemsiz ve tekrar azaltıcı yöndedir. Yönetim mülkiyetinin  $0 \leq 5$  aralığında getiriye artırdığı,  $5 \leq 25$  aralığında etkisinin önemsiz olduğu ve  $25 \leq 100$  aralığında ise azalttığı görülmüştür. Bu bulgu yukarıdaki iç bükey ilişkiyi destekler yöndedir. Parçalı YM'nin ilk kesim noktasına kadar çıkarların yaklaşması hipotezine, ikinci kesim noktasından sonra ise çıkarlarda uzaklaşmayla yönetimin sınırlama etkisi hipotezine uygun davranışta bulunduğu gözlenmektedir. Yönetimin düşük mülkiyet seviyelerinde (YM1) çıkarlarının hissedarların çıkarlarıyla aynı doğrultuda olduğu yüksek seviyelerde (YM3) ise uzaklaştığı elde edilmektedir. YM2 ile tanımlanan  $5 \leq 25$  orta seviye yönetim mülkiyetinin getiriye etkisi yaklaşık q denkleminin aksine önemli değildir. Bu sonuç, MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988), WRUCK (1989), MCCONNELL ve SERVAES (1990), HERMALIN ve WEISBACH (1991), KEASEY, SHORT ve WATSON (1994), CHO (1998) ve HOLDERNESS, KROZNER ve SHEEHAN (1999)'in ulaştıkları bulguları desteklememesine rağmen, HERMALIN ve WEISBACH (1991)'in elde ettiğiyle benzer nitelik göstermektedir.

Sektör sabit etki denklemlerinden elde edilen bulgular SEKK denklem sonuçlarıyla aynı yöndedir. Aradaki tek farklılık sektörün gözlenemeyen özelliklerinin yönetim mülkiyetinin %26.5 yerine %34.5 gibi daha yüksek seviyede getirinin maksimum olduğudur. Türk firmalarında, firma özelliklerinin ortak-yöneticilerin getiri üzerinde etkisinde önemli belirleyiciliğinin olmamasına karşın firmaların faaliyetlerini sürdürdükleri çevre olan sektör özelliklerinin belirleyici olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, yönetimle yapılan sözleşme önemlidir. Böylece, sözleşmenin içeriğindeki değişikliklerin mülkiyet ve getiri arasındaki ilişkide etkili olduğu görülmektedir.

Tablo 56'da yönetim mülkiyetinin KFO üzerindeki doğrusal ve parçalı etkisi yer almaktadır. KFO'nı SEKK denklemlerinin açıklama gücü ve F değeri istatistiksel açıdan yüksektir. KFO'nun açıklanmasında firma (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin SEKK denklemlerine göre daha uygun olduğu F Testiyle tespit edilmiştir. Buna göre, Türk

firmalarında firma faaliyet çevresinin YM ve KFO arasındaki ilişkide etkili olduğu bulunmuştur.

Tablo : 56

## Yönetim Mülkiyetinin KFO'na Etkisi

Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
Sabit Terim	16.963	6.432				
YM	-0.683		-0.366		-1.642	
YM1		-0.680		2.448		-2.101
YM2		0.005		-0.023		-0.016
YM3		-0.001		0.012		0.004
BORÇ	-32.613***	-32.484***	30.051	32.533	-52.430	-51.272
BÜYÜK	4.580	5.973	576.280***	580.677***	29.100	31.869
ARGE	9.897	12.711	332.582**	340.676**	59.609	67.210
PAZ	-224.751**	-218.394**	543.912	548.547	225.160	237.738
MDVYO	0.350	0.359	0.375	0.393	-1.009**	-1.004**
FS	-0.055	-0.018	-14.620	-14.977	0.867	0.951
SS	-3.883	-3.988	-149.795	-149.194	-72.206	-70.827
FNAO	9.074	9.203	13.518**	13.386**	32.099***	32.227***
Düz. R <sup>2</sup>	0.111	0.106	0.480	0.477	0.329	0.326
F	7.552***	5.829***	3.554***	3.500***	13.299***	12.091***
Wald Testi	-	2.230	-	3.281	-	2.920
F Testi			1.761***	1.766***	2.338***	2.305***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Ancak denklemlerde doğrusal veya parçalı biçimde yönetim mülkiyetinin KFO'na etkisinin önemli olmadığı GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001)'nin bulgularıyla benzer biçimde ortaya çıkmaktadır. Böylece, çalışma kapsamındaki Türk firmalarında ortak-yöneticilerin KFO üzerinde etkili olmadığı ve yönetim davranışlarında bu performans göstergesinin önemli bir rol oynamadığı ortaya çıkmıştır. Böylece, ortak-yöneticilerin bu performansa göre hareket etmediği sonucuna varılmıştır.

Tablo 57'de yönetim mülkiyetinin firma değeri üzerindeki doğrusal ve parçalı biçimdeki etkisi sunulmaktadır. Firma değerinin SEKK denklemleri tarafından yüksek düzeyde açıklanabildiği görülmektedir. F Testiyle firma (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin firma değerini açıklamada SEKK denklemlerine göre daha uygun olduğu tespit edilmektedir. Firmanın faaliyette bulunduğu çevre YM ve firma değeri arasındaki ilişkiye etkisi bulunmaktadır.

Tablo : 57

## Yönetim Mülkiyetinin Firma Değerine Etkisi

Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
Sabit Terim	0.899***	0.868***				
YM	-0.002		-0.001*		-0.002**	
YM1		-0.004*		-0.001		-0.002*
YM2		0.001		0.001		0.001
YM3		0.001***		-0.001		0.001***
BORÇ	0.177***	0.178***	0.118***	0.115***	0.1871***	0.189***
BÜYÜK	0.800***	0.805***	0.221***	0.213***	0.876***	0.881***
ARGE	0.252	0.260	0.057	0.062	0.376***	0.387***
PAZ	0.581***	0.596***	0.183	0.172	0.507***	0.525***
MDVYO	-0.001*	-0.001*	0.001	0.001	0.001*	0.001*
FS	0.005***	0.005***	0.140***	0.141***	0.002**	0.002**
SS	-0.143	-0.143	0.062**	0.063**	-0.061	-0.059
FNAO	-0.001	-0.001	-0.007***	-0.007***	-0.031***	-0.031***
Düz. R <sup>2</sup>	0.713	0.714	0.971	0.971	0.794	0.793
F	149.801***	121.901***	93.423***	91.721***	97.401***	88.870***
Wald Testi	-	41.665***	-	2.502	-	8.395**
F Testi			5.448***	5.130***	9.336***	9.636***

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

Denklemlerdeki parçalı yönetim mülkiyet parametre katsayılarının aynı zamanda sıfır olmadığı SEKK ve sektör sabit etkisinde Wald Testiyle görülmektedir. SEKK denklemlerinde yönetim mülkiyetinin firma değerine doğrusal etkisi anlamlı değilken, parçalı biçimde yönetim mülkiyetinin firma değerini azaltıcı, önemsiz ve artırıcı etkisinin olduğu tespit edilmektedir. Firma sabit etkisinde yönetim mülkiyetinin firmaların görülemeyen özelliklerinin dikkate alınmasında, firma değerini JOHNSON vd. (1985)'deki gibi doğrusal şekilde ve negatif olarak etkilediği bulunmaktadır. Sektör sabit etki denklemlerinde ise, yönetim mülkiyetinin firma değerine etkisi hem doğrusal hem de parçalı gösterimde önemli olduğu gözlenmektedir. Böylece, sektör özellikleri yönetim hisselerinin firma değerine etkisinde belirleyici olduğu ortaya çıkmaktadır. Ancak, firma özelliklerinin parçalı modelde belirleyici olamaması yönetimle yapılan sözleşmenin içeriğindeki değişikliklerin mülkiyet ve firma değeri arasındaki ilişkide etkili olduğunu görülmektedir.

Çalışma kapsamındaki firmalarda yönetim mülkiyetinin %5 ve %25 iki kesim noktasıyla oluşturulan parçalı gösteriminde yönetim mülkiyeti %0≥5 aralığında firma değerini azalttığı ve %25≥100 aralığında ise artırdığı bulgusuna ulaşılmıştır. Buna göre, düşük yönetim mülkiyetinde yönetici ve hissedar çıkarları yakınlaşırken, yüksek seviyede

ise uzaklaşmaktadır. Bu bulgu MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988), WRUCK (1989), MCCONNELL ve SERVAES (1990), HERMALIN ve WEISBACH (1991), KEASEY, SHORT ve WATSON (1994), CHO (1998) ve HOLDERNESS, KROZNER ve SHEEHAN (1999) çalışmalarında elde edilenlere benzememesine rağmen, HERMALIN ve WEISBACH (1991)'ın sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Bu etkinin firma özellikleri dikkate alındığında ortadan kalktığı, sektör farklılığının dahil edilmesinde ise yeniden ortaya çıktığı görülmektedir. Dolayısıyla, yöneticilerin sözleşmelerinin içeriğindeki değişikliklerin mülkiyet ve firma değeri arasındaki ilişkide etkili olduğu tespit edilmektedir.

Yukarıda, ortak-yöneticilerin Türk firmalarının piyasa performansı üzerine etkilerinin aynı biçim ve önemde olmadığı, doğrusal olmayan bir etkinin kısmen var olduğu görülmüştür. Bu doğrusal olmayan etki daha çok parçalı biçimde bulunmuştur. Parçalı etki yaklaşık q, hisse senedi getirisi ve firma değerinde kendisini göstermekte olup, KFO için geçerli bulunmadığı gözlenmiştir. Böylece, ortak-yöneticinin mülkiyetinin firma piyasa performansına doğrusal olmayan etkisinin hipotezde belirtildiği üzere mevcut olduğu ifade edilebilir. Bu sonuca göre, Türk firmalarında ortak-yönetici ve hissedar çıkarları arasında tek düze olmayan bir ilişkinin bulunduğu ortaya konmuştur. Ancak bu ilişki ABD firmaları üzerinde gerçekleştirilen MORCK, SHLEIFER ve VISHNY (1988), WRUCK (1989), MCCONNELL ve SERVAES (1990), HERMALIN ve WEISBACH (1991), CHO (1998), HOLDERNESS, KROZNER ve SHEEHAN (1999), HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999) ile KEASEY, SHORT ve WATSON (1994), CHEN ve HO (2000) ve GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarıyla birebir örtüşmemektedir. Bununla beraber yine de ilişkinin parçalı olduğu görülmüştür. Böylelikle, yönetim mülkiyetinin getiriye etkisi JENSEN ve MECKLING (1976)'da ileri sürülen yönetimin yüksek düzey mülkiyete sahip olmasında hissedar çıkarlarıyla aynı doğrultuya geleceği görüşüne getiri parçalı denklem sonucu uymamakla birlikte, yaklaşık q ve firma değerinin parçalı gösterim sonucu uymaktadır.

#### **520101. Yakın Akraba Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi**

Firmanın hisse senetlerinin %10 ve daha fazlasına sahip olanların ve yönetimdekilerin yakın akrabalarının elinde bulunan mülkiyetin firma piyasa performans göstergelerine

etkisi Tablo 58 ve 59'da görülmektedir. Tablo 58'de yaklaşık q, KFO ve firma değeri doğrusal SEKK denklemlerinin açıklama gücü ve F istatistiklerinin önemli seviyede olduğu gözükmektedir. F Testi sonucuna göre, bu üç performans göstergesinin firma (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemleri tarafından daha iyi açıklandığı tespit edilmiştir. Firma veya sektör gözlenemeyen özellikleri modele dahil edildiğinde, performans göstergelerinin açıklanmasında serbestlik derecesinin düşmesine rağmen daha etkin olmaktadır. Buna göre, yakın akraba mülkiyeti (YAM) ile yaklaşık q, KFO ve firma değeri arasındaki ilişkiye firmanın faaliyette bulunduğu çevrenin etkili olduğu görülmüştür.

Tablo : 58

## Yakın Akraba Mülkiyetinin Yaklaşık q, KFO ve Firma Değerine Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: $q_{CP}$			Bağımlı Değişken: KFO			Bağımlı Değişken: FD		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	1.105***			2.7669			0.874***		
YAM	-0.001	-0.019	0.004	0.1322	-2.234	-1.469	-0.002	0.001	0.001
BORÇ	-0.479***	-0.437***	-0.440***	-32.365***	30.910	-50.367	0.178***	0.117***	0.188***
BÜYÜK	-0.050	-0.726**	0.112	6.360	74.460***	32.198	0.803***	0.218***	0.879***
ARGE	-0.655***	-0.686*	-0.481	13.525	85.005**	67.323	0.261	0.066	0.390***
PAZ	0.339	2.113*	0.448	-26.766**	57.238	25.901	0.582***	0.185	0.526***
MDVYO	-0.001***	-0.001	-0.001	0.360	0.380	-1.011**	-0.001**	0.001	0.001*
FS	0.014***	0.029	0.008**	-0.012	-15.129	0.995	0.005***	0.141***	0.002**
SS	1.133**	1.605***	1.165***	-3.989	-19.725	-7.576	-0.144	0.063**	-0.058
FNAO	0.001	0.026**	-0.006	9.311	13.566**	32.294***	-0.001	-0.007***	-0.031***
Düz. R <sup>2</sup>	0.087	0.481	0.156	0.105	0.480	0.329	0.712	0.971	0.792
F	5.788***	3.566***	5.634***	7.113***	3.555***	13.249***	149.279***	92.845***	96.539***
F Testi		2.862***	3.118***		1.767***	2.304***		5.414***	9.462***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Yakın akraba mülkiyetinin (YAM) yaklaşık q, KFO ve firma değerine doğrusal biçimli etkisi olmasına rağmen, bu istatistiksel açıdan önemli değildir. Ayrıca, YAM'nin etkisinin hem firma hem de sektör sabit etki denklemlerinde de anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla, Türk firmalarında YAM'nin yaklaşık q, KFO ve firma değerine önemli etkisinin bulunmadığı ortaya konmuştur. Böylelikle, çalışma sonucunda söz konusu üç piyasa performansı ölçüsünün yakın akraba olan hissedarların davranışlarında göz önünde tutulmadığı ve bu göstergelerle yakın akraba mülkiyeti arasında önemli bir bağın bulunmadığı ortaya çıkmıştır.

Tablo 59'da yakın akraba mülkiyetinin firma hisse senedi getirisine doğrusal ve doğrusal olmayan etkisi yer almaktadır. Getirinin SEKK denklemlerinde açıklanma gücü ve F değerleri istatistiksel olarak yüksektir. Firma sabit etki (FSE) denklemlerinin F Testiyle SEKK denklemlerine göre daha uygun olmadığı ancak, sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin ise daha uygun olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, sektörlerin gözlenemeyen özelliklerinin getirinin açıklanmasında önemli olduğunu göstermektedir.

Tablo : 59

## Yakın Akraba Mülkiyetinin Getiriye Etkisi

Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
Sabit Terim	-0.058*	-0.057*				
YAM	-0.001	0.023*	-0.001	-0.001	-0.001	0.019*
YAM <sup>2</sup>		-0.001*		0.001		-0.001**
BORÇ	-0.003	-0.002	0.024**	0.024**	-0.001	-0.001
BÜYÜK	-0.003	-0.003	0.051**	0.051**	0.001	0.001
ARGE	-0.039***	-0.038***	0.020	0.019	-0.024	-0.025
PAZ	-0.041	-0.041	0.072	0.073	-0.035	-0.037
MDVYO	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
FS	0.001***	0.001***	0.021***	0.021***	0.001**	0.001**
SS	0.274***	0.276***	0.308***	0.309***	0.280***	0.281***
FNAO	-0.001**	-0.001**	-0.001*	-0.001*	-0.001**	-0.001**
Düz. R <sup>2</sup>	0.475	0.482	0.534	0.533	0.485	0.489
F	54.548***	50.305***	4.170***	4.141***	24.614***	23.890***
Wald Testi		7.932**		2.210		4.890*
F Testi			0.784	0.737	2.238***	2.055***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Yakın akraba mülkiyetinin (YAM) getiriye doğrusal şekilde etkisi negatif fakat istatistiksel açıdan önemli değildir. Doğrusal olmayan etkisinde ise, YAM'nin getiriye içbükey biçimde etkilediği ortaya konmuştur. Yakın akraba mülkiyetinin, YAM ve YAM<sup>2</sup> parametre katsayılarının aynı anda sıfır olduğu Wald Testiyle red edilmektedir. Bu ters "U" şeklindeki etki, YAM'nin düşük seviyelerinde getiriye artırdığı yüksek düzeylerinde ise azalttığı anlamına gelmektedir. Getiri YAM %11.5 seviyesinde olduğunda maksimum noktada ve YAM'nin %11.5'in üzerinde olduğunda ise düşmektedir. Firma hisse senedi getirisinin maksimumuna ulaştığı %11.5 noktası YAM'nin optimal seviyesini vermektedir. Bu düzeyin altında veya üstündeki YAM seviyesinde getiri maksimum noktanın altında olacaktır. Buna göre, Türk firmalarının getirisi YAM'nin %11.5 düzeyinin altında artış, %11.5 seviyesinin üstünde ise azalış gösterdiği ortaya çıkmaktadır. Böylece, Türk firmalarında YAM'nin firma hisse senedi getirisine etkisi doğrusal olmayan biçimde ve



YAM'nin optimal düzeyi de %11.5'dir. Bu noktaya kadar, yakın akraba hissedarlarının firmanın diğer hissedarlarıyla faydalarının ortaklaşa olup yakınlaştığı, bunun üstünde ise çatıştığı ifade edilebilir. Dolayısıyla, YAM'nin %11.5in üstünde iken yakın akraba hissedarlarının firma performansının artırılması yoluyla kendi servetlerini maksimum düzeye çıkarabileceği düşüncesinden ayrıldıkları söylenebilir.

Sektörün gözlenemeyen özelliklerinin denkleme dahil edilmesinde YAM'nin getiri üzerindeki etkisinde bir değişiklik bulunmamaktadır. Sadece, getiri eğiminin değiştiği YAM seviyesi %11.5'ten %9.5'e inmektedir. Bu, sektörler arası farklılıkların dikkate alınması halinde yakın akraba hissedarlarının davranışında değişimin daha düşük mülkiyet seviyesinde meydana geldiğini ortaya koymaktadır. Bu durum, imalat sanayi ve hizmet sektörü firmalarının faaliyet gösterdikleri alt sektörlerin YAM'nin getiriye etkisinde belirleyiciliğinin olduğu anlamına gelmektedir. Sektörler firma faaliyet çevresi olarak bu ilişkide önemli bir role sahip olmaktadır.

YAM'nin firma piyasa göstergelerine etkisinin biçim ve yönü büyük oranda YM ile benzerlik taşımaktadır. Getiri üzerindeki ortak-yönetici davranışlarının yakın akraba mülkiyetini etkilediği söylenebilir. Daha önceden belirtildiği üzere, YM ve YAM arasındaki yüksek pozitif korelasyon ile YAM'ndeki olası değişimlerin %20 düzeyinde YM'indeki değişimlerle açıklanabilmesi bu davranışsal etkiyi ortaya koymaktadır. YAM'nin piyasa performansı göstergelerine etkisi sadece getiri açısından önemli bulunmuştur. Diğer performans ölçülerine etkisi istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Türk firmalarında YAM'nin getiri üzerindeki etkisi, MCCONNELL ve SERVAES (1990, 1995), CHEN, HEXTER ve HU (1993), KEASEY, SHORT ve WATSON (1994), CHEN ve HO (2000) ve DOUKAS, KIM ve PANTZALIS (2000)'in çalışmalarına paralel olarak ters "U" biçiminde olmaktadır. YAM'nin %9.5 seviyesine kadar getiri üzerinde artırıcı, %9.5'in üzerinde ise azaltıcı etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır. Buradan, yakın akraba hissedarlarının firma piyasa performanslarından sadece getiriye davranışlarında dikkate aldıkları söylenebilir. Yakın akraba mülkiyetinin getiriye etkisi, hipotezdeki beklentilere uygun şekilde önce düşük seviyelerde artırıcı, sonra yüksek düzeylerde ise azaltıcı biçimde olmuştur. Düşük seviyelerdeki artırıcı etki çıkarların yakınlaşması hipotezinin, yüksek düzeylerdeki azaltıcı etki ise, sınırlama hipotezinin geçerli olduğunu ortaya koymuştur.

## 520102. Bağı Şirket Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi

Tablo 60-62'de firma piyasa performansına bağı şirket mülkiyetinin (BŞM) doğrusal ve doğrusal olmayan etkileri sunulmaktadır.

**Tablo : 60**

### Bağı Şirket Mülkiyetinin Yaklaşık q'ya Etkisi

Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
Sabit Terim	1.108**	1.088**				
BŞM	0.003	0.048*	0.039**	0.136***	0.007	0.035
BŞM <sup>2</sup>		-0.002*		-0.005***		-0.001
BORÇ	-0.476***	-0.465***	-0.431**	-0.462**	-0.434***	-0.429***
BÜYÜK	-0.054	-0.054	-0.709**	-0.838**	0.107	0.096
ARGE	-0.655***	-0.643***	-0.684*	-0.756**	-0.490	-0.497
PAZ	0.321	0.344	2.207*	1.945*	0.410	0.384
MDVYO	-0.001***	-0.001***	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
FS	0.014***	0.014***	0.0299	0.020	0.007*	0.007*
SS	1.134***	1.133***	1.605***	1.620***	1.156***	1.151***
FNAO	0.001	0.001	0.026**	0.030**	-0.006	-0.005
Düz. R <sup>2</sup>	0.087	0.092	0.485	0.495	0.157	0.158
F	5.796***	5.467***	3.602***	3.694***	5.636***	5.473***
Wald Testi		5.975*		8.978**		3.612
F Testi			2.845***	2.712***	3.107***	2.920***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 60, SEKK denklemlerinin yaklaşık q oranını açıklamakta olduğu ve F değerlerinin yüksek olduğunu göstermektedir. Tabloya göre, bağı şirket mülkiyetinin (BŞM) q'ya etkisi doğrusal değil, eğrisel biçimlidir. BŞM ve BŞM<sup>2</sup> parametre katsayılarının aynı anda sıfır olduğu Wald Testiyle ret edilmektedir. Bu, hem BŞM'nin q'yu eğrisel şekilde etkilediğini hem de etkinin tek yönlü BŞM'den q'ya doğru olduğunu ifade etmektedir. BŞM'nin q oranı üzerinde önce artırıcı sonra azaltıcı doğrusal olmayan etkisi, ters "U" biçimindedir. q oranı BŞM'nin %12 olduğu seviyede maksimum değerdedir. BŞM'nin iç bükey etkisinde %12'ye kadar q'yu artırmakta %12'nin üstündeki seviyelerde ise azaltmakta olduğu gözlenmektedir.

Firma (FSE) veya sektör (SSE) gözlenemeyen etkilerinin denklemlere ilave edilmesi durumunda, q oranının açıklanma düzeyinin arttığı görülmüştür. Buna göre, BŞM ve q arasındaki ilişkiye firmanın faaliyette bulunduğu çevrenin etkisi bulunmaktadır. Firma sabit etkisinde BŞM ve BŞM<sup>2</sup> parametre katsayılarının aynı anda sıfır olduğu Wald Testine göre ret edilmektedir. Firma özelliklerinin dahil edilmesinde, q'nun eğiminin değiştiği

BŞM seviyesinin %12'den %13.6'ya yükseldiği ortaya çıkmıştır. Yinede, BŞM'nin q üzerindeki etkisi iç bükey biçimdedir. BŞM'nin %13.6'ya ulaşana kadar q'nun arttığı, %13.6'nın üstünde ise azaldığı bulunmuştur. Sektör özellikleri ise, BŞM'nin q üzerinde etkisinin önemli olmadığını göstermektedir. Buna göre, Türk firmalarında BŞM'nin q oranına etkisi MCCONNELL ve SERVAES (1990, 1995), CHEN, HEXTER ve HU (1993), KEASEY, SHORT ve WATSON (1994), CHEN ve HO (2000) ve DOUKAS, KIM ve PANTZALIS (2000) tarafından elde edilen sonuçlara benzer biçimde, doğrusal olmayan iç bükey şekildedir. BŞM belli bir noktanın altındayken q oranını artırıp diğer hissedarların çıkarlarına yaklaşmakta, belli bir noktadan daha fazla olduğunda ise, bağlı şirketlerin çıkarları diğer hissedarların çıkarlarından uzaklaşıp sınırlama etkisi içerisine girmektedir. Böylece, BŞM için düşük seviyelerde yaklaşma hipotezi, yüksek düzeylerde ise sınırlama hipotezi geçerli olmaktadır.

Tablo : 61

## Bağlı Şirket Mülkiyetinin Getiri ve KFO'na Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: Getiri			Bağımlı Değişken: KFO		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	-0.058 <sup>*</sup>			3.6476		
BŞM	0.001	0.001 <sup>**</sup>	0.001	0.013	0.506	2.1634
BORÇ	-0.003	0.022 <sup>**</sup>	-0.001991	-32.347 <sup>***</sup>	29.936	-49.612
BÜYÜK	-0.003	0.050 <sup>**</sup>	0.001	6.258	575.121 <sup>***</sup>	30.254
ARGE	-0.038 <sup>***</sup>	0.020	-0.024	13.404	335.390 <sup>**</sup>	68.035
PAZ	-0.042	0.072	-0.036	-217.692 <sup>**</sup>	542.374	231.476
MDVYO	-0.001	-0.001	-0.001	0.359	0.3816	-1.020 <sup>**</sup>
FS	0.001 <sup>***</sup>	0.022 <sup>***</sup>	0.001 <sup>*</sup>	-0.009	-14.230	0.878
SS	0.275 <sup>***</sup>	0.309 <sup>***</sup>	0.280 <sup>***</sup>	-4.026	-149.393	-71.137
FNAO	-0.001 <sup>**</sup>	-0.001 <sup>*</sup>	-0.001 <sup>**</sup>	9.267	13.561 <sup>**</sup>	32.281 <sup>***</sup>
Düz. R <sup>2</sup>	0.475	0.540	0.485	0.105	0.480	0.329
F	54.498 <sup>***</sup>	4.225 <sup>***</sup>	24.663 <sup>***</sup>	7.107 <sup>***</sup>	3.553 <sup>***</sup>	13.248 <sup>***</sup>
F Testi		0.785	2.289 <sup>***</sup>		1.763 <sup>***</sup>	2.294 <sup>***</sup>

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 61'de bağlı şirket mülkiyetinin (BŞM) piyasa performans göstergelerinden getiri ve KFO'na doğrusal etkisi yer almaktadır. SEKK denklemlerinin açıklama gücü ve F istatistikleri yüksek düzeydedir. Getiri için sektör sabit etkisi (SSE) denklemleri, KFO için ise hem firma (FSE) hem de sektör sabit etki (SSE) denklemleri SEKK denklemlerinden daha uygun olduğu F Testiyle ortaya çıkmaktadır. Böylece firmanın faaliyette bulunduğu çevrenin BŞM'nin KFO ve getiri üzerindeki etkisinde belirleyici olduğu ortaya çıkmaktadır. BŞM'nin getiriye etkisi KIM ve LYN (1988), LEECH ve LEAHY (1991) ve

CHANG (2003) çalışmalarında olduğu gibi pozitif yönde, verimli gözetim hipotezine uymaktadır. Bu sonuç, SHLIEFER ve VISHNY (1988)'deki öngörüye uygun biçimde, temsil teorisinde ileri sürüldüğü gibi yoğun mülkiyetin, yönetimin gözetiminde daha etkin olduğu görüşünü doğrulamaktadır. Ancak BŞM'nin KFO üzerindeki etkisi istatistiksel açıdan anlamlı değildir.

Tablo : 62

## Bağlı Şirket Mülkiyetinin Firma Değerine Etkisi

Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
Sabit Terim	0.864***	0.858***				
BŞM	0.003	0.021**	0.001	0.003	-0.002	0.012*
BŞM <sup>2</sup>		-0.001**		-0.001		-0.001*
BORÇ	0.180***	0.184***	0.117***	0.118***	0.187***	0.189***
BÜYÜK	0.802***	0.802***	0.217***	0.221***	0.881***	0.877***
ARGE	0.262	0.266	0.066	0.068	0.390***	0.388***
PAZ	0.580***	0.587***	0.178	0.185	0.533***	0.522***
MDVYO	-0.001**	-0.001*	0.001	0.001	0.001*	0.001*
FS	0.005***	0.005***	0.141***	0.141***	0.002**	0.002**
SS	-0.143	-0.144	0.063**	0.063**	-0.058	-0.060
FNAO	-0.001	-0.001	-0.007***	-0.007***	-0.031***	-0.031***
Düz. R <sup>2</sup>	0.712	0.714	0.971	0.970	0.793	0.793
F	148.873***	135.086***	92.760***	92.121***	96.656***	93.058***
F Testi			5.381***	5.267***	9.295***	9.246***
Wald Testi		8.802**		3.023		4.762*

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 62, bağlı şirket mülkiyetinin (BŞM) firma değerine doğrusal ve doğrusal olmayan etkisini göstermektedir. Firma değeri, SEKK denklemlerinde yüksek düzeyde açıklanmakta ve denklemlerin F istatistiği önemli bulunmaktadır. Firma (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin F Testi sonucunda SEKK denklemlerinden daha etkin olarak firma değerini açıkladığı elde edilmektedir. Burada, Türk firma faaliyet çevresinin BŞM ve firma değeri arasındaki ilişkiye etkisinin bulunduğu elde edilmiştir. Firma değerine BŞM'nin doğrusal etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir. Doğrusal olmayan biçimde BŞM'nin firma değerine etkisi ise anlamlı bulunmuştur. Bu etki MCCONNELL ve SERVAES (1990, 1995), CHEN, HEXTER ve HU (1993), KEASEY, SHORT ve WATSON (1994), CHEN ve HO (2000) ve DOUKAS, KIM ve PANTZALIS (2000) tarafından elde edilen bulgular doğrultusunda iç bükey ters "U" şeklindedir. Böylece, BŞM düşük seviyelerde firma değerini artırmakta yüksek seviyelerde ise azaltmaktadır. Firma değeri BŞM'nin %10.5 olduğunda maksimum olmakta, bu noktanın altındaki BŞM

düzeyinde firma değeri yükselme kaydetmekte iken, bu noktanın üstündeki BŞM seviyelerinde ise düşüş göstermektedir. Sektör sabit etkisi denkleminde de BŞM'nin firma değerine etkisi iç bükey şekildedir. Burada, BŞM seviyesinin %6 olması durumunda firma değeri maksimuma ulaşmaktadır. Sektörler özelliklerinin modele dahil edilmesi durumunda, firma değerinin daha düşük BŞM seviyesinde eğiminin değişim gösterdiği elde edilmiştir. Firma faaliyet çevresi olan sektör özellikleri BŞM'nin firma değerine etkisinde belirleyici olmaktadır. Ancak firma özelliklerinin dahil edilmesinde BŞM'nin firma değeri üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak önemli olmadığı ortaya çıkmaktadır.

Çalışma kapsamındaki firmalarda BŞM'leri firmanın değerine ters "U" biçiminde etkide bulunduğu ve faaliyette bulunulan alt sektörlerin bu etkinin daha düşük seviyelerde oluşmasını sağladığı tespit edilmiştir. Firma en büyük hissedarlarının firma değerine pozitif doğrusal bir etkisi bulunmasına rağmen bağlı şirketlerin önce artıran ardından azaltan doğrusal olmayan bir etkisi mevcuttur. Bağlı şirketler firmanın değerini düşük pay düzeylerinde kendi çıkarları ile diğer hissedar çıkarlarını aynı yönde görmekte iken, mülkiyet yapısı içerisindeki paylarındaki artışla firma servetinin artırılmasından uzaklaşma olmaktadır. Grup ana şirket stratejisinin muhtemelen düşük mülkiyette takip edilmeyip, yüksek mülkiyette takip edildiği söylenebilir. Türk firmaları üzerinde gerçekleştirilen GÜRSOY (2001)'un çalışmasında bu etkinin doğrusal olarak pozitif yönde olduğu tespit edilmiştir.

Çalışma sonucunda BŞM'nin, yaklaşık q, firma değeri ve getiriye önemli etkisinin olduğu elde edilmiştir. Bu etki getiriye doğrusal ve pozitif, q ve firma değerine iç bükey doğrusal olmayan biçimdedir. BŞM bulguları hipotezdeki pozitif veya doğrusal olmayan önemli etkide bulunduğu yargısındaki beklentiyi doğrular niteliktedir. Bu ise, Türkiye'deki sınırlı sayıda olan holdinglerin firma yönetimini ödüllendiren kurumsal sisteminin genelde piyasa performansını artırıcı biçimde yansımaları anlamında ele alınabilir.

### **520103. Yabancı Yatırımcı Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi**

Tablo 63, yabancı yatırımcı mülkiyetinin (YYM) piyasa performans göstergelerine doğrusal etkilerini göstermektedir. Tablodaki modellerin açıklanma düzeyi ve F istatistikleri anlamlıdır. Yaklaşık q, KFO ve firma değerinin firma (FSE) ve sektör sabit

(SSE) denklemlerinin SEKK denklemlerinden daha uygun olduğunu F Testi ortaya koymaktadır. Getirinin açıklanmasında firma sabit etkisinin SEKK'den daha az, sektör sabit etkisinin ise SEKK'den daha fazla uygun olduğu yine F Testiyle ortaya konmuştur. Firmanın faaliyette bulunduğu çevre YYM ve piyasa performans göstergeleri arasındaki ilişkiye etkisi bulunmaktadır. YYM'nin piyasa performans göstergelerine etkisi pozitifdir. Ancak KFO'na YYM'nin etkisi istatistiksel açıdan önemli değildir. Böylece, Türk firmaları mülkiyet yapısı içerisindeki yabancı mülkiyetinin piyasa performansına KHANNA ve PALEPU (1999), GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001)'nin çalışmalarında ulaşıldığı gibi pozitif doğrusal bir etkisi mevcuttur. GÜRSOY (2001)'un Türk firmaları üzerine yapmış olduğu çalışmada da aynı yönlü etki bulunmuştur. Firma mülkiyetinde yabancı payındaki artışla beraber firma piyasa performansında artışın olması hipotezi doğrulamaktadır. Türk firmalarına doğrudan sermaye yatırımında bulunan yabancıların yönetim faaliyetlerinin gözetiminde etkinliği sağladıkları ve firma performansını artırdıkları sonucuna varılmıştır. Yabancı yatırımcıların gelişmekte olan piyasaları küresel ekonomiyle bütünleştirmek suretiyle yönetimin gözetimine önemli katkı sağladığı ortaya çıkmıştır. Yabancı yatırımcılar yanlarında sadece sermaye getirmemekte aynı zamanda gelişmiş sermaye piyasalarından gelişmekte olan piyasalara gözetim becerilerini de taşımaktadır. Böylelikle, firma piyasa performansındaki bu doğrusal artış etkin gözetim hipotezinin Türk firmalarındaki yabancı mülkiyeti için de geçerli olduğu anlamına gelmektedir.

#### **520104. Kamu Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi**

Tablo 64'de kamu mülkiyetinin (KM) piyasa performans göstergelerine doğrusal etkileri yer almaktadır. Oluşturulan modellerin açıklayıcılık ve anlamlılık düzeyleri yüksektir. Yaklaşık q, KFO ve firma değerinin firma (FSE) ve sektör sabit (SSE) denklemlerinin SEKK denklemlerinden daha uygun olduğu F Testiyle belirlenmiştir. Getirinin açıklanmasında ise sektör sabit etki (SSE) denkleminin SEKK denkleminde daha uygun olduğu F Testiyle hesaplanmıştır. Firmanın faaliyette bulunduğu çevrenin, KM ve piyasa performans göstergeleri arasındaki ilişkiye etkisi bulunmaktadır. KM'nin piyasa performans göstergelerine etkisi ters yönlüdür. Ancak, bu etkilerden yalnızca getiri üzerindeki istatistiksel olarak anlamlı, diğerlerine olanı ise anlamsızdır.

Tablo : 63

## Yabancı Yatırımcı Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: $q_{CP}$			Bağımlı Değişken: Getiri			Bağımlı Değişken: KFO			Bağımlı Değişken: FD		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	1.167**			-0.562*			4.134			0.872***		
YYM	0.008***	0.008*	0.008***	0.001***	-0.001	0.001**	0.056	0.204	0.221	0.002***	0.001*	0.001**
BORÇ	-0.471***	-0.436***	-0.431***	-0.003	0.023**	-0.001	-32.283***	30.314	-50.731	0.180***	0.119***	0.190***
BÜYÜK	-0.080	-0.740**	0.087	-0.003	0.052**	0.001	6.038	574.731***	31.250	0.798	0.215	0.875***
ARGE	-0.655***	-0.703*	-0.461	-0.038***	0.021	-0.023	13.394	334.837**	69.869	0.264	0.063	0.393***
PAZ	0.360	2.262	0.487	-0.038	0.075	-0.033	-217.744**	542.529	240.681	0.607***	0.180	0.534***
MDVYO	-0.001***	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	0.001	0.359	0.379	-1.014*	-0.001	0.001	0.001*
FS	0.014***	0.0207	0.008**	0.001***	0.022***	0.001**	-0.0133	-14.725	0.976	0.005***	0.139***	0.002**
SS	1.168**	1.593***	1.209***	0.276***	0.309***	0.282***	-3.787	-149.808	-69.073	-0.134	0.061*	-0.050
FNAO	0.001	0.027	-0.005	-0.001**	-0.001**	-0.001**	9.249	13.569**	32.284***	-0.001	-0.007***	-0.031***
Düz. R <sup>2</sup>	0.107	0.482	0.176	0.481	0.534	0.491	0.105	0.480	0.328	0.718	0.971	0.794
F	7.162***	3.579***	6.346***	55.755***	4.180***	25.032***	7.117	3.553***	13.231***	153.159***	93.521***	97.576***
F Testi		2.770***	2.740***		0.753	2.190***		1.761	2.259***		5.480***	8.785***

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

Tablo : 64

## Kamu Mülkiyetinin Piyasa Performansına Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: $q_{CP}$			Bağımlı Değişken: Getiri			Bağımlı Değişken: KFO			Bağımlı Değişken: FD		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	1.069**			-0.072**			0.525			0.832***		
KM	-0.001	0.014	0.005	-0.001	0.001	-0.001	-0.130	0.534	-0.078	-0.001	-0.001	0.001
BORÇ	-0.479***	-0.441***	-0.438***	-0.003	0.024**	-0.0016	-32.393***	30.247	-50.930	0.177***	0.117***	0.189***
BÜYÜK	-0.043	-0.706**	0.106	-0.001	0.051**	0.002	6.908	575.779***	32.281	0.811***	0.217***	0.879***
ARGE	-0.649***	-0.673**	-0.491	-0.037**	-0.020	-0.023	13.890	335.728**	69.348	0.267	0.065	0.389***
PAZ	0.335	2.212*	0.464	-0.042	-0.073	-0.037	-219.354**	540.943	238.143	0.594***	0.179	0.526***
MDVYO	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	0.359	0.379	-1.019*	-0.001	0.001	0.001
FS	0.014***	0.040	0.008**	0.001***	0.022***	0.001**	0.013	-14.169	0.970	0.005***	0.141***	0.002**
SS	1.134**	1.607***	1.160***	0.275***	0.308***	0.280***	-4.060	-149.464	-70.549	-0.144	0.063***	-0.059
FNAO	0.001	0.026**	-0.006	-0.001***	-0.001**	-0.001**	9.279	13.537**	32.241***	-0.001	-0.007***	-0.031***
Düz. R <sup>2</sup>	0.087	0.481	0.155	0.477	0.538	0.486	0.106	0.480	0.328	0.712	0.971	0.792
F	5.793***	3.557***	5.369***	54.908***	4.168***	24.732***	7.130***	3.554**	13.227***	148.756***	92.891***	96.531***
F Testi	2.861***	2.861***	2.965***	0.768	0.768	2.205	1.766***	2.299***	5.351***	5.351***	5.351***	9.224***

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01



Çalışma kapsamında yer alan firmalarda KM'nin hisse senedi getirisine etkisinin negatif yönlü olduğu tespit edilmiştir. Kamu mülkiyetiyle ilgili bu etki, ESTRIN ve ROSEVEAR (1999), QI, WU ve ZHANG (2000), THOMSEN ve PEDERSEN (2000), CHEN (2003) ve HOVEY, LI ve NAUGHTON (2003) tarafından elde edilen bulgularla benzer nitelik taşımaktadır. Buna göre, kamunun hissedarı olduğu firmaların ekonomik performansını bir takım başka nedenlerden ötürü göz ardı etmesi, Türk firmalarındaki yerel ve merkezi yönetim kamu payı içinde geçerli olduğu gözlenmiştir. Böylece kamu mülkiyetinin yüksek seviyede olması, olgunlaşmış bir firma kontrol piyasasının olmaması ve küçük yatırımcıları koruyucu yasal düzenlemelerdeki eksiklikler yönetimin gözetiminde etkinliğin sağlanmamasıyla performansa olumsuz yansımaktadır. Kamu mülkiyeti ile ilgili bulgular hipotezde ileri sürülen piyasa performans göstergelerine etkisinin önemsiz veya negatif biçimde olduğu yönündeki beklentiyi desteklemektedir. Böylelikle, kamu mülkiyetinin yönetimin gözetiminde etkin bir rol oynamadığı ortaya konmuştur.

#### 52011. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyetin Muhasebe Performansına Etkisi

Muhasebe bilgilerinin denetimden geçmiş verilerinden hesaplanan muhasebe performans göstergeleri tarihsel firma performansını yansıtmaktadır. Çalışmada, net nakit girişinin aktiflere oranı (NNG/AKTİF), net dönem karının net satışlara oranı (NKM) ve ödenen nakit kar payının net nakit girişine oranı (NKP/NNG) muhasebe performans ölçüleri olarak firma performansını temsil etmektedir. Tablo 65'de muhasebe performansları ile mülkiyet yapısı ve diğer değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları sunulmaktadır.

Tablo : 65

#### Muhasebe Performansının Mülkiyet Yapısı ve İlave Değişkenlerle Korelasyonu

	YM	YAM	BŞM	YYM	KM	BORÇ	BÜYÜK	ARGE	PAZ	MDVYO	FS	FNAO	SS
NNG/AKTİF	0.087**	0.122***	-0.013	-0.019	-0.013	-0.172***	-0.007	-0.002	-0.069	0.366***	-0.033	0.021	-0.063
NKM	-0.114***	0.017	0.022	0.018	0.009	-0.081*	0.015	0.004	-0.083*	0.005	0.031	0.850***	0.057
NKP/NNG	-0.134***	-0.075*	0.057	0.141***	0.076*	-0.221***	0.177***	-0.031	-0.013	-0.039	0.115***	0.017	-0.116***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo verilerine göre, yönetim mülkiyeti ile net kar marjı ve nakit kar payı dağıtımı arasında negatif, aktif karlılığı arasında ise pozitif korelasyon vardır. Yakın akraba hisselerinin aktif karlılığıyla pozitif kar payıyla ise negatif bağı bulunmaktadır. Yabancı ve

kamu paylarının kar dağıtımıyla arasındaki korelasyon pozitifdir. Kontrol değişkenlerinden finansman kaynağı aracı olarak borçlanmayla muhasebe performansı arasında negatif bir ilişki mevcuttur. Kar payı dağıtımı ile firma büyüklüğü ve faaliyet süresiyle pozitif, riskle ise negatif ilişkisinin olduğuna ulaşılmıştır. Bağlı şirket mülkiyeti (BŞM) ile muhasebe performansı arasında önemli bir bağın bulunmadığı ve muhasebe verilerine göre davranış sergilemediği görülmektedir. Yabancı ve kamu mülkiyeti ile sadece kar dağıtımı arasında yüksek korelasyon vardır.

### **520110. Yönetim Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi**

Tablo 66-68'de Türk firmalarının mülkiyet yapısındaki yönetim mülkiyetinin (YM) muhasebe performans göstergelerine doğrusal ve doğrusal olmayan etkileri sunulmaktadır. Tablo 66'da YM'nin firma aktif karlılığına SEKK denkleminde doğrusal olarak istatistiksel açıdan anlamlı etkisinin bulunduğunu görülmektedir. Doğrusal olmayan iki kesim noktasıyla parçalı biçimde ifade edilen YM'nin sadece %0-5 yönetim payı aralığını gösteren YM1'in aktif karlılığına etkisi istatistiksel açıdan önemlidir. YM'nin %5-25 aralığını temsil eden YM2 ve %25-100 aralığını ifade etmekte olan YM3 parametrelerinin katsayılarının ise anlamlı olmadığı görülmektedir. Ayrıca, yönetim mülkiyetinin YM1, YM2 ve YM3 parametre katsayılarının aynı anda sıfır olduğu Wald Testiyle ret edilmemektedir. Bu bulgu, YM'nin aktif karlılığına parçalı şekilde doğrusal olmayan etkisinin geçerli olmayıp, MEHRAN (1995), CHUNG ve PRUITT (1996), CHEN ve HO (2000) ve MORCK, NAKAMURA ve SHIVDSANI (2000) tarafından ileri sürülen görüşleri destekler niteliktedir. Böylece, yönetim mülkiyetinin aktif karlılığını doğrusal şekilde artırdığı ortaya çıkmaktadır.

Aktif karlılığının firma gözlenemeyen özelliklerinin denkleme dahilinde SEKK'e göre daha iyi açıklandığı, ancak sektör özelliklerinin ise SEKK'e nazaran etkin olmadığı F Testiyle tespit edilmektedir. Bu bulgu, firmalar arası farklılıkların aktif karlılığının belirlenmesinde önemli olmasına rağmen, faaliyette bulunulan alt sektör farklılıklarının aktif karlılığı üzerinde belirleyici etkisinin dikkate alınmayacak seviyede önemsiz olduğu anlamına gelmektedir. Firma özellikleri ilave değişkenlerin aktif karlılığının tespitinde önemini artırmakta, ancak yönetim mülkiyetinin aktif karlılığına etkisinin önemini

azaltmaktadır. Dolayısıyla, yöneticilerle yapılan sözleşmenin içeriğindeki değişikliklerin mülkiyet ve aktif karlılığı arasındaki ilişkide etkili olduğu tespit edilmektedir.

Tablo : 66

## Yönetim Mülkiyetinin Aktif Karlılığına Etkisi

Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
Sabit Terim	-1.079*	-1.037				
YM	0.006**		-0.003		0.019***	
YM1		0.021*		-0.020		0.055**
YM2		-0.001		0.001		0.001
YM3		-0.001		-0.001		-0.001
BORÇ	-0.115	-0.115	-0.989***	-1.006***	-0.259	-0.271
BÜYÜK	0.231*	0.223*	-2.085***	-2.138***	-0.216	-0.251
ARGE	-0.097	-0.108	-1.280**	-1.294**	-0.724	-0.791
PAZ	0.504	0.466	0.168	0.095	1.049	0.912
MDVYO	0.002	0.002	0.001	0.001	0.029***	0.029***
FS	-0.001	-0.001	-0.102	-0.093	-0.008	-0.008
SS	-0.276	-0.275	-0.269	-0.267	-0.620	-0.633
FNAO	0.890***	0.890***	0.092***	0.094***	0.065***	0.064***
Düz. R <sup>2</sup>	0.374	0.371	0.734	0.733	0.382	0.378
F	37.543***	30.487***	8.652***	8.540***	16.437***	14.946***
Wald Testi		2.857		1.983		2.989
F Testi			2.113***	2.145***	1.310	1.280

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Böylelikle, Türk firmalarında yönetim mülkiyetinin aktif karlılığını artırdığı, yönetimin firma kararlarında aktif karlılığının artırılmasıyla hissedarlarla çıkarlarının benzer doğrultuya geldiği elde edilmiştir. Hissedar ve yönetici çıkarlarının aktif karlılığı açısından aynı doğrultuda olduğu ve çıkarların yakınlaşması hipotezinin varlığı ortaya çıkmaktadır. Firmalar arası yönetim davranışlarındaki farklılığın dikkate alınmasında ise söz konusu etki kaybolmaktadır.

Tablo 67’de yönetim mülkiyetinin (YM) net kar marjına etkisi görülmektedir. Tabloya göre, F Testiyle net kar marjının açıklanmasında firma özellikleri dahil edildiğinde SEKK denklemlerine göre daha uygun olduğu tespit edilmektedir. Firmanın net kar marjının doğrusal ve doğrusal olmayan SEKK denklemleriyle açıklama kabiliyeti ve F değeri istatistiksel olarak önemlidir. YM’nin net kar marjına doğrusal etkisi önemli değilken, karesel biçim doğrusal olmayan etkisi önemlidir. Buna karşın, YM’nin parçalı gösterim şekliyle net kar marjına doğrusal olmayan etkisi önemli değildir. YM’nin eğrisel gösteriminde, YM ve YM<sup>2</sup> parametre katsayılarının aynı anda sıfır olduğu Wald Testiyle

ret edilmektedir. Bu aynı zamanda YM ile net kar marjı arasındaki ilişkinin tek yönlü biçimde YM'nden net kar marjına doğru olduğu anlamına da gelmektedir. YM'nin net kar marjına doğrusal olmayan etkisi dış bükey "U" biçimindedir. Bu eğrisel etkinin net kar marjının eğimindeki dönümün gerçekleştiği eşik noktası YM'nin %32.5 olduğu seviyedir. Yönetim %32.5'in altında bir payı elinde bulundurduğunda net kar marjını azaltıcı, %32.5'in üstünde payı olduğunda ise artırıcı davranış içerisinde bulunmaktadır. Bu bulgu ışığında, Türk firmalarının mülkiyet yapısında YM'nin net kar marjını düşük seviyelerde azalttığı, yüksek seviyelerde ise artırdığı söylenebilir. Bu etki, MEHRAN (1995), CHUNG ve PRUITT (1996), CHEN ve HO (2000) ve MORCK, NAKAMURA ve SHIVDSANI (2000)'nin çalışmalarında elde edilen sonuçla benzerlik taşımaktadır. Böylece, JENSEN ve MECKLING (1976)'da ileri sürülen yönetimin yüksek düzey mülkiyete sahip olmasında hissedar çıkarlarıyla aynı doğrultuya geleceği görüşü doğrulanmaktadır.

Tablo : 67

## Yönetim Mülkiyetinin Net Kar Marjına Etkisi

Değişkenler	SEKK	SEKK	SEKK	FSE	FSE	FSE	SSE	SSE	SSE
Sabit Terim	0.573*	0.580*	0.558*						
YM	-0.004	-0.065*		-0.001	0.002		-0.001	-0.002	
YM <sup>2</sup>		0.001*			-0.001			0.001	
YM1			-0.001			0.002			-0.001
YM2			0.001			0.001			0.001
YM3			-0.001			-0.001			-0.001
BORÇ	-0.715***	-0.715***	-0.715***	-0.505***	-0.505***	-0.504***	-0.683***	-0.684***	-0.684***
BÜYÜK	0.014	0.015	0.012	0.108	0.110	0.105	-0.021	-0.021	-0.021
ARGE	0.489***	0.488***	0.492***	0.569***	0.570***	0.571***	0.545***	0.544***	0.546***
PAZ	-2.236	-2.242	-2.224	-4.675***	-4.679***	-4.689***	-2.342***	-2.347***	-2.339***
MDVYO	0.001***	0.001***	0.001***	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
FS	-0.001	-0.001	-0.001	0.011	0.010	0.009	0.002	0.002	0.002
SS	-0.041	-0.044	-0.041	0.093	0.092	0.093	0.072	0.075	0.072
FNAO	0.002***	0.002***	0.002***	0.033***	0.032***	0.033***	0.035***	0.035***	0.035***
Düz. R <sup>2</sup>	0.413	0.412	0.410	0.458	0.457	0.456	0.412	0.411	0.410
F	44.022***	39.591***	35.885***	3.344***	3.318***	3.293***	18.493***	17.666***	16.890***
Wald Testi		5.498*	2.385		3.451	2.120		3.781	2.832
F Testi				1.169	1.166	1.168	0.855	0.845	0.857

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

YM'nin daha az olduğu durumlarda net kar marjı açısından hissedarlar ile yönetimin aynı düşünmediği ve yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda davranışta bulunup hissedarların çıkarlarından uzaklaştığı ortaya çıkmaktadır. YM'nin daha yüksek olduğu seviyelerde ise, yönetim ve hissedar çıkarlarının aynı doğrultuya gelip, çıkarların

yakınlaştığı gözlenmektedir. Doğrusal olmayan bu ilişkide düşük YM'nde sınırlama etkisinin oluştuğu, yüksek YM'inde ise çıkarların yakınlaşması etkisi bulunmuştur. Net kar marjı muhasebe performans ölçüsünde yönetimin hem sınırlama etkisi hem de yakınlaşma etkisi hipotezlerinin geçerli olduğu ortaya konmuştur.

Tablo : 68

## Yönetim Mülkiyetinin Nakit Kar Payı Dağıtımına Etkisi

Değişkenler	SEKK	SEKK	SEKK	FSE	FSE	FSE	SSE	SSE	SSE
Sabit Terim	0.050	0.053	0.039						
YM	-0.001***	-0.082***		-0.001	0.001		-0.001***	-0.102*	
YM <sup>2</sup>		0.001**			-0.001			0.001*	
YM4			-0.003***			-0.001			-0.003***
YM5			-0.001			-0.001			-0.001
YM6			0.001*			-0.001*			0.001*
BORÇ	-0.046***	-0.046***	-0.046***	0.003	0.003	0.003	-0.042***	-0.043***	-0.042***
BÜYÜK	0.005	0.005	0.007	0.021	0.022	0.014	0.009	0.0099	0.011
ARGE	-0.023	-0.024	-0.020	0.002	0.003	0.002	-0.001	-0.001	-0.003
PAZ	0.037	0.034	0.046	0.044	0.041	0.024	0.002	0.001	0.010
MDVYO	-0.001***	-0.001***	-0.001***	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
FS	0.001	0.001	0.001	-0.005	-0.005	-0.005	-0.001	-0.001	-0.001
SS	-0.058	-0.056	-0.059	-0.026	-0.027	-0.026	-0.041	-0.040	-0.040
FNAO	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
Düz. R <sup>2</sup>	0.089	0.092	0.085	0.286	0.286	0.290	0.126	0.125	0.121
F	5.789***	5.370***	4.442***	2.107***	2.099***	2.120***	4.599***	4.416***	4.147***
Wald Testi		21.685***	15.869***		2.301	3.221		5.709*	5.827*
F Testi				1.792***	1.768***	1.784***	3.103***	3.037***	3.255***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 68, yönetim mülkiyetinin (YM) nakit kar payı dağıtımına doğrusal ve doğrusal olmayan etkilerini sunmaktadır. SEKK denklemleri tarafından, nakit kar payı dağıtımının açıklanma düzeyi ve F değerleri yüksektir. Firma ve sektör farklılıklarının denklemlere ilave edilmesi, nakit kar payının açıklanmasında önemli artışlar sağlamakta ve F Testiyle sabit etki denklemlerinin SEKK denklemlerinden daha uygun olduğu tespit edilmektedir. Böylece, firmanın faaliyette bulunduğu çevrenin YM ve nakit kar payı dağıtımını arasındaki ilişkiye etkisinin bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Wald Testi sonucuna göre SEKK ve sektör sabit etki denklemlerinde, YM'nin hem karesel hem de parçalı gösterim biçimine göre parametre katsayılarının aynı anda sıfır olmadığı görülmektedir. Wald Testi YM ile nakit kar payı arasındaki ilişkinin doğrusal olmayan biçiminde olduğunu da ifade etmektedir. Firma gözlenemeyen etkileri YM'nin kar dağıtımına etkisinde önemli belirleyiciliğinin bulunmadığı elde edilmektedir.

Böylece, yönetim mülkiyetinin nakit kar payı dağıtımına etkisi, MEHRAN (1995), CHUNG ve PRUITT (1996), CHEN ve HO (2000) ve MORCK, NAKAMURA ve SHIVDSANI (2000) çalışmalarında elde edildiği gibi, "U" şeklinde olduğu bulunmuştur. Nakit kar payı dağıtım eğiminin değiştiği eşik YM seviyesi %41'dir. Sektör sabit etkisinde ise, bu seviye %52'ye çıkmaktadır. YM'nin bu yüksek seviyelerine kadar yöneticiler kar dağıtımının azaltılması yönünde tutum sergilemekteyken, kendi hisselerinin %41-52 gibi hakim veya hakim hissedar olabilecek düzeye geldiğinde tersine bir davranış içerisinde bulunmaktadır. Nakit kar payı firma faaliyetleri sonunda ortaya çıkan kaynakların firma dışına transferi olduğundan, yöneticiler kendi başarı ve çıkarlarını düşük mülkiyet seviyelerinde firma fonlarının daha fazla firma içerisinde tutulmasında görmekte-dirler. Ancak yüksek düzeyde hisseye sahip olduklarında ise kendi çıkarlarını söz konusu kaynakların firma dışına çıkarılmasında görmekte-dirler. Bu durum ortak-yöneticinin kendi özel çıkarları doğrultusunda bir davranış sergilediği anlamına gelebilir. Eğer yönetim daha fazla kar dağıtımına yönelik tutumda bulunursa, bireysel küçük yatırımcıların lehine bir karar vermiş olacaktır. Bu durumda pür yatırımcı profiline sahip olmayan stratejik veya istikrarlı yatırımcı niteliğine daha fazla yakın olan yönetim dışında kalan hissedarlar aleyhine bir durum olabilecektir. Diğer taraftan, firma faaliyetleri sonucunda yaratılan kaynaklar, firmanın büyüme ve yatırım yapılabilme yeteneğini artırdığı için potansiyel biçimde hissedarın servetinin artmasına neden olabilecektir. Gerçekleştirilebilir karlı projelerin bulunması halinde, firma faaliyetleri sonucunda yaratılan kaynakların buralara yönlendirilmesi yoluyla, hissedarların servetinin maksimumlaştırması amacı yine gerçekleşmiş olacaktır.

Türk firmalarında düşük yönetim mülkiyeti seviyelerinde nakit kar payı dağıtım performansı açısından pür hissedar ve ortak-yönetici çıkarlarının uzaklaştığı, yüksek YM ise ortak-yönetici ve pür hissedar çıkarlarının aynı doğrultuya geldiği söylenebilir. Ancak, diğer yatırımcı türü olan istikrarlı ve stratejik hissedarlar ile ortak-yönetici arasındaki ilişki bunun tersi biçimdedir. YM'nin düşük seviyelerinde ortak-yönetici çıkarlarının bu hissedarlarından uzaklaştığı, yüksek YM seviyelerinde ise ortak-yönetici çıkarlarının yakınlaştığı ileri sürülebilir. Yönetim mülkiyetinin nakit kar payı dağıtımına bu etkisi, JENSEN ve MECKLING (1976)'da ileri sürülen yönetimin yüksek düzey mülkiyete sahip olmasında hissedar çıkarlarıyla aynı doğrultuya geleceği görüşüne uymaktadır. Ancak, doğrusal olmayan bu etki MCCONNELL ve SERVAES (1990, 1995)'de ifade edilen ters

U biçiminde bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. Böylelikle, Türkiye'deki firmalarda nakit kar payı dağıtımına ortak-yönetici sınırlama etkisinin düşük yönetim mülkiyetinin olduğu firmalarda var olduğu söylenebilir. ÖNDER (2000)'in 1990'lı yıllara ait verilerle yaptığı çalışmasında, Türk firmalarında yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki etkisinin önemsiz olduğu elde edilmiştir.

Ortak-Yöneticinin muhasebe performansı göstergelerine etkisi homojen bir nitelik taşımamaktadır. Aktif karlılığına doğrusal pozitif, net kar marjına ve nakit kar payı dağıtımına düşük mülkiyet seviyesinde azaltıcı, yüksek düzeyde artırıcı yönde doğrusal olmayan etkisi olduğu tespit edilmiştir. Böylelikle, muhasebe performans ölçülerinin Türk firmalarında ortak-yönetici davranışlarında aralarında nitelik açısından bazı farklılıklar bulunmasına rağmen, önemli birer unsur olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bu sonuçlar, ortak-yöneticinin muhasebe performansına doğrusal veya doğrusal olmayan biçimde önemli etkisinin bulunduğunu ve hipotezde ileri sürülen beklentileri doğrulamaktadır.

#### 520111. Yakın Akraba Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi

Tablo 69 ve 70, yakın akraba mülkiyetinin (YAM) muhasebe performansı üzerindeki etkisini göstermektedir.

Tablo : 69

#### Yakın Akraba Mülkiyetinin Aktif Karlılığına Etkisi

Değişkenler	SEKK	SEKK	FSE	FSE	SSE	SSE
Sabit Terim	-0.992	-0.990				
YAM	0.004	-0.016*	0.015	-0.008	0.037***	0.054
YAM <sup>2</sup>		0.001*		0.0001		-0.001
BORÇ	-0.118	-0.123	-0.994***	-0.990***	-0.291*	-0.284*
BÜYÜK	0.220*	0.224*	-2.090***	-2.091***	-0.256	-0.258*
ARGE	-0.124	-0.126	-1.249**	-1.254**	-0.791	-0.800
PAZ	0.479	0.480	0.251	0.296	0.966	0.945
MDVYO	0.002	0.002	0.001	0.001	0.029***	0.029***
FS	-0.001	-0.001	-0.093***	-0.092	-0.010	-0.010
SS	-0.273	-0.286	-0.263	-0.257	-0.587	-0.581
FNAO	0.890***	0.892***	0.994***	0.093***	0.062***	0.062***
Düz. R <sup>2</sup>	0.373	0.372	0.734	0.734	0.385	0.384
F	37.362***	33.629***	8.663***	8.607***	16.633***	15.901***
Wald Testi		4.805*		3.058		3.551
F Testi			2.163***	2.159***	1.493	1.491

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 69’da YAM’nin aktif karlılığına doğrusal ve doğrusal olmayan etkisinin SEKK, firma sabit etki (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemleri yer almaktadır. Aktif karlılığının SEKK denklemlerinde açıklanma düzeyi ve denklemlerin F istatistiği yüksek bulunmuştur. F Testiyle aktif karlılığının SEKK denklemlerine göre firma sabit etki denklemleri tarafından daha iyi açıklandığı ve SEKK denklemlerinin ise sektör sabit etki denklemlerine göre uygun olduğu görülmüştür. YAM’nin aktif karlılığına SEKK denkleminde doğrusal etkisinin önemsiz, ama doğrusal olmayan etkisinin ise önemli olduğu görülmektedir. Yakın akraba mülkiyetinin YAM ve YAM<sup>2</sup> parametre katsayılarının aynı anda sıfır olmadığı Wald Testiyle belirlenmektedir. Bu aynı zamanda, YAM ile aktif karlılığı arasındaki ilişkinin tek yönlü, YAM’dan aktif karlılığına doğru olduğu anlamına da gelmektedir.

YAM’nin aktif karlılığına etkisi MEHRAN (1995), CHUNG ve PRUITT (1996), CHEN ve HO (2000) ve MORCK, NAKAMURA ve SHIVDSANI (2000)’nin elde ettikleri şekilde önce azaltıcı sonra artırıcı yöndedir. YAM düşük seviyelerde aktif karlılığını azaltmakta, yüksek seviyelerde ise artırmaktadır. Bu etkinin biçimi dış bükey “U” şeklindedir. Aktif karlılığının eğiminin değiştiği ve minimum değer aldığı YAM seviyesi %8 olarak tespit edilmektedir. YAM seviyesi %8’in altındayken aktif karlılığını azalttığı, %8’in üstünde ise artırdığı ortaya çıkmaktadır. YAM’nin aktif karlılığını olan bu etkisi ortak-yöneticinin aktif karlılığına yönelik davranışıyla benzerlik göstermemektedir. Yakın akraba hissedarların aktif karlılığına azaltıcı etkisinin geçerli olduğu %8 seviyesine kadar, diğer hissedar ile benzer çıkarılara sahip olmadıkları anlamına gelmektedir. YAM’nin %8 seviyesinin üstündeki pozitif etkisi yakın akraba hissedarların ve firma hissedarlarının çıkarlarının yakınlaştığını ifade etmektedir. Böylelikle, Türk firmalarında yakın akraba mülkiyetinin aktif karlılığına etkisi hem diğer hissedar çıkarlarından uzaklaşma hem de çıkarların yakınlaşması hipotezlerinin birlikte olmasıyla doğrusal olmayan bir ilişki ile açıklanabilir.

Firmanın gözlenemeyen özelliklerinin denkleme dahil edilmesi durumunda YAM’nin aktif karlılığı üzerindeki etkisi önemsiz olmaktadır. Firmalar arası YAM davranış farklılıklarının bu etkinin önemini kaybolmasında anlamlı olduğu, yani firmalarda aktif karlılığına karşın YAM’nin homojen bir tutum sergilemediği meydana çıkmaktadır. Firmalardaki yakın akraba hissedarlarının aktif karlılığına düşük seviyede azaltıcı yönde,



yüksek seviyede ise artırıcı yönde etkisi görülmesine rağmen, bunun homojen olmamasından ötürü istatistiksel açıdan tesadüfi bir etki olduğu ortaya çıkmaktadır.

Tablo : 70

## Yakın Akraba Mülkiyetinin Net Kar Marjı ve Nakit Kar Payına Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: NKM			Bağımlı Değişken: NKP/NNG		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	0.548*			0.036		
YAM	0.001	-0.006	0.001	-0.001***	-0.001	-0.001
BORÇ	-0.714***	-0.503***	-0.683***	-0.045***	0.003	-0.041***
BÜYÜK	0.011	0.105	-0.021	0.007	0.019	0.011
ARGE	0.493***	0.570**	0.548**	-0.018	0.006	0.005
PAZ	-2.223***	-4.719***	-2.338***	0.042	0.035	0.011
MDVYO	0.001**	-0.001	-0.001	-0.001***	0.001	-0.001
FS	-0.001	0.009	0.002	0.001	-0.005	-0.001
SS	-0.041	0.092	0.074	-0.059*	-0.026	-0.040
FNAO	0.002***	0.033***	0.035***	-0.001	-0.001	-0.001
Düz. R <sup>2</sup>	0.413	0.459	0.412	0.078	0.282	0.115
F	44.008***	3.349***	18.497***	5.061***	2.085***	4.241***
F Testi		1.170	0.855		1.836***	2.966***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 70'de YAM'nin net kar marjı ve nakit kar payı dağıtımına doğrusal etkisi yer almaktadır. Hem net kar marjının hem de nakit kar payı dağıtımının SEKK denklemlerinde açıklanma düzeyi ve denklemlerin F istatistikleri yüksektir. YAM'nin net kar marjına etkisi GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001)'nin çalışmasında bulunan sonuçla benzer biçimde önemli olmadığı tespit edilmektedir. YAM'nin nakit kar payı dağıtımına etkisi negatif ve önemlidir. YAM seviyesindeki artış firma faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan karın dağıtımının azaldığı ve firma faaliyetlerinde kullanılmak üzere firma içerisinde tutulduğu gözlenmektedir. Bu kaynakların dağıtılmayıp karlı yatırım projelerine aktarılması durumunda firmanın gelecekteki potansiyel karlılığı ve büyümesi yüksek olacaktır. Böylece, yakın akraba hissedarlarının diğer hissedarlarla aynı doğrultuda olacak biçimde firma değerinin maksimum yapılmasıyla kendi servetini artırdığı söylenebilir. Bu nedenle, Türk firmalarında yakın akraba hissedarlarının pür yatırımcı dışında kalan diğer hissedarlarla aynı doğrultuda firma değerinin maksimum yapılması amacıyla nakit kar payı dağıtımına azaltıcı etkisi bulunmuştur.

Söz konusu, etkinin firma veya sektör gözlenemeyen özelliklerinin dikkate alınması durumunda önemsiz olduğu ortaya çıkmaktadır. Böylece, firma ve sektörlere göre yakın

akraba hissedarlarının nakit kar payı dağıtımına yönelik tutumunun önemli biçimde değişiklik gösterdiği görülmektedir.

Türk firmalarında yakın akraba hissedarlarının aktif karlılığına doğrusal olmayan ve nakit kar payı dağıtımına doğrusal önemli etkisi elde edilmiştir. Böylelikle, hipotezde ileri sürülen yakın akraba hissedarlarının muhasebe performans göstergelerine etkisinin önemli olduğu ve bu etkinin doğrusal veya doğrusal olmayan şekilde olduğu yönündeki beklentiye uygun bir bulguya ulaşılmıştır.

### 520112. Bağlı Şirket Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi

Tablo 71, bağlı şirket mülkiyetinin (BŞM) muhasebe performans göstergelerine doğrusal etkisini göstermektedir. Muhasebe performans göstergelerinin SEKK denklemlerinde açıklanma gücü ve denklemlerin F istatistikleri anlamlıdır. F Testi sonucuna göre, aktif karlılığının firma sabit etkisi (FSE) denklemi tarafından SEKK denklemine oranla daha iyi açıklandığı görülmüştür. Ayrıca, nakit kar payı dağıtımının firma sabit etki (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinde SEKK denklemlerinden daha iyi açıklandığına da elde edilmiştir. Bu bulgu, firma faaliyet çevresinin BŞM ve muhasebe performans göstergeleri arasındaki ilişkiye etkisinin olduğunu göstermektedir.

Tablo : 71

#### Bağlı Şirket Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: NNG/AKTİF			Bağımlı Değişken: NKM			Bağımlı Değişken: NKP/NNG		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	-1.071*			0.548*			0.030		
BŞM	0.031*	-0.010	0.021	0.006*	-0.005	0.002	-0.001	0.001	0.001
BORÇ	-0.141	-0.985***	-0.289*	-0.714***	-0.503***	-0.682***	-0.045***	0.003	-0.041***
BÜYÜK	0.258*	-2.093***	-0.234	0.012	0.109	-0.022	0.007	0.019	0.010
ARGE	-0.110	-1.252**	-0.827	0.493***	0.571**	0.545**	-0.017	0.006	0.005
PAZ	0.697	0.140	0.954	-2.233	-4.681***	-2.348***	0.044	0.041	0.009
MDVYO	0.002	0.001	0.029***	0.001**	-0.001	-0.001	-0.001***	0.001	-0.001
FS	-0.001	-0.101	-0.008	-0.001	0.010	0.002	0.001	-0.004	-0.001
SS	-0.280	-0.266	-0.634	-0.043	0.093	0.072	-0.059*	-0.026	-0.040
FNAO	0.891***	0.093***	0.063***	0.002***	0.032***	0.035***	-0.001	-0.001	-0.001
Düz. R <sup>2</sup>	0.369	0.734	0.375	0.415	0.459	0.412	0.074	0.284	0.115
F	36.765***	8.649***	16.001***	44.394***	3.346***	18.501***	4.770***	2.098***	4.262***
F Testi		2.159***	1.197		1.156	0.653		1.853***	3.231***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Bağlı şirket mülkiyeti (BŞM) aktif karlılığı ve net kar marjında pozitif, nakit kar payı dağıtımında ise negatif etkiye sahiptir. Ancak, nakit kar payı üzerindeki BŞM'nin etkisi istatistiksel açıdan önemli değildir. Bu bulgu, yönetimin gözetiminde bağlı şirketlerin bağlı olmayan şirketlerden daha az etkili olduğunu göstermemektedir. Türk firmalarındaki bağlı şirket mülkiyetinin aktif karlılığı ve net kar marjına pozitif etkisi GÜRSOY (2001) ve CHANG (2003)'ün çalışmalarındaki sonucu doğrulayıcı niteliktedir.

Dışsal bir değişken olarak, bağlı şirket mülkiyetinin pozitif yöndeki bu etkisi, temsil teorisinde ileri sürülen yoğun mülkiyetin yönetimin gözetiminde daha etkin olduğu görüşünü doğrulamaktadır. Böylece, bağlı şirket mülkiyetinin muhasebe performans göstergelerini dikkate aldığı ve firma değerinin maksimum yapılmasıyla kendi faydalarını artırdıkları söylenebilir. Buna göre, yönetimin gözetim ve kontrolünde bağlı şirketlerin etkin biçimde yer aldıkları gözlenmiştir. Burada, firma veya sektörün gözlenemeyen özelliklerinin dikkate alınması halinde, BŞM'nin etkisinin önemsiz olduğu bulunmuştur. Firmalar veya sektörler arasındaki farklılıkların BŞM'nin muhasebe performans göstergeleri karşısındaki tutumunda belirleyiciliği bulunmaktadır. Ancak, firma veya sektörler arasında BŞM'nin muhasebe performansları üzerindeki etkisinde değişkenliğin fazla olduğu gözlenmektedir. Bu değişkenlik bağlı şirketlerin, muhasebe performans göstergeleri karşısında tutumlarının belli bir yönde olmamasına neden olmaktadır. BŞM'nin Türk firmalarının aktif karlılığı, net kar marjına pozitif ve nakit kar payı dağıtımına etkisinin önemsiz olduğu çalışmada ortaya çıkmıştır. Bu sonuç hipotezde ifade edilen, BŞM'nin muhasebe performans göstergelerine etkisinin firma değerini artırıcı biçimde doğrusal veya önemsiz olabileceği görüşünü doğrulayıcı nitelikte olduğu görülmektedir.

### **520113. Yabancı Yatırımcı Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi**

Tablo 72'de, yabancı yatırımcı mülkiyetinin (YYM) muhasebe performans göstergelerine doğrusal etkisi görülmektedir. Muhasebe performans göstergelerinin SEKK denklemlerinde açıklanma düzeyi ve denklemlerin F istatistikleri anlamlıdır. F Testi sonucuna göre, aktif karlılığının belirlenmesinde firma sabit etki denkleminin (FSE) SEKK denkleminde daha uygun olduğu görülmektedir. Net kar marjını SEKK denkleminin sabit etki denklemlerinden daha iyi açıkladığı F Testiyle ortaya çıkmaktadır. Nakit kar payı

dağıtımını açıklamada ise, firma sabit etki (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin SEKK denkleminde daha iyi olduğu F Testiyle ortaya konmaktadır. Böylelikle, firma ve faaliyet çevresi özelliklerinin yabancı yatırımcı mülkiyeti (YYM) ve muhasebe performans göstergeleri arasındaki ilişkide belirleyici olduğu bulunmuştur.

Tablo : 72

## Yabancı Yatırımcı Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi

Bağımlı Değişken: NNG/AKTİF			Bağımlı Değişken: NKM			Bağımlı Değişken: NKP/NNG			
Değişkenler	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	-0.958			0.549*			0.033		
YYM	0.001	0.002	-0.004	-0.001	-0.001	-0.001	0.001**	0.001	0.001**
BORÇ	-0.117	-0.985***	-0.280*	-0.714***	-0.506***	-0.683***	-0.045***	0.004	-0.041***
BÜYÜK	0.216*	-2.102***	-0.236	0.010	0.110	-0.019	0.005	0.017	0.010
ARGE	-0.129	-1.258**	-0.851	0.492***	0.574**	0.545**	-0.017	0.005	0.007
PAZ	0.441	0.155	0.854	-2.227	-4.680***	-2.343***	0.051	0.043	0.015
MDVYO	0.002	0.001	0.029***	0.001**	-0.001	-0.001	-0.001***	0.001	-0.001
FS	-0.001	-0.104	-0.009	-0.001	0.013	0.002	0.001	-0.006	-0.001
SS	-0.274	-0.270	-0.667	-0.039	0.095	0.070	-0.056	-0.027	-0.037
FNAO	0.892***	0.093***	0.062***	0.002***	0.032***	0.035***	-0.001	-0.001	-0.001
Düz. R <sup>2</sup>	0.366	0.734	0.375	0.413	0.459	0.412	0.087	0.288	0.122
F	36.316***	8.649***	15.989***	44.007***	3.345***	18.498***	5.687***	2.117***	4.461***
F Testi		2.212***	1.351		1.170	0.869		1.817***	2.970***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 72'den YYM'nin sadece nakit kar payı dağıtımını üzerinde önemli bir etkisinin olduğu görülmektedir. Bu etkinin yönü ise, kar dağıtımını artırma yönündedir. Yabancı hissedarların muhasebe performanslarından sadece kar dağıtımını davranışlarında dikkate aldığı diğerlerine karşın duyarlı olmadığı bulunmaktadır. Nakit kar dağıtımına bu artırıcı etki, firma faaliyetinden elde edilen fonların firma dışına çıkarılması ve firma açısından karlı yatırım projelerinin gelecekteki potansiyel karından vazgeçilmesi anlamında, alternatif bir maliyeti bulunmaktadır. Bu durum, nakit kar payı dağıtımını açısından yönetim mülkiyetinin yüksek seviyelerde artırıcı etkisiyle birlikte düşünüldüğünde yabancı yatırımcıların firma değerinin artırılması yerine kendi çıkarlarının takipçisi olarak yönetimle stratejik olarak birlikte hareket ettiği hipotezinin geçerli olduğunu ortaya koymaktadır. Diğer taraftan pür yatırımcı davranışı açısından bakıldığında, yabancı hissedarların bu etkisi KHANNA ve PALEPU (1999), GÜRSOY (2001), ve GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001) tarafından ulaşılan sonuçlara benzemektedir. Böylece bu etki, hissedar çıkarlarıyla uyumakta ve yönetimin etkin

gözetimi hipotezine uymaktadır. Bu açıdan, dikkate alınmasının daha doğru olacağı düşünülmektedir. Böylelikle, yabancı yatırımcıların gelişmekte olan piyasaları küresel ekonomiyle bütünleştirmek suretiyle yönetimin gözetimine önemli katkı sağladığı ortaya çıkmıştır. Yabancı yatırımcılar yanlarında sadece taze sermaye getirmemekte aynı zamanda gözetim becerilerini de taşıdığı söylenebilir. Sektör özelliklerinin denkleme dahil edilmesi durumunda, YYM'nin etkisi devam etmekteyken, firma özelliklerinde bu etkinin önemi kaybolmaktadır. Türk firmaları mülkiyet yapısında yabancı hissedarlığının nakit kar payını artırması etkin gözetim hipotezine uygun biçimde yabancı hissedarlarla diğer hissedar çıkarlarının aynı doğrultuda olduğu söylenebilir. Muhasebe performansından sadece nakit kar payı dağıtımına YYM'nin etkisinin bulunması, çalışmanın hipotezinde muhasebe performanslarına etkisinin önemsiz veya pozitif yönünde olduğu görüşüyle tutarlı olmaktadır.

#### **520114. Kamu Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi**

Tablo 73'deki modellerde kamu mülkiyetinin (KM) muhasebe performans göstergelerine doğrusal etkisi yer almaktadır. Muhasebe performans göstergelerinin SEKK denklemlerinde açıklanma düzeyi ve denklemlerin F istatistiği yüksektir. Aktif karlılığının açıklanmasında firma sabit etki denkleminin (FSE) SEKK denkleminde daha uygun olduğu F Testiyle hesaplanmıştır. F Testine göre, net kar marjının SEKK denkleminde daha iyi açıklandığı bulunmuştur. Nakit kar payı dağıtımını ise, firma sabit etki (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinin daha iyi açıklayabildiği F Testiyle hesaplanmıştır. Böylelikle, firma faaliyet çevresinin kamu mülkiyeti ve muhasebe performans göstergeleri arasındaki ilişkide kısmen belirleyici olduğu ortaya konmaktadır.

Tablo 73'de kamu mülkiyetinin (KM) muhasebe performansları üzerindeki etkisinin firma değerinin maksimum yapılması amacının aksi yönünde olduğu görülmektedir. Yalnız KM'nin net kar marjı üzerindeki etkisinin istatistiksel açıdan önemli, aktif karlılığı ve nakit kar payı dağıtımına etkisinin ise önemsiz olduğu ortaya çıkmaktadır. Firma ve sektörün gözlenemeyen özellikleri net kar marjının açıklanmasında önemli olmasına rağmen, KM'nin net kar marjına etkisinde firma ve sektörler arasında homojen bir davranış sergilenmediği bulunmuştur. Bu durum kamu mülkiyetinin firma ve sektörler arasında homojen bir dağılım göstermediği, bazı firma ve sektörlerde KM'nin yoğun olmasından

kaynaklanmaktadır. Böylece, Türk firmalarında KM'nin net kar marjını azaltma yönünde etkisinin olduğu elde edilmiştir.

Tablo : 73

## Kamu Mülkiyetinin Muhasebe Performansına Etkisi

Değişkenler	Bağımlı Değişken: NNG/AKTİF			Bağımlı Değişken: NKM			Bağımlı Değişken: NKP/NNG		
	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE	SEKK	FSE	SSE
Sabit Terim	-0.983			0.490			0.035		
KM	-0.001	-0.005	-0.004	-0.002	-0.001	-0.002	0.001	0.002	0.001
BORÇ	-0.118	-0.989***	-0.277*	-0.715***	-0.505***	-0.683***	-0.046***	-0.040***	-0.041***
BÜYÜK	0.221*	-2.101***	-0.231	0.001	0.106	-0.010	0.006	0.004	0.009
ARGE	-0.125	-1.255**	-0.826	0.493***	0.570**	0.553**	-0.018	0.021	0.005
PAZ	0.429	0.158	0.813	-2.266	-4.675***	-2.377***	0.054	0.008	0.018
MDVYO	0.002	0.001	0.029***	0.001***	-0.001	-0.001	-0.001***	0.037	-0.001
FS	-0.001	-0.100	-0.008	-0.001	0.011	0.002	0.001	0.001	-0.001
SS	-0.275	-0.265	-0.644	-0.041	0.093	0.070	-0.059*	-0.026	-0.039
FNAO	0.892***	0.093***	0.062***	0.002***	0.033***	0.034***	-0.001	-0.004	-0.001
Düz. R <sup>2</sup>	0.366	0.734	0.374	0.414	0.459	0.413	0.073	0.288	0.116
F	36.283***	8.648***	15.948***	44.269***	3.344***	18.599***	4.797***	2.122***	4.289***
F Testi		2.213***	1.319		1.165	0.861		1.857***	3.281***

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Kamu mülkiyetinin Türk firmalarının muhasebe performans göstergelerinden aktif karlılığı ve nakit kar payı dağıtımına önemsiz, net kar marjına ise önemli azaltıcı etkisi çalışmanın hipotezinde ileri sürülen, kamu mülkiyetinin muhasebe performanslarına etkisinin önemsiz veya azaltıcı yönde olduğu beklentisini doğrulamaktadır. Bu durum, ESTRIN ve ROSEVEAR (1999), GÜRSOY (2001), THOMSEN ve PEDERSEN (2000), QI, WU ve ZHANG (2000) ve CHEN (2003)'nin çalışmalarında elde edilen sonuçlarla aynı yöndedir. Türkiye'de yürütülen özelleştirme programlarına rağmen, kamu mülkiyetinin hala etkisini sürdürdüğünü göstermektedir. Böylelikle, Türkiye'deki kamu mülkiyet etkisinin henüz batı ekonomilerindeki gibi performans üzerinde belirleyici olmadığı söylenememektedir. Yasal çerçevenin yeterli olmamasından dolayı hakim hissedar olan kamunun firma kontrolünü çok sıkı yürüttüğü ifade edilebilir.

## 521. İçsel Bir Değişken Olarak Mülkiyet Yapısının Performansa Etkisi

Mülkiyet yapısının yukarıda ifade edilen dışsal bir değişken olması durumunda firma piyasa ve muhasebe performans göstergelerine etkisinin geçerliliği, performans denklemlerinin hata terimi ile açıklayıcı değişken olan mülkiyet yapısı arasında önemli

korelasyonun bulunmamasına bağlıdır. Eğer hata terimi ile mülkiyet arasında önemli bir korelasyon bulunuyorsa, SEKK ve sabit etki yöntemlerinin tahmin tutarlılığı ve sonuçlarının güvenilirliğinden söz edilemez. Böylece, yukarıda mülkiyetin dışsal olduğu varsayımına göre bulunan sonuçlara dayalı yapılacak yorumlar DEMSETZ (1983), DEMSETZ ve LEHN (1985), JENSEN ve WAGNER (1988) ve MCCONNELL ve SERVAES (1990)'in ifade ettikleri üzere hatalı olacaktır. Bu nedenle, performans denklemlerinin mülkiyet yapısı değişkeni ve denklem hata terimlerinin birbiriyle korelasyonun incelenip önemli olup olmadığının tespit edilmesi gerekmektedir. Bu korelasyonun önemi Hausman Spesifikasyon Testiyle belirlenmektedir. Aradaki korelasyon önemli düzeyde ise, mülkiyet değişkeninin dışsal değil içsel bir değişken olduğuna karar verilmektedir. İçsel olan mülkiyet değişkeni ve performans göstergesi arasındaki ilişkinin incelenmesinde eş anlı denklem sistemlerinden İki Aşamalı En Küçük Kareler (İAEKK) yöntemi kullanılmak suretiyle söz konusu bu sakınca giderilmektedir.

Tablo 74-76'da dışsallık varsayımına göre oluşturulmuş olan SEKK, firma sabit etki (FSE) ve sektör sabit etki (SSE) performans denklemlerinde yer alan mülkiyet değişkenlerinin eş anlı olup olmadığına dair Hausman Test sonucu yer almaktadır. Tablolardan, piyasa performansı olan KFO ile muhasebe performansları olan net kar marjı ve aktif karlılığı denklemlerinde mülkiyet yapısı değişkenlerinin dışsal olduğu görülmektedir. Böylece, yukarıda yapılan SEKK ve sabit etki denklemlerinden elde edilen bulguların geçerli olduğu tespit edilmektedir. Yaklaşık q, getiri ve firma değeri piyasa performansları ile nakit kar payı dağıtımını muhasebe performans denklemlerinde bazı mülkiyet yapısı değişkenlerinin içsel oldukları ile ilgili bir takım bulgulara rastlanmaktadır.

**Tablo : 74**

**SEKK Denklemleri Hausman Test Sonuçları**

Değişkenler	Piyasa Performans Göstergeleri				Muhasebe Performans Göstergeleri		
	q <sub>CP</sub>	Getiri	KFO	FD	NKP/NNG	NNG/AKT	NKM
EBHM	0.549	-8.996	0.003	7.908***	15.146*	-0.810	0.001
EB3HM	2.150**	2.657	0.008	9.744***	12.358	-0.768	0.005
KHM	-2.919***	-13.055	0.001	-6.672***	-1.341	-0.051	0.004
YM	-0.157	5.195	-0.007	-4.746***	-13.187***	0.821	-0.008
YAM	0.040	-5.498	0.001	-1.266	-4.860***	0.772	-0.009
BŞM	0.110	3.109	0.001	0.632	1.339	-0.165	0.001
YYM	3.643***	42.895**	0.003	10.730***	23.040***	-0.248	0.009
KM	-0.132	-17.742	0.001	-2.970	4.613	-0.202	0.002

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 74’de SEKK yaklaşık q denklemlerinde EB3HM, KHM ve YYM değişkenlerinin içsel değişken oldukları görülmektedir. Tablodan, getiri denklemlerinde yalnızca YYM değişkeninin içsel olduğu elde edilmektedir. Firma değeri denklemlerinde EBHM, EB3HM, KHM, YM ve YYM değişkenleri içseldir. Nakit kar payı denklemlerinde ise EBHM, YM YAM ve YYM değişkenlerinin içsel oldukları gözlenmektedir. Bu çerçevede, söz konusu değişkenlerin dışsal değişken oldukları varsayımına dayalı olarak yapılan yukarıdaki SEKK denklemlerinden elde edilen bulguların gerçek olmayan bir ilişkiyi yansıttığı ortaya çıkmaktadır.

Tablo : 75

## Firma Sabit Etki Denklemleri Hausman Test Sonuçları

Değişkenler	Piyasa Performans Göstergeleri				Muhasebe Performans Göstergeleri		
	$q_{CP}$	Getiri	KFO	FD	NKP/NNG	NNG/AKT	NKM
EBHM	0.954	-8.691	0.001	3.117	3.046	-0.164	0.114
EB3HM	0.763	-3.887	0.001	13.232***	3.835	0.191	-0.006
KHM	-0.329	0.279	-0.001	-6.673**	-0.298	0.206	1.223
YM	0.0147	-0.060	-0.001	-6.298	-3.987	-0.155	-0.046
YAM	-0.328	-2.484	-0.001	1.089	-1.041	0.110	-0.180
BŞM	-0.332	5.779	0.001	0.410	0.144	-0.036	-0.077
YYM	1.100*	-10.381	0.001	7.793*	6.902	0.144	-0.245
KM	0.332	2.737	0.001	-1.495	3.164	-0.051	-0.039

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

Tablo 75’de firma sabit etki (FSE) denklemlerinde yaklaşık q için YYM’nin, firma değerinde ise EB3HM, KHM ve YYM değişkenlerinin içsel oldukları görülmektedir. Böylece, bu değişkenlerin yukarıda hesaplanmış olan firma sabit etki denklemlerinde elde edilen bulguların gerçek ilişkiyi sunmadığı meydana çıkmaktadır.

Tablo : 76

## Sektör Sabit Etki Denklemleri Hausman Test Sonuçları

Değişkenler	Piyasa Performans Göstergeleri				Muhasebe Performans Göstergeleri		
	$q_{CP}$	Getiri	KFO	FD	NKP/NNG	NNG/AKT	NKM
EBHM	0.576	-11.496	-0.001	7.928**	13.577	-0.634	2.653
EB3HM	1.872**	-7.008	0.001	6.277**	7.230	-0.559	1.339
KHM	-2.985***	-9.042	0.001	-0.059	-0.111	-0.246	0.091
YM	-0.027	8.138	-0.001	-3.310*	-11.226***	0.675	-0.063
YAM	0.214	-2.664	-0.001	0.193	-1.662	0.477	0.104
BŞM	0.147	3.240	0.001	-0.507	1.610	-0.115	0.096
YYM	3.107***	36.177**	0.001	6.534**	17.169**	-0.477	-0.341
KM	0.263	-12.813	-0.001	0.024	5.778	-0.211	-0.974

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01



Tablo 76'da sektör sabit etki (SSE) denklemlerinde yaklaşık q açısından EBHM, KHM ve YYM'nin içsel değişken oldukları görülmektedir. Getiride YYM'nin, firma değeri denklemlerinde YM ve YYM'nin içsel olduğu bulunmaktadır. Nakit kar payı dağıtım modelinde ise YM ve YYM içsel değişkenlerdir. Söz konusu değişkenlerle ilgili yukarıda ulaşılan sektör sabit etki bulguları hatalı olmaktadır.

En büyük hissedarın SEKK ve sektör sabit etki denkleminde firma değerinin; en büyük üç hissedar kümülatif mülkiyeti ve küçük yatırımcı paylarının SEKK ve sektör sabit etkisinde yaklaşık q oranının; SEKK, firma ve sektör sabit etkisinde firma değerinin içsel değişkenler olarak etkilendiği bulgusu en azından mülkiyet yoğunluğunun firma değerine nötr olmadığı ve etkisinde kaldığı söylenebilir.

Yönetim mülkiyeti SEKK ve sektör sabit etkisi denklemlerinde firma değeri ve nakit kar payının, içsel değişkeni olması HERMALIN ve WEISBACH (1988), HERMALIN ve WEISBACH (1991) çalışmalarında belirtildiği üzere ortak-yöneticinin bu iki performans ölçüsünü dikkate aldığını ve etkilendiğini ortaya koymaktadır. Firmada hissedar olan yakın akraba mülkiyeti içsel bir değişken olarak SEKK'de nakit kar payı dağıtım kararlarından etkilenmektedir. Yabancı yatırımcı mülkiyetinin yaklaşık q, getiri, firma değeri ve nakit kar payı dağıtım denklemlerinde içsel bir değişken olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, DAHLQUIST ve ROBERTSON (2001), PARK (2001) ve NA (2002)'in elde ettikleri biçimde bu performans göstergelerinin yabancıların firma mülkiyetine yatırımları konusunda etkili olduklarını göstermektedir.

Burada, daha önce hesaplanmış en büyük hissedar ve yabancı yatırımcı mülkiyetinin performans üzerinde önemli etkisinin bulunduğu denklemlerin tümünde içsel değişken oldukları tespit edilmektedir. Böylece en büyük hissedar ve yabancı yatırımcıların firmalara ortak olmalarında firmaların performansının belirleyici önemli bir unsur olduğu gözlenmektedir. Türk firmalarında en büyük ve yabancı hissedarların genellikle firma performansına göre mülkiyete katılım kararı verdikleri söylenebilir.

Hausman Testiyle bağlı şirket ve kamu mülkiyeti değişkenlerinin piyasa ve muhasebe performansları arasındaki ilişkide içsel değil, dışsal değişken oldukları bulunmuştur.

Böylece, örnek kütle Türk firma mülkiyet yapısı içerisinde yer alan bağlı şirket ve kamu payının firma performansından bağımsız olduğu ortaya konmuştur.

### 5210. Mülkiyet Yoğunluğunun İçsel Biçimde Performansa Etkisi

Tablo 77’de mülkiyet yoğunluğu değişkenlerinin yaklaşık  $q$  ve firma değeri performans göstergelerini içsel bir değişken olarak etkileri yer almaktadır. En büyük hissedar mülkiyetinin (EBHM) içsel olarak sadece firma ve sektör görülemeyen özelliklerinin dahil edildiği sabit etki denklemlerinde firma değerini pozitif biçimde önemli düzeyde etkilediği gözükmemektedir. EBHM’ne firmanın faaliyet gösterdiği sektör özelliğinin etkisinin bulunduğu ortaya çıkmaktadır. En büyük üç hissedar kümülatif mülkiyetinin (EB3HM) yaklaşık  $q$  oranına ve firma değerine içsel bir değişken olarak pozitif etkisi vardır. EB3HM ve  $q$  oranı arasındaki ilişkiye sektör özelliklerinin belirleyici olduğu bulunmuştur. Ayrıca, EB3HM ile firma değeri arasındaki ilişkide hem firma hem de sektör özelliklerinin belirleyici rolünün olduğu tespit edilmiştir. Firmanın küçük ve bireysel yatırımcı mülkiyetinin (KHM) hem  $q$  oranına hem de firma değerine içbükey etkisinin olduğu elde edilmiştir. Bu etkide  $q$  oranının maksimum olduğu KHM seviyesi %47 ve firma değeri için ise %30.5’dir. Bu seviyelere kadar azaltıcı olmakla birlikte bu seviyelerin üstündeki KHM’nin  $q$  ve firma değerini artırıcı yönde etkilediği görülmüştür.. KHM ve  $q$  oranı arasındaki ilişkide firma faaliyet çevresi olan sektör özelliğinin etkisi vardır. KHM ve firma değeri arasındaki bağda ise firma özellikleri belirleyici olurken, sektör özelliğinin etkisi bulunmamıştır. Sektör farklılığının dikkate alınmasında  $q$  oranı KHM’nin %44’e inmesinde maksimum noktaya gelmekte, firma değeri ise firmalar arası farklılıkla KHM’nin %45’e yükseldiğinde maksimum değer almaktadır.

Böylelikle, çalışma kapsamındaki Türk firmalarında mülkiyet yoğunluğu değişkenlerinin tümünün firma değerini içsel bir değişken olarak etkilediği ortaya konmuştur. En büyük üç hissedar ve küçük yatırımcı mülkiyetinin ise yaklaşık  $q$  oranını içsel olarak etkiledikleri elde edilmiştir. Böylece, mülkiyet yoğunluğunun firma değeri ve yaklaşık  $q$  oranını dolaylı şekilde etkiledikleri görülmüştür. Bu durumda, mülkiyet yoğunluğu ve performans arasındaki ilişkide etkinin yönünün tek yönlü olmadığı söylenebilir. Bu etkilerde firma ve sektör özelliklerinin HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999)’nın elde ettiği gibi kısmen belirleyici olduğuna ulaşılmıştır.

Tablo : 77

## Mülkiyet Yoğunluğu ve Piyasa Performansı

Değişkenler	qCP					FD									
	İAEKK	SSE İAEKK	İAEKK	SSE İAEKK	İAEKK	İAEKK	SSE İAEKK	İAEKK	SSE İAEKK	İAEKK	FSE İAEKK	SSE İAEKK	İAEKK	FSE İAEKK	SSE İAEKK
Sabit Terim	-13.909**		25.982***		0.160		0.090**	0.021**		0.147*				2.418***	
EBHM	0.424***														
EB3HM		0.454***													
KHM			-1.600**												
KHM <sup>2</sup>			0.017**												
BORC	-0.700	-0.822	-0.677	-0.907	0.125**	0.157***	0.160***	0.160***	0.183	0.216***	0.080	0.183	0.216***	0.112	0.240***
BÜYÜK	-1.984***	-1.915*	-1.455**	-2.057*	0.758**	0.838***	0.699***	0.699***	1.384***	0.096	0.096	1.384***	0.747	0.171	0.627***
ARGE	-3.199***	-4.227*	-1.412	-4.412	0.450**	0.483***	0.125	0.125	0.995***	-0.500*	-0.500*	0.995***	0.267	-0.053	0.094
PAZ	-9.274*	-10.146*	-12.108**	-10.108*	0.658*	0.545	0.081	0.081	1.929***	0.306	0.306	1.929***	0.090	-1.168	-1.252
MDVYO	0.009	0.008	0.015	0.008	0.001	0.001**	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.002**
FS	-0.107**	-0.001	-0.087	-0.002	0.004	-0.001	0.001	0.001	0.001	0.110***	0.110***	0.001	0.001	0.158***	-0.004
SS	1.658**	0.086	3.610**	0.090	-0.226	-0.138	-0.166	-0.166	-0.013	-0.040	-0.040	-0.013	-0.076	0.007	-0.162
FNAO	-0.074	-0.001	-0.056	-0.002	-0.001	-0.029**	-0.003	-0.003	-0.011	-0.006	-0.006	-0.011	-0.001	0.016	-0.017**
Düz R <sup>2</sup>	0.085	0.191	0.092	0.192	0.220	0.332	0.240	0.240	0.443	0.538	0.538	0.443	0.231	0.434	0.331
F Testi		3.942***		4.186***		2.680***			2.615***	4.110***	4.110***	2.615***		5.631***	3.847***
Wald Testi			9.362***	11.559***									9.664***	8.996***	1.515

\*p&lt;0.1,\*\*p&lt;0.05,\*\*\*p&lt;0.01

Bu bulgular, DEMSETZ (1983), DEMSETZ ve LEHN (1985), JENSEN ve WAGNER (1988) ve MCCONNEL ve SEVAES (1990) tarafından yapılan çalışmalarda ileri sürülen mülkiyetin içsel olabileceği görüşüyle benzer nitelik taşımaktadır.

### 5211. Hissedar Kimliğine Göre Mülkiyetin İçsel Biçimde Performansa Etkisi

İçsel olan hissedar kimliği mülkiyet değişkenleri yönetim, yakın akraba ve yabancı yatırımcı mülkiyetleridir. Buna karşın, bağlı şirket ve kamu mülkiyetinin ise içsel olmayıp, performansla aralarındaki ilişkide dışsal mülkiyet değişkenleri oldukları görülmüştür. Yönetim mülkiyeti (YM) firma değeri ve nakit kar payı dağıtımını, yakın akraba mülkiyeti (YAM) nakit kar payı dağıtımını, yabancı mülkiyeti (YYM) ise, yaklaşık q, getiri, firma değeri ve nakit kar payı dağıtımını içsel bir değişken olarak etkilediği Tablo 78 ve 79'da gösterilmektedir.

Tablo : 78

#### Yönetim, Yakın Akraba Mülkiyeti ve Performans

Değişkenler	FD		NKP/NNG				
	İAEKK	SSE İAEKK	İAEKK	İAEKK	SSE İAEKK	SSE İAEKK	İAEKK
Sabit Terim	2.607**		0.729**	0.694***			0.123*
YM	-0.200**	-0.312	-0.120**	-0.066***	-0.079**	-0.072**	
YM <sup>2</sup>				0.001*		0.001*	
YAM							-0.013**
BORÇ	0.142	0.004	-0.061*	-0.010	-0.008	-0.008*	-0.043***
BÜYÜK	0.114	0.319	-0.043	-0.026	-0.071	-0.071	-0.004
ARGE	0.594*	0.409	-0.131*	-0.221*	-0.407*	-0.408*	-0.030*
PAZ	0.196*	0.579	0.147	0.068	0.073	0.075	0.054
MDVYO	0.202	0.002	-0.001	0.001	0.001	0.0001	-0.001
FS	0.003*	-0.014	-0.001	-0.003**	0.004	0.005	0.001
SS	-0.001	-0.304	-0.046	-0.018	-0.111	-0.112	-0.064*
FNAO	-0.087*	-0.061**	0.005	-0.002	-0.010*	-0.010	0.002
Düz. R <sup>2</sup>	0.096	0.169	0.090	0.101	0.192	0.180	0.011
Wald Testi				6.432**		5.340*	
F Testi		2.641***			2.326***	2.648***	

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Tablo 78'de yönetim mülkiyeti (YM) firma değerini negatif ve nakit kar payı dağıtımını iç bükey şekilde etkilemektedir. Yakın akraba mülkiyetinin (YAM) nakit kar payı dağıtımını doğrusal ve negatif etkilediği görülmektedir. YM'nin firma değeri ve nakit kar payına etkisinde sektör özelliklerinin önemli bir belirleyiciliğinin olduğu tespit edilmiştir. Nakit kar payı YM'nin %33 olduğu seviyede minimum değere ulaşmakta, bu

seviyenin üstündeki YM düzeylerinde artış göstermektedir. Firmaların faaliyet gösterdikleri sektörlerin dikkate alınmasında ise nakit kar payının YM'nin %36 olduğunda minimum değer aldığı ve bu seviyenin üstünde ise arttığı ortaya çıkmaktadır. Buna göre, içsel değişken olarak yönetim mülkiyetinin nakit kar payı dağıtımını üzerindeki etkisinde firmanın faaliyette bulunduğu çevrenin etkisi bulunmaktadır. Bu bulgu, söz konusu etkiye yönetim sözleşmesi içeriğindeki değişikliklerin sektörler itibariyle kar payı dağıtımında önemli olmadığını da ortaya koymaktadır.

Böylece, Türk firmalarında ortak-yöneticilerin firma değerine ve nakit kar payı dağıtımına etkisinde firma faaliyet çevresi olan sektör farklılıklarının önemli olduğu görülmektedir. Ortak-yöneticinin firma değerini DEMSETZ ve VILLALONGA (2001)'nin bulduğu gibi doğrusal negatif ve nakit kar payı dağıtımını ise iç bükey şekilde dolaylı biçimde etkilendiği yönündeki sonuçlar AGRAWAL ve KNOEBER (1996), HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999) ve CHEN ve STEINER (2000)'de elde edilen sonuçlarla benzerlik arz etmektedir. Ortak-yönetici ile ilgili bu bulgu HERMALIN ve WEISBACH (1988), HERMALIN ve WEISBACH (1991) ve LOPEZ-ITURRIAGA ve RODRIGUEZ-SANZ (2001) tarafından ifade edilen YM'nin içsel olduğu görüşüyle aynı yöndedir. Yakın akraba mülkiyetinin ise, sadece nakit kar payını negatif olarak dolaylı etkilediği elde edilmektedir. Hipotezde ileri sürülen YM ve YAM'nin içsel değişken olabileceği beklentisi bu bulgularla kısmen doğrulanmaktadır.

Tablo : 79

## Yabancı Yatırımcı Mülkiyeti ve Performans

Değişkenler	qCP			Getiri		FD			NKP/NGG	
	İAEKK	FSE İAEKK	SSE İAEKK	İAEKK	SEE İAEKK	İAEKK	FSE İAEKK	SSE İAEKK	İAEKK	SSE İAEKK
Sabit Terim	4.103			-0.031		1.075***			0.073	
YYM	0.168***	0.640*	0.248***	0.004***	0.012**	0.028***	0.108	0.046***	0.005***	0.021***
BORÇ	-0.122	-0.168	-0.147	0.001	0.004	-0.203**	-0.064	-0.262***	-0.041***	-0.019
BÜYÜK	-1.459	-0.732	-0.825*	-0.019*	-0.052**	0.703***	0.059	0.705***	-0.011	-0.087*
ARGE	-0.640	-1.434	0.202	-0.039	0.005	0.263*	-0.153	0.522	-0.018*	-0.054*
PAZ	0.965*	6.909	1.717	-0.028	0.036	0.648*	0.877	0.742	0.058	0.102
MDVYO	0.001	-0.001	0.003	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	-0.0015	0.001
FS	-0.010	-1.208	0.027	0.001	0.001	0.003*	-0.067	0.006	0.001	0.001
SS	2.872**	0.434	2.734	0.293***	0.362***	-0.018	0.003	0.242	-0.036	0.098
FNAO	0.124	0.005	0.031**	0.001	0.001	0.007	-0.126	-0.024***	0.001	0.003
Düz R <sup>2</sup>	0.072	0.179	0.182	0.095	0.195	0.152	0.432	0.343	0.080	0.190
F Testi		3.942***	2.474***		2.536***		4.963***	2.111***		2.184***

\* p&lt;0.1, \*\* p&lt;0.05, \*\*\* p&lt;0.01

Tablo 79'da yabancı yatırımcı mülkiyetinin (YYM) yaklaşık q, hisse senedi getirisi, firma değeri ve nakit kar payı dağıtımını dolaylı olarak pozitif biçimde etkilediği görülmektedir. Bu bulgu ile Türk firmaları mülkiyet yapısında yer alan YYM'nin performans değişkenlerine etkisinin DAHLQUIST ve ROBERTSON (2001), PARK (2001) ve NA (2002)'nin çalışmalarında ifade edilen biçimde olduğunu göstermektedir. Çünkü, daha önceden yukarıda dışsal bir değişken olarak YYM'nin sadece bu dört değişken üzerindeki etkisi önemli, diğer değişkenlere etkisinin istatistiksel açıdan anlamlı olmadığı bulunmuştur.

YYM'nin getiri ve nakit kar payına etkisinde firma faaliyetinin sürdürüldüğü sektörün, yaklaşık q ve firma değerine etkisinde ise, hem firma hem de sektör özelliklerinin belirleyiciliğinin önemli olduğu ortaya çıkmaktadır. Böylece, Türk firmaları mülkiyet yapısına katılan yabancıların firma ve sektörlere dikkat ettiği, doğrudan sermaye yatırım kararında sadece firma piyasa ve muhasebe verilerine bakmadığı aynı zamanda bu özelliklerinde önemli birer unsur olduğu söylenebilir. YYM'nin performanstan etkilenmesi hipotezde belirtilen görüşü doğrulamaktadır. Buna göre, yabancı yatırımcıların yönetimin gözetim ve kontrolünde etkin oldukları görülmektedir.

### **53. Diğer Değişkenlerin Performansa Etkisi**

Modelde yer alan diğer değişkenlerin, Tablo 41-79'da ifade edilmiş olan bulgular ışığında, piyasa ve muhasebe performans göstergelerine etkileri aşağıdaki başlıklarda ayrıntılı biçimde sunulmaktadır.

#### **530. Kaldıraç Oranı**

Firma borçlarının hazır değer ve serbest menkul kıymetleri aşan kısmının aktife oranlanması şeklinde tanımlanan kaldıraç oranının (BORÇ) piyasa ve muhasebe performans göstergelerine etkisinin genelde negatif olduğu elde edilmiştir. Hisse senedi getirisine etkisinin ise önemsiz olduğu bulgusuna ulaşılmaktadır (Tablo 41-79).

Piyasa performanslarına kaldıraç oranının; yaklaşık q ve firma değerine SEKK denklemi ve sabit etki denklemlerinde negatif, getiriye hem SEKK hem de firma sabit

etkisinde önemsiz, KFO'na SEKK denkleminde negatif fakat sabit etki denklemlerinde önemsiz etkisi bulunmaktadır (Tablo 41-64). Yaklaşık  $q$  ve firma değerine kaldıraç oranının etkisinde firma ve sektör özelliklerinin belirleyiciliği tespit edilmekteyken, KFO'na ise firma ve sektör özelliklerinin belirleyiciliğinin bulunmadığı elde edilmektedir. Firma hisse senetlerinin getiri oranına ek finansman ihtiyacının borçlanma yoluyla sağlanmasının etkisinin önemli olmadığı görülmektedir. Böylece örnek kütle Türk firmalarının hisse senedi getirisi dışındaki yaklaşık  $q$ , KFO ve firma değeri piyasa performansının firma finansman politikasından negatif yönde etkilendiği ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, kaldıraç oranının bu etkisinin firma ve sektör özelliklerine bağlı olduğu ve finansman politikasının firma ve sektör koşullarından bağımsız olmadığı söylenebilir.

Muhasebe performans göstergelerine kaldıraç oranının negatif önemli etkisi ortaya çıkmaktadır (Tablo 66-73). Kaldıraç oranının aktif karlılığına firma farklılıklarının dikkate alınmasında etkili olması, aktif karlılığının firmalar arasında önemli farklılığının olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, kaldıraç oranının aktif karlılığı üzerindeki etkisi firma özelliklerine bağlı olmaktadır. Net kar marjında ise söz bu konusu durum görülmemektedir. Nakit kar payı dağıtımının net nakit girişine oranına kaldıraçın negatif etkisi sektör özelliklerinden etkilenmektedir. Kaldıraç oranının kar dağıtımına etkisinde firmanın faaliyette bulunduğu sektörün belirleyici olduğu görülmektedir. Böylece, Türk firmalarında muhasebe performansına kaldıraç oranının negatif etkisinin bulunduğu, sektör ve firma özelliklerinin kısmen belirleyici olduğu söylenebilir. Finansmanda daha fazla borç kullanan firmaların performansının görece düşük olduğu ortaya çıkmaktadır.

İAEKK ve sektör sabit etki İAEKK denklemlerinde kaldıraç oranının firma değeri ve nakit kar payına negatif önemli etkisinin olduğu sonucu ortaya çıkmıştır (Tablo 77-79). Böylece, firma değeri ve nakit kar payı dağıtımına finansman politikasının aynı yönlü etkisinin devam ettiği görülmektedir.

MODIGLIANI ve MILLER (1958)'de firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu ve firma yatırımlarıyla ilişkili olduğu ileri sürülmüştür. Yine aynı yazarların 1963'deki çalışmasında borcun sermaye yapısındaki artışın sermaye maliyetini azaltacağı ve böylelikle firma değerinin artacağı yönündeki görüşlerinin Türk firmaları bulgularıyla

genelde desteklenmediği ortaya konmuştur. Borcun performans üzerindeki bu etkisi JENSEN ve MECKLING (1976) ve JENSEN (1986)'da ileri sürülen borcun temsil maliyetleriyle açıklanabilir. Negatif biçimde olması borçlanmanın temsil maliyetlerinin (servet kaybı etkisi, gözetim ve sözleşme harcamaları) arttığı tespit edilmektedir. Ayrıca, mülkiyet yapısı ile kaldıraç oranı arasındaki korelasyonların büyük hissedarlar, kamu, yabancı payı ile pozitif küçük yatırımcı payı ile negatif olması firma hisselerinin kontrolünü elinde bulunduran çevrelerin finansman kaynağı olarak öncelikle borçlanmaya yönelmekte ve yeni ortakların katılımıyla hisselerinin sulandırılmasına engel olmaktadır. Bu durum MYERS ve MAJLUF (1984) ve MYERS (1984)'de ileri sürülen finansman hiyerarşisi görüşüne benzer niteliktedir. Kaldıraç oranının performans üzerindeki negatif etkisi borçlanma içerisinde ortalama %76 düzeyinde kısa vadeli borçların yer alması, borçlanma maliyetinin yüksekliği ve yeniden borçlanma süresinin kısalığı gibi nedenlerden kaynaklanabilir. Ayrıca, firmaların yeterince kar sağlayamamaları, finansman kaynağı olarak yeni hissedarlara başvurulması için ekonominin istenen istikrarda olmaması gibi hususlar söz konusu negatif etkinin nedenleri arasında sayılabilir. Bununla beraber, hisse senedi getirisine kaldıraç oranının önemli etkisinin bulunmaması MODIGLIANI ve MILLER (1958)'in firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu ve firma yatırımlarıyla ilişkili olduğu görüşünü doğrulayıcı niteliktedir.

Performans göstergesi olarak analize dahil edilen yaklaşık q, KFO, firma değeri, aktif karlılığı, net kar marjı ve nakit kar payı dağıtımını göstergelerine kaldıraç oranının etkisiyle ilgili çalışma bulguları AGRAWAL ve KNOEBER (1996), SİDİ (1996), CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL (1997), PANTZALIS, KIM ve KIM (1998), PALIA ve LICTENBERG (1999), SHORT ve KEASEY (1999), HOLDERNESS, KROSZNER ve SHEEHAN (1999), GÜRSOY (2001), GEDAJOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001), GUGLER ve YURTOĞLU (2003) ve MIWA ve RAMSEYER (2003) tarafından ortaya konan negatif etkiyi doğrular niteliktedir. Böylece, Türk firmalarında borcun temsil maliyetinin arttığı sonucuna varılmıştır. Bu sonuç, dolaylı olarak performansın kredi piyasasından değil, daha çok menkul kıymet piyasası tarafından artırıldığını göstermektedir.



### 531. Büyüklük

Çalışmada, firmanın büyüklük ölçüsü olarak net satış hasılatının logaritması alınmıştır. Performans denklemlerinde büyüklük olarak aktiflerin defter değerinin logaritması alındığında da aynı yönlü sonuçlar elde edilmektedir. Tablo 41-79'da büyüklüğün firma piyasa ve muhasebe performans göstergelerine etkisi genel olarak önemsiz veya pozitif olduğu görülmektedir.

Firma büyüklüğünün yaklaşık  $q$  ve KFO'na sadece firma özelliklerinin dahil edilmesi halinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Etkinin yönü yaklaşık  $q$  oranına negatif, KFO'na ise pozitif biçimdedir. Firma değerine büyüklüğün etkisi SEKK, firma ve sektör sabit etki denklemlerinde pozitif şekilde olmaktadır. Hisse senedi getiri oranına büyüklüğün etkisinin önemli olmadığı görülmektedir (Tablo 41-64). Yaklaşık  $q$ , KFO ve firma değerine büyüklüğün etkisinde firma veya sektör gözlenemeyen özelliklerinin belirleyici olduğu ortaya çıkmaktadır. Çalışma kapsamındaki Türk firmalarında firma büyüklüğünün piyasa performansına sektör ve firmalar arası davranış farklılıklarının dikkate alınması durumunda pozitif veya negatif etkide bulunması, büyüklüğün firma veya sektör özelliklerinden bağımsız olmadığını göstermektedir.

Firma büyüklüğünün muhasebe performans ölçülerinden sadece aktif karlılık oranına etkisinin önemli olduğu, net kar marjı ve nakit kar payı dağıtımına etkisinin ise istatistiksel açıdan anlamlı olmadığı tespit edilmiştir (Tablo 66-73). Aktif karlılığı SEKK denklemlerinde büyüklükten pozitif yönde etkilenmekteyken, firma gözlenemeyen özelliklerinin bu etkiyi negatife çevirdiği elde edilmektedir. Böylece, Türk firmalarında daha büyük olan firmaların aktif karlılığının küçük olan firmalara nazaran daha düşük gerçekleştiği söylenebilir.

İAEKK ve sabit etki İAEKK denklemlerinde büyüklüğün yaklaşık  $q$ , getiri ve nakit kar payı dağıtımına negatif, firma değerine ise pozitif etkisi bulunmaktadır (Tablo 77-79). Bu, Türk firmalarında yukarıda ifade edilen SEKK ve sabit etki denklemlerinde elde edilen bulguların genelde geçerli olduğunu, ilave olarak getiri ve nakit kar payı dağıtımının daha küçük olan firmalarda anlamlı biçimde daha yüksek gerçekleştiğini ortaya koymaktadır.

Böylelikle, Türk firmalarında yaklaşık  $q$ , getiri, aktif karlılığı ve nakit kar payı dağıtımının küçük firmalarda, KFO ve firma değerinin ise büyük firmalarda daha yüksek olduğu bulgusuna ulaşılmaktadır. Negatif etki büyüklüğün sınırlandırma etkisi şeklinde ele alınabilir. Söz konusu bu negatif etki, MCCONNELL ve SERVAES (1990), MEHRAN (1995), AGRAWAL ve KNOEBER (1996), CRASWELL, TAYLOR ve SAYWELL (1997), LODERER ve MARTIN (1997), HAN ve SUK (1998), HOLDERNESS, KROSZNER ve SHEEHAN (1999), HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999), DOUKAS, KIM ve PANTZALIS (2000), CRONQVIST ve NILSSON (2001), GÜRSOY (2001) ve GUGLER ve YURTOĞLU (2003)'nun çalışmalarında elde edilen sonuçları desteklemektedir. Bu ise büyük firma organizasyonlarında temsilden kaynaklanan maliyetlerin daha fazla olduğunu ve performansında bundan olumsuz etkilenip sınırlandığını göstermektedir. Pozitif etki ise PANTZALIS, KIM ve KIM (1998), LAUTERBACH ve VANINSKY (1999) ve GEDAJLOVIC, YOSHIKAWA ve HASHIMOTO (2001) tarafından ulaşılan firma büyüklüğünün performansı artırıp sınırlama etkisinin olmadığı ve büyük organizasyonların sağladığı ölçek ekonomisi faydasının temsil maliyetlerinden daha fazla olduğu ifade edilebilir.

### 532. Hisse Senedi Getiri Oynaklığı

Çalışmada, firma hisse senedi getiri oynaklığını ifade etmek amacıyla, on iki aylık hisse senedi geometrik ortalama getirisinin standart sapması kullanılmıştır. Hisse senedi getiri oynaklığının piyasa ve muhasebe performans göstergelerine etkisinin farklı şekillerde olduğu bulunmuştur (Tablo 41-79).

Hisse senedi getiri oynaklığı, yaklaşık  $q$ , getiri ve firma değerine etkisi pozitif önemli, KFO'na etkisi ise önemsiz düzeyde elde edilmiştir (Tablo 41-64). Hisse senedi getiri oynaklığının, yaklaşık  $q$  oranına hem SEKK hem de sabit etki denklemlerinde etkisi mevcutken, getiriye sadece SEKK denklemlerinde ve firma değerine ise sadece firma sabit etkisi denklemlerinde etkili olduğu görülmüştür. Getiri oynaklığının, yaklaşık  $q$  oranına etkisinde firma ve sektör özelliklerinin belirleyici oldukları elde edilmiştir. Firma değeri denklemlerinde ise getiri oynaklığının etkisinde sadece firma özelliklerinin belirleyiciliği tespit edilmiştir. Hisse senedi getiri oynaklığının getiri üzerine etkisinde firma veya sektörler arası farklılığın önemli olmadığı, bu iki değişken etkileşiminin firma veya

sektörlerden bağımsız biçimde şekillendiği ortaya çıkmıştır. Böylece, hisse senedi oynaklığı ile yaklaşık  $q$  ve firma değeri arasındaki ilişkinin firma veya sektörlere bağlı olduğu ortaya konmuştur.

Hisse senedi oynaklığı sadece nakit kar payı dağıtımını önemli ve negatif şekilde etkilediği, aktif karlılığı ve net kar marjına etkisi ise istatistiksel açıdan anlamsız bulunmuştur (Tablo 66-73). Getiri oynaklığının nakit kar payı dağıtımına etkisi firma ve sektör farklılıklarından bağımsız biçimde gerçekleştiği analiz sonucunda ortaya çıkmıştır.

İAEKK ve sabit etki İAEKK yöntemlerinde getiri oynaklığının performans göstergeleri üzerindeki etkiler Tablo 77-79'da yer almaktadır. Getiri oynaklığının yaklaşık  $q$  ve firma değerine İAEKK denklemlerinde pozitif etkide bulunduğu görülmüştür. Ancak sabit etki denklemlerinde ise bu etkinin önemsiz olduğu bulunmuştur. Buna karşın, getiri oynaklığının getiri performans göstergesi üzerindeki etkisinde sektör özelliklerinin önemli olduğu görülmüştür. Böylece, Türk firmalarında hisse senedi getiri oynaklığının yaklaşık  $q$ , getiri ve firma değerine etkisi LODERER ve MARTIN (1997)'in çalışmasında olduğu gibi pozitif bulunmuştur. Getiri oynaklığının, nakit kar payı dağıtımına etkisi ise HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999) ve YURTOĞLU (2000)'un elde ettikleri biçimde negatiftir. Bu sonuçlarla, HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999)'nın çalışmasında ulaşıldığı gibi, Türk firmalarında firma veya sektör özelliklerinin kısmen getiri oynaklığı ve piyasa performans göstergeleri arasındaki ilişkide belirleyici olduğu ortaya konmuştur. Türk firmalarında getiri oynaklığının KFO, net kar marjı ve aktif karlılığı üzerindeki etkisinin DEMSETZ ve LEHN (1985)'de ortaya konduğu gibi önemli etkisi bulunmamıştır. Böylelikle, Türk firmalarında genel olarak getiri oynaklığının piyasa performansına temsil maliyetlerini azaltıcı, muhasebe performansına ise temsil maliyetlerini artırıcı etkisinin olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

### **533. Faaliyet Nakit Akış Oranı**

Çalışmada, faaliyet nakit akış oranı ölçüsü olarak faaliyet nakit akışının net satış hasılatına oranı kullanılmıştır. Faaliyet nakit akış oranı firma pazar gücü ölçüsü biçiminde de tanımlanmaktadır (AGRAWALL ve KNOEBER, 1996; HIMMELBERG, HUBBARD

ve PALIA, 1999). Bu oranın piyasa ve muhasebe performans göstergeleri üzerindeki etkisinin değişik şekillerde olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 41-64'de faaliyet nakit akış oranının, yaklaşık  $q$ 'yu firma sabit etki (FSE) denklemlerinde pozitif, hisse senedi getirisini SEKK denklemlerinde negatif, KFO'nı firma ve sektör sabit etki denklemlerinde pozitif biçimde etkilediği tespit edilmiştir. Aynı tablolarda, faaliyet nakit akış oranının firma değerini ise firma ve sektör sabit etki denklemlerinde negatif biçimde etkilediği görülmüştür. Böylece, getiri haricindeki yaklaşık  $q$ , firma değeri ve KFO piyasa performans göstergelerine faaliyet nakit akış oranının etkisinde firma veya sektör özelliklerinin belirleyici olduğu ortaya çıkmaktadır. Firma özellikleri faaliyet nakit akışı ile yaklaşık  $q$ , KFO ve firma değeri arasındaki ilişkide belirleyicidir. Sektör özellikleri ise faaliyet nakit akışı ile KFO ve firma değeri arasındaki ilişkide etkili olmaktadır. Böylece, Türk firmalarında firma veya sektör farklılıklarından kaynaklanan davranışların firma pazar gücü ile yaklaşık  $q$ , KFO ve firma değeri arasındaki ilişkiye etkisinin önemli seviyede olduğu ortaya konmuştur.

Tablo 66-73'de faaliyet nakit akış oranı aktif karlılığını SEKK ve firma sabit etki denklemlerinde pozitif etkilemektedir. Bu tablolarda, net kar marjı üzerinde faaliyet nakit akışının önemli etkisi SEKK denklemlerinde mevcutken, nakit kar payı dağıtımına önemli bir etkisi bulunmadığı görülmektedir. Böylece, firma pazar gücü ile aktif karlılığı arasındaki bağda firma özellikleri etkiliyken, net kar marjı ve nakit kar payı dağıtımında ise etkili olmadığı bulunmuştur. Aktif karlılığı ve firma pazar gücü arasındaki ilişkinin firmalar arasındaki farklılıkla açıklanabildiği görülmüştür.

Tablo 77-79'da faaliyet nakit akışının performans göstergelerine etkileri yer almaktadır. Faaliyet nakit akışının, firma değerine İAEKK ve sektör sabit etki İAEKK denklemlerinde negatif etkisi bulunmuştur. Aynı oranın nakit kar payına sektör sabit etki İAEKK denkleminde negatif, sektör sabit etki İAEKK denkleminde ise yaklaşık  $q$  oranına pozitif etkisinin olduğu elde edilmiştir. Böylece, Türk firmalarında firma pazar gücünün net kar marjı ve getiri performans göstergesi dışındaki yaklaşık  $q$ , KFO, firma değeri, aktif karlılığı ve nakit kar payı dağıtımına etkisinde firma veya sektör özelliklerinin belirleyiciliğinin olduğu bulgusuna ulaşılmaktadır. Firma pazar gücünün performansı

artırması beklenmektedir. Azaltıcı etkide bulunmasının nedeni oranın içerisinde yer alan faiz giderlerinin yüksekliği olabilir.

Firma pazar gücünün yaklaşık  $q$ , firma değeri ve aktif karlılığına etkisi HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999)'daki sonuçlarıyla benzerlik taşımaktadır. Buna göre, faaliyet nakit akışı firmanın temsil maliyetlerini azaltmaktadır. Ancak, nakit akışının hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinde ise NA (2002)'nin elde ettiğine benzer biçimde temsil maliyetlerini artırdığı görülmüştür. Ayrıca, firma pazar gücünün firma değeri üzerindeki etkisinde, sektör veya firma özelliklerinin temsil maliyetlerini NA (2002)'nin çalışmasında elde edildiği gibi, artırdığı sonucuna varılmıştır. Negatif etki durumunda firma pazar gücünün temsil maliyeti içerdiği (JENSEN, 1986), pozitif durumda ise dışsal kaynaklar yerine yeni yatırımların finansman ihtiyacının öncelikle iç kaynaklarla karşılandığını ifade eden finansman hiyerarşisi modeline (MYERS, 1984) uygun olduğu ileri sürülebilir.

#### 534. Duran Varlık Yatırımı

Maddi duran varlıklara yapılan yeni yatırımların maddi duran varlıklara bölünmesiyle şeklinde ifade edilen duran varlık yatırım oranının hem piyasa hem de muhasebe performanslarına etkisinin pozitif, negatif ve önemsiz olmak üzere değişiklik gösterdiği tespit edilmektedir (Tablo 41-79).

Duran varlık yatırım oranı yaklaşık  $q$  oranını SEKK denklemlerinde negatif, KFO'nı sektör sabit etki (SSE) denklemlerinde negatif ve firma değerini ise sektör sabit etki (SSE) denklemlerinde pozitif yönde etkilemektedir (Tablo 41-64). Yaklaşık  $q$  ve KFO yatırımlara ayrılan kaynaklardan olumsuz etkilenmekteyken, firma değerinin yatırımlardan ötürü artış kaydettiği gözlenmiştir. Yaklaşık  $q$  oranı üzerinde yatırımların etkisinde sektör veya firma özelliklerinin belirleyiciliği önemsizdir. Buna karşın, yatırımların firma değerini artırıcı ve sermayedarların karlılığını azaltıcı etkisi gözlenemeyen sektör özelliklerinin dikkate alınması durumunda gerçekleşmektedir. Duran varlık yatırımının hisse senedi getirisini önemli biçimde etkilemediği görülmektedir.

Tablo 66-73'de duran varlık yatırım oranının SEKK denklemlerinde net kar marjını pozitif ve nakit kar payı dağıtımını negatif etkilediği görülmektedir. Aynı tablolarda yatırımın aktif karlılığı üzerinde ise etkisinin önemli olmadığı tespit edilmektedir. Muhasebe performansına yatırımların etkisinde sektör veya firma özelliklerinin belirleyici bir rolü bulunmamaktadır. Yatırımların firma faaliyetleri sonucunda ortaya konulan net karın satışlar içerisindeki payı açısından olumlu olmasına rağmen, hissedarların kardan fiilen pay almasında olumsuz etkisi mevcuttur. Bu yatırımlara aktarılan fonların ekonomik anlamda karlı olduğu ve firma faaliyet gelirlerine artış biçiminde yansıdığı göstermektedir. Ancak, bunun hissedar piyasa değeri açısından gerçekleşmediği görülmektedir. Kar dağıtımında ise, hissedarlara dağıtılabilecek potansiyel fonların yatırım projelerine aktarılmasıyla fiilen daha düşük bölümün kar dağıtımına ayrılabilirdiği veya hiç ayrılamadığını ifade etmektedir.

Böylece, Türk firmalarında duran varlık yarımının piyasa performansına etkisinde kısmen sektörler arasındaki davranış farklılığının belirleyiciliği bulunmasına rağmen, muhasebe performansı açısından bunun geçerli olmadığı söylenebilir. Tablo 76-79'da yer alan İAEKK denklemlerinde duran varlık yatırım oranının hem piyasa hem de muhasebe performans göstergelerine etkisinin önemli olmadığı ortaya çıkmaktadır.

Duran varlık yatırımlarının performans üzerindeki pozitif yönlü etkisi MODIGLIANI ve MILLER (1958)'de ortaya konan "firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu ve firma yatırımlarıyla ilişkili olduğu" görüşüyle örtüşmektedir. Böylelikle Türk firmalarında MCCONAUGHY vd. (1998), CHO (1998), PALIA ve LICHTENBERG (1999), HIMMELBERG, HUBBARD ve PALIA (1999) ve YURTOĞLU (2000)'nun çalışmalarında ulaşılan "net bugünkü değeri pozitif olan yatırım projelerinin firma değerini ve net kar marjını artırdığı" yönündeki sonuçlar bu çalışma içinde söylenebilir. Ancak bu etkinin KFO, nakit kar payı dağıtımını ve kısmen de yaklaşık q oranına yansıma biçimi negatiftir. Bu ise, fonların yatırım projelerine ayrılan bölümünün hissedar karlılığı ve kar payını azalttığı sonucu, CRONQVIST ve NILSOON (2001)'un tespit ettiği biçimde firma temsil maliyetlerini artırdığı görülmektedir.

### 535. AR-GE ve Pazarlama Harcamaları

Firmanın araştırma ve geliştirme giderlerinin net satış hasılatına bölünmesi olarak tanımlanan ar-ge oranının piyasa ve muhasebe performans göstergeleri üzerindeki etkisinin pozitif, negatif ve önemsiz şeklinde olduğu görülmüştür (Tablo 41-79). söz konusu tablolarda, pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin net satışlar içerisindeki payı olan pazarlama oranının da piyasa performanslarına etkisinin de pozitif, negatif ve önemsiz biçimde olduğu elde edilmiştir. Pazarlama gideri oranının muhasebe performanslarına etkisi ise istatistiksel açıdan önemsizdir.

Tablo 41-64'de ar-ge oranının SEKK denklemlerinde yaklaşık  $q$  ve getiri üzerindeki etkisi negatif bulunmuştur. Firma sabit etki (FSE) denklemlerinde ar-ge oranının  $q$ 'ya negatif ve KFO'na ise pozitif etkisi elde edilmiştir. Sektör sabit etki (SSE) denklemlerinde firma değerine ar-ge oranının pozitif yönlü etkide bulunduğu görülmüştür. Ar-ge'nin yaklaşık  $q$  ve KFO'na etkisinde firma özelliklerinin, firma değerinde ise sektör özelliklerinin belirleyici olduğu gözlenmektedir. Ar-ge'nin getiriye etkisinde ise firma veya sektör özelliklerinin önemli bir unsur olmadığı ortaya çıkmaktadır. Ar-ge oranının firma özelliklerinin dahil edilmesinde aktif karlılığına negatif, SEKK denklemlerinde net kar marjına pozitif etkisi vardır. Nakit kar payı dağıtımına ar-ge'nin önemli bir etkisinin olmadığı görülmektedir. İAEKK sonuçlarına göre ise, ar-ge'nin firma değerine pozitif etkisinin devam etmekte olduğu ve nakit kar payı dağıtımına ise etkisinin SEKK denklemlerinde ve sektör özelliklerinin denkleme dahilinde negatif yönde olduğu tespit edilmektedir.

Tablo 41-64'de pazarlama giderinin SEKK denklemlerinde firma değerine pozitif ve KFO'na ise negatif etkisi olduğu görülmüştür. Firma özelliklerinin dikkate alındığı pazarlama oranının  $q$  oranına pozitif, sektör özelliklerinin hesaba katılmasında ise firma değerine pozitif etkisinin bulunduğu görülmüştür. Denklemlerde piyasa performans göstergelerinden getiri ve muhasebe performans göstergelerine pazarlama oranının etkisinin önemli düzeyde olmadığı elde edilmiştir. İAEKK bulgularında ise, pazarlama oranının firma değeri ve yaklaşık  $q$ 'ya etkisinin pozitif olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Bu bulgular ışığında çalışma kapsamındaki Türk firmalarında ar-ge harcamalarının KFO ve firma değerine etkisinin pozitif, yaklaşık q ve getiri üzerinde ise negatif yönde olduğu tespit edilmiştir. Bu etkide firma veya sektör özelliklerinin kısmen belirleyici olduğu ortaya konulmuştur. Ar-ge harcamalarının muhasebe performansına etkisi analizinde net kar marjı üzerinde pozitif ve aktif karlılığı üzerinde ise sektör özelliklerinin belirleyiciliği altında, negatif etkisinin olduğu bulunmuştur. Pazarlama harcamalarının yaklaşık q ve firma değerini artırdığı, KFO'nu azalttığı görülmekle birlikte, muhasebe performansına etkisinin önemli olmadığı tespit edilmiştir. Ar-ge ve pazarlama harcamalarının Türk firmaları performansı üzerindeki pozitif etkisi HERMALIN ve WEISBACH (1991), MCCONNELL ve SERVAES (1990, 1995), MEHRAN (1995), AGRAWAL ve KNOEBER (1996), CHO (1998), MCCONAUGHY vd. (1998), PANTZALIS, KIM ve KIM (1998), SHORT ve KEASEY (1999), CHEN ve STEINER (2000), DEMSETZ ve VILLALONGA (2001), DOUKAS, KIM ve PANTZALIS (2000) ve GUGLER ve YURTOĞLU (2003) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda ulaşılan sonuçlara benzer biçimdedir. Böylece, ar-ge ve pazarlama harcamalarının verimliliğin geliştirilmesinde önemli bir etken olduğu ve temsil maliyetlerini azalttığı söylenebilir. Ar-ge ve pazarlama harcamalarının performansa negatif etkisi ise PALIA ve LICTENBERG (1999)'in elde ettiği doğrultuda verimliliğin yükselmesinde önemli olmadığı ve temsil maliyetlerini artırdığı anlamına gelmektedir. Bu doğrultuda çalışma bulguları Türk firmalarında ar-ge ve pazarlama harcamalarının hem temsil maliyetini artırdığı hem de azalttığı yönündedir.

### 536. Firma Faaliyet Süresi

Çalışmada firma faaliyet süresi, performans göstergelerinin firmanın faaliyet geçmişinin uzunluğuyla ilişkisinin bulunup bulunmadığının tespiti amacıyla kullanılmıştır. Firma faaliyet süresi firmaların pazardaki şöhretinin bir göstergesi olarak performans ve firma şöhreti arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Tablo 41-79'da firma şöhretinin piyasa performansını pozitif ve önemsiz biçimde etkilerken, muhasebe performansını ise önemsiz olarak etkilediği görülmüştür.

Firma faaliyet süresi olarak tanımlanan firma şöhretinin yaklaşık q oranını SEKK ve sektör sabit etki (SSE) denklemlerinde pozitif yönde etkidiği görülmüştür. Getiri üzerinde



ise sadece SEKK denklemlerinde pozitif etkisi bulunmuştur. Firma şöhretinin firma değerini SEKK ve sabit etki denklemlerinde pozitif şekilde etkilediği elde edilmiştir (Tablo 41-64). Yaklaşık q ve firma değeri ile firma şöhreti arasındaki ilişkiye firma veya sektör özelliklerinin belirleyici etkisi bulunmasına rağmen, getiri ile firma şöhreti arasındaki ilişkide böyle bir etkisi bulunmamıştır. Ayrıca, hissedarların firmadaki haklarının piyasa değerinin karlılığına firma şöhretinin etkisinin olmadığı da ortaya konmuştur. Firma şöhretinin muhasebe performans göstergelerine önemli bir etkisinin olmaması, şöhretin piyasa performansı ile ilgili ama muhasebe performansı ile ilgili olmadığı anlamına gelmektedir.

Tablo 76-79'da yer alan İAEKK denklemlerinde firma şöhretinin firma değerine pozitif etkisi devam etmesine rağmen, firma ve sektör sabit etki İAEKK denklemlerinde bu etki kaybolduğu gözlenmiştir. Böylece, Türk firmalarında firma şöhreti olan firma faaliyet süresinin piyasa performansına etkisi YURTOĞLU (2000)'nin çalışma bulguları doğrultusunda pozitif olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, firma veya sektör özelliklerinin bu etkide kısmen belirleyici olduğu tespit edilmiştir. Muhasebe performansına etkisi ise CHEN ve HO (200)'nin elde ettiği biçimde önemsiz bulunmuştur. Firma şöhretinin menkul kıymet piyasasında firma hisse senetlerine etkisinin görüldüğü, ancak muhasebe hesaplarında bunun gerçekleşmediği görülmektedir. Türk firmalarının firma geçmişinin uzunluğu hisse senetlerine yatırımda potansiyel biçimde firma değerini artırdığı ve sermaye piyasasının firma ününü ödüllendirip, temsil maliyetlerini düşürdüğü söylenebilir.

## 6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmanın amacı, Türk firmalarında mülkiyet yapısının firma performansına etkisini ortaya koymaktır. Bu bağlamda çalışmada ele alınan temel konular şöyle özetlenebilir: 1. Alternatif bir bakış açısıyla firma mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkisi ele alınmıştır. 2. Mülkiyet yapısı değişkenlerinden, finans literatüründe sıkça üzerinde durulan, yönetim mülkiyetinin performans üzerindeki etkisi incelenmiştir. 3. Gelişmekte olan ülkelerdeki kurumsal sistem özelliklerinin, Türk firmalarında hangi boyutta olduğu irdelenmiştir. 4. Mülkiyetin performans üzerindeki etkisinde firma ve sektör özelliklerinin nasıl bir rolü olduğu belirlenmeye çalışılmıştır. 5. Mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkide mülkiyetin içsel olması da dikkate alınmıştır.

Çalışmada, 2000-2002 İMKB Ulusal Pazar'da işlem gören imalat ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren firmaların verileri üzerinde gerçekleştirilmiştir. Araştırmanın uygulama aşaması iki boyutta yapılmıştır: 1. Mülkiyet yapısının dışsal olduğu varsayımıyla mülkiyet yapısının performans üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Burada, Sıradan En Küçük Kareler yöntemiyle mülkiyet ve performans ilişkisi belirlenmiştir. Ardından firma gözlenemeyen özelliklerini ortaya koymada firma sabit etki ve sektör gözlenemeyen özelliklerinin dikkate alınmasında ise sektör sabit etki analizleriyle mülkiyetin performansa etkisi ortaya konmuştur. 2. Mülkiyet yapısının içsel olduğu varsayımına göre İki Aşamalı En Küçük Kareler (İAEKK) ve sabit etki İAEKK yöntemleri kullanılmıştır. Bu yöntemlerle, mülkiyet yapısının performansa etkisi belirlenmiştir. Dışsallık ve içsellik varsayımına göre yapılan analizlerde mülkiyet ve performans arasındaki ilişkiyle ilgili bulguların birbirinden çok farklı olmadığı görülmüştür. Türk firmalarında mülkiyet yapısının performansı hem doğrusal hem de eğrisel biçimde etkilediği görülmüştür. Mülkiyet yapısı değişkenlerinden, bağlı şirket ve kamu mülkiyetlerinin dışsal olduğu tespit edilmiştir. Diğer mülkiyet değişkenlerinin piyasa performans göstergeleriyle daha çok içsel, muhasebe performansı ile ise dışsal olduğu elde edilmiştir. Performans ve mülkiyet arasındaki ilişkiyi genelde firma ve sektör özelliklerinin açıklayabildiği sonucuna varılmıştır. Böylece, Türk

firmalarında mülkiyet yapısının performansı doğrusal olmayan biçimde etkilediği ve mülkiyet yapısının içselliği açısından çalışma uygulamalı literatüre katkı yapmaktadır.

Çalışmada elde edilen diğer bir sonuç ise, 2001 krizinin etkilerinin İMKB’de kısmen aşılmış olduğudur. Kriz döneminde firma büyüklüğü, ar-ge giderleri, maddi duran varlık yatırımı ve finans öncesi karda önemli düşüşlerin olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın, satış, pazarlama ve dağıtım giderleri, getiri oynaklığı, cari oran ve ihracat oranında yükselmeler olduğu görülmüştür. Genel olarak, imalat ve hizmet firmalarının finansal performansı, yatırım, finansman, faaliyet nakit akışı yönünden yaşanan krizden olumsuz şekilde etkilendiği ortaya konmuştur. Bu nedenle, firmaların daha fazla ihracat ve yüksek likiditeyle faaliyetlerini sürdürdükleri gözlenmiştir. Firmaların büyüme ve karlılık hedeflerinden ziyade, mevcut konumlarını korumak amacıyla faaliyet gelirlerini çeşitlendirdikleri ve borç ödeyebilme kabiliyetlerini artıracak politikalara yöneldikleri tespit edilmiştir.

Mülkiyet yoğunluğu göstergesi olarak, en büyük hissedar payı ortalaması %46 ve en büyük üç hissedar mülkiyet ortalaması ise %59 olarak bulunmuştur. En büyük hissedarın firmaların %25’inde ve en büyük üç hissedarın ise %53’ünde firma mülkiyetinin yarısından fazlasını elinde tuttukları tespit edilmiştir. Küçük hissedar mülkiyeti ortalaması %32 olarak hesaplanmıştır. Küçük hissedarların firmaların yaklaşık %11’inde mülkiyetin en az yarısına sahip olduğu elde edilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere göre mülkiyetteki yoğunlaşmanın Türk firmalarında daha yüksek olduğu görülmüştür. Böylece, Türk firmalarında yönetim üzerinde etkin bir kontrol gücüne sahip olan en büyük ve en büyük üç hissedarın yönetimin gözetim işlevinde önemli bir rolünün olduğu gözlenmiştir. Ancak, küçük hissedarların kontrol gücünün bu denli etkili olmadığı ortaya çıkmıştır.

Çalışma kapsamındaki firmaların mülkiyet yapısı hissedar kimliğine göre; yönetim, yakın akraba, yabancı ve kamu mülkiyeti çerçevesinde incelenmiştir. Buna göre, yönetim mülkiyeti ortalaması %5.7’dir. Yönetim mülkiyetinin firmaların yaklaşık olarak %17’sinde %10’un üzerinde olduğu bulunmuştur. Bu sonuca göre, yönetim mülkiyetinin ABD, İngiltere ve Japonya’da olduğu gibi henüz önemli seviyelere ulaşmadığı görülmüştür. Firma yönetiminin genel hatlarıyla profesyonel nitelik taşıdığı, ortak-yönetici özelliğinin incelenen firmaların küçük bir bölümünde bulunduğu meydana çıkmıştır. Bağlı şirket

mülkiyeti ortalama olarak %2.5'dir. Firmaların yaklaşık %44'ünde bağlı şirket mülkiyetinin olduğu gözlenmiştir. Bu sonuç, Türk firmalarının kurumsallaşma açısından bağlı şirket mülkiyetinin önemli bir yerinin bulunmadığını ortaya çıkarmıştır. Yakın akraba mülkiyeti firma mülkiyetinin yaklaşık %3'ü seviyesindedir. İncelenen firmaların sadece %10'undaki yakın akraba mülkiyeti %10 seviyesinin üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Böylece, yakın akraba mülkiyetinin firma kurumsal yapısında önemli bir rolünün olmadığı ortaya konmuştur. Kamu mülkiyetinin firmanın mülkiyet yapısı içerisindeki payı ortalama %6 düzeyindedir. Firmaların sadece %7'sinde kamu payı bulunmaktadır. Böylelikle, kamu mülkiyetinin Türk firmalarının kurumsal yapısında geçiş ekonomilerine göre önemli bir rolünün olmadığı, fakat gelişmiş ekonomilerden daha etkin olduğu söylenebilir. Yabancı yatırımcı mülkiyetinin ortalaması %9 olup, firmaların %20'sinde yabancı payı %10'un üzerindedir. Ayrıca firmaların %17'sinde yabancı mülkiyeti %50'nin üzerindedir. Türkiye'de yabancı sermaye yatırım hacminin düşük olmasına rağmen, halka açık firmalarda yabancı mülkiyeti genel olarak gelişmekte olan ekonomilerdeki seviyelerdedir. Böylelikle, Türk firmalarının mülkiyet yapısında yabancı mülkiyetinin yönetim üzerinde verimli gözetim işlevini gerçekleştirmede genelde önemli bir rolünün olacağı söylenebilir.

Firmanın mülkiyet yapısında faaliyette bulunulan sektörün, büyüklüğün önemli olduğu ortaya çıkmıştır. Firmanın potansiyel büyüme hızının sadece bağlı şirket mülkiyetine etkisi tespit edilmiştir. Böylece, Türk firmalarının mülkiyet yapısında firma büyüklüğünün ve sektörlerin belirleyici olduğu bulunmuştur.

Mülkiyet yoğunluğunun piyasa performansına etkisi mülkiyetin dışsal ve içsel olduğu varsayımları altında incelenmiştir. Elde edilen sonuç mülkiyet yoğunluğunun içsel olduğu ve dolaylı biçimde piyasa performansını etkilediği yönündedir. Mülkiyetin dışsal ve içsel olması durumlarında mülkiyet yoğunluğunun piyasa performanslarına etkilerinde büyük bir farklılığın olmadığı tespit edilmiştir. Mülkiyet yoğunluğunun muhasebe performansına etkisinde ise dışsal değişken olduğu elde edilmiştir. Böylelikle mülkiyet yoğunluğu ile piyasa performansı arasındaki ilişkide mülkiyet yoğunluğunun dolaylı etkisinin olmasına rağmen, muhasebe performansına etkisinin doğrudan olduğu görülmüştür.

En büyük hissedar mülkiyetinin piyasa performansı olarak firma değerini ve muhasebe performansı olarak ise nakit kar payı dağıtımını doğrusal biçimde artırdığı tespit edilmiştir.

En büyük üç hissedar mülkiyetinin ise, sadece piyasa performanslarına önemli etkisi elde edilmiştir. Böylece en büyük üç hissedar mülkiyetinin yaklaşık  $q$ , kazanç/fiyat oranı ve firma değerine etkisi doğrusal ve pozitif yönde olmuştur. En büyük ve en büyük üç hissedar payının bu etkisi, piyasa performansı ile mülkiyet yoğunluğunun tutarlı olduğunun bir göstergesidir. Böylece, büyük hissedarların yönetimin gözetiminde aktif olduğu ve mülkiyet yoğunluğunun SHLEIFER ve VISHNY (1986) çalışmasında belirtildiği gibi, gözetimde etkinlik sağlanması sebebiyle temsil maliyetini azaltıp, performansı artırdığı tespit edilmiştir.

Küçük hissedar mülkiyetinin piyasa performansı üzerindeki etkisinin yaklaşık  $q$  ve firma değerine “U” dış bükey biçiminde olduğu bulunmuştur. Türk firmalarında küçük hissedar mülkiyetinin düşük olduğu seviyelerde  $q$  oranı ve firma değerine olumsuz etkisi, yüksek olduğu düzeylerde ise, olumlu etkisinin bulunduğu söylenebilir. Bu durum, küçük hissedarların paylarının düşük olduğu firmalarda yönetimin gözetiminde etkin olmadıklarını göstermektedir. Buna karşın, halka açık yaygın mülkiyete sahip firmalarda ise yönetimin etkin gözetildiğini ortaya koymaktadır. Böylece, mülkiyetteki yaygınlaşmayla gözetim fonksiyonun etkin yürütülmesi sağlanıp temsil sorunu azaltılmakta dolayısıyla da performansın arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Küçük yatırımcı mülkiyetinin aktif karlılığı ve net kar marjı muhasebe performans göstergelerine etkisinin doğrusal olmayan ters “U” iç bükey biçimde gerçekleştiği görülmüştür. Bu durum bireysel ve küçük yatırımcıların payının göreceli düşük olduğu seviyede muhasebe bilgileriyle aynı doğrultuda davranışlarda bulunduğunu, payları daha yüksek olduğunda ise tersi davranış gösterdiklerini ortaya koymuştur. Küçük yatırımcılar yüksek mülkiyete sahip olduğunda firma mülkiyeti daha yaygın olmakta ve küçük hissedarlar kendilerinin dolayısıyla da firmanın servetini artırma hedefinde muhasebe bilgilerinden ziyade piyasa bilgileri doğrultusunda hareket etmektedirler. Çalışmada, firma faaliyet çevresinin piyasa performansı ile mülkiyet yoğunluğu arasındaki ilişkiyi etkilediği sonucuna varılmıştır.

Yönetim mülkiyetinin firma değeri ve nakit kar payı dağıtımında içsel, diğer performans denklemlerinde ise dışsal değişken olduğu ortaya konmuştur. İçsel değişken olarak yönetim mülkiyetinin firma değerini doğrusal negatif ve nakit kar payını ise iç

bükey biçimde etkilediği görülmüştür. Böylelikle yönetim mülkiyetinin firma değeri ve nakit kar payı dağıtımından bağımsız olmadığı ortaya çıkmıştır.

Ortak-yöneticilerin Türk firmalarının piyasa performansı üzerine etkilerinin aynı biçim ve önemde olmadığı görülmekle beraber, doğrusal olmayan bir etkinin varlığı tespit edilmiştir. Doğrusal olmayan bu etki eğriselden olmaktan ziyade, parçalı biçimde olduğu elde edilmiştir. Parçalı etki yaklaşık q, hisse senedi getirisi ve firma değerinde olduğu, kazanç/fiyat oranı için geçerli olmadığı görülmüştür. Böylelikle, Türk firmalarında ortak-yönetici ve hissedar çıkarları arasında tek düze olmayan bir ilişkinin bulunduğu ileri sürülebilir. Yönetim mülkiyetinin piyasa performansına parçalı etkisi JENSEN ve MECKLING (1976)'da ileri sürülen yönetim mülkiyetinin yüksek düzeylerinde hissedar çıkarlarıyla aynı doğrultuya geleceği görüşüne getiri açısından uymamakla birlikte yaklaşık q ve firma değeri açısından ulaşılan sonuçların uyumlu olduğu görülmüştür.

Yönetim mülkiyetinin muhasebe performansı göstergelerine etkisi homojen bir nitelik taşımamaktadır. Aktif karlılığına doğrusal pozitif, net kar marjına ve nakit kar payı dağıtımına düşük mülkiyet seviyesinde azaltıcı yüksek düzeyde artırıcı yönde doğrusal olmayan etkisi olduğu tespit edilmiştir. Yönetim mülkiyetinin Türk firmalarında net kar marjı ve nakit dağıtımını önce azaltıcı sonra artırıcı "U" şeklinde etkide bulunmuştur. Yönetim mülkiyetinin net kar marjına ve nakit kar payı dağıtımına olan bu etkisi JENSEN ve MECKLING (1976)'da ileri sürülen yönetimin yüksek düzey mülkiyete sahip olmasında hissedar çıkarlarıyla aynı doğrultuya geleceği görüşüne uymaktadır. Böylelikle, muhasebe performans ölçülerinin Türk firmalarında ortak-yönetici davranışlarında aralarında nitelik açısından bazı farklılıklar bulunmasına rağmen, önemli birer unsur olduğu ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, Türk firmalarında, firma özelliklerinin ortak-yöneticilerin performans üzerindeki etkisinde önemli belirleyiciliğinin olmamasına karşın sektör özelliklerinin belirleyici olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, yönetim sözleşmenin içeriğindeki değişikliklerin mülkiyet ve performans arasındaki ilişkide etkili olduğu görülmektedir.

Yakın akraba mülkiyetinin nakit kar payı dağıtımında içsel diğer performans denklemlerinde ise dışsal değişken olduğu ortaya konmuştur. Yakın akraba mülkiyetinin piyasa performansı göstergelerine etkisi sadece getiri açısından önemli bulunmuştur. Diğer

performans ölçülerine etkisi istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Buradan, yakın akrabaların firma piyasa performanslarından sadece getiriye yoğunlaştığı diğerlerini davranışlarında göz ardı ettiği söylenebilir. Yakın akraba mülkiyetinin getiriye etkisinin doğrusal olmadığı tespit edilmiştir. Getiriye etkisi önce artırıcı yönde sonra ise azaltıcı yönde ters “U” biçimindedir. Bu etkinin düşük akraba mülkiyetinde çıkarların yakınlaşması hipotezine, yüksek düzeylerde ise sınırlama hipotezine uygun olduğu ortaya çıkmıştır. Türk firmalarında yakın akraba hissedarlarının aktif karlılığına doğrusal olmayan ve nakit kar payı dağıtımına doğrusal önemli etkisi elde edilmiştir. Yakın akraba mülkiyetinin aktif karlılığına etkisi önce azaltıcı sonra artırıcı biçimde dış bükey “U” şeklinde olduğu elde edilmiştir. Yakın akraba mülkiyetinin aktif karlılığına etkisi getiri üzerindeki etkisi ile aynı niteliktedir.

Bağlı şirket mülkiyetinin performans denklemlerinde dışsal değişken olduğu ortaya konmuştur. Bağlı şirket mülkiyetinin yaklaşık  $q$ , firma değeri ve getiriye önemli etkisinin olduğu elde edilmiştir. Bu etki getiriye doğrusal ve pozitif;  $q$  ve firma değerine ise doğrusal olmayan biçimdedir. Bağlı şirket mülkiyetinin getiri üzerindeki çıkarların yakınlaşması hipotezine uymaktadır. Bu sonuç, SHLIEFER ve VISHNY (1988)'deki öngörüye uygun biçimde temsil teorisinde ileri sürüldüğü gibi, yoğun mülkiyetin yönetimin gözetiminde daha etkin olduğu görüşünü doğrulayıcı niteliktedir. Bağlı şirket mülkiyetinin  $q$  ve firma değerine etkisi ise, iç bükeydir. Bağlı şirket mülkiyetinin düşük seviyelerde  $q$  ve firma değerini artırmakta yüksek seviyelerde ise azaltmakta olduğu sonucuna varılmıştır. En büyük hissedarlarının  $q$  ve firma değerine pozitif doğrusal bir etkisi bulunmasına rağmen, bağlı şirketlerin önce artıran ardından azaltan doğrusal olmayan bir etkisi mevcuttur. Bağlı şirketler düşük pay düzeylerinde kendi çıkarları ile diğer hissedar çıkarlarını aynı yönde görmekteyken, mülkiyet yapısı içerisindeki payları artığında performansın yükseltilmesi amacıyla uzaklaşmaktadırlar. Buradan, grubun ana şirket stratejisinin muhtemelen yüksek mülkiyet seviyelerinde takip edildiği söylenebilir.

Yabancı yatırımcı mülkiyetinin içsel değişken olduğu tespit edilmiştir. Yabancı mülkiyetinin performans göstergelerinden yaklaşık  $q$ , getiri, firma değeri ve nakit kar payı dağıtımına etkisinin doğrusal biçimde ve pozitif olduğu bulunmuştur. Böylece, çalışma kapsamındaki Türk firmalarının mülkiyet yapısı içerisinde bulunan yabancı mülkiyetinin piyasa performansına pozitif doğrusal bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Türk

firmalarına doğrudan sermaye yatırımında bulunan yabancıların yönetim faaliyetlerinin gözetiminde etkinliği sağladıkları ve firma performansını artırdıkları ortaya konmuştur. Bu sonuç, yabancı yatırımcıların Türk firmalarında etkin gözetim hipotezi doğrultusunda davranış gösterdiklerini ortaya çıkarmıştır.

Kamu mülkiyetinin dışsal bir değişken olarak performansı etkilediği görülmüştür. Kamu mülkiyetinin performans göstergelerine etkisi negatif biçimdedir. Kamu mülkiyetinin getiri ve net kar marjı üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı, diğerleri anlamsızdır. Kamunun hissedarı olduğu firmaların performansını başka nedenlerden ötürü göz ardı etmesinin, Türk firmaları için de geçerli olduğu gözlenmiştir. Böylece, kamu mülkiyetinin yüksek seviyede olması, olgunlaşmış bir firma kontrol piyasasının olmaması ve küçük yatırımcıları koruyucu yasal düzenlemelerdeki eksiklikler gibi nedenler, yönetimin gözetiminde etkinliğin sağlanmaması sonucunda performansa olumsuz biçimde yansımaktadır.

Denklemlerde yer alan firma özellikleri olarak kaldıraç oranı, getiri oynaklığı, faaliyet nakit akışı, duran varlık yatırımları, ar-ge gideri, pazarlama gideri ve firma şöhretinin performans üzerindeki etkileri aşağıda sunulmuştur:

Kaldıraç oranının  $q$ , kazanç/fiyat oranı, firma değeri, aktif karlılığı, net kar marjı ve nakit kar payı dağıtımı performans göstergeleri üzerindeki etkisi negatif bulunmuştur. Bu sonuç, Türk firmalarında borcun temsil maliyetinin arttığını göstermiştir. Böylelikle, performansı kredi piyasası değil de, daha çok menkul kıymet piyasasının artırdığı söylenebilir.

Çalışmada  $q$ , getiri, aktif karlılığı ve nakit kar payı dağıtımının küçük firmalarda, kazanç/fiyat oranı ve firma değerinin ise büyük firmalarda daha yüksek olduğu bulgusuna ulaşılmaktadır. Böylece, büyüklüğün  $q$ , getiri, aktif karlılığı ve nakit kar payında sınırlama etkisinin olduğu ortaya konmuştur. Bu ise, büyük firma organizasyonlarında temsilden kaynaklanan maliyetlerin daha fazla olduğunu ve performansın da bundan olumsuz etkilenip sınırlandığını göstermektedir. Buna karşın, kazanç/fiyat oranı ve firma değeri göstergelerinde ise, firma büyüklüğünün sınırlama etkisi bulunmamaktadır. Böylece, kazanç/fiyat oranı ve firma değeri performans göstergeleri açısından büyük



organizasyonların sağladığı ölçek ekonomisi faydasının temsil maliyetlerinden daha fazla olduğu ifade edilebilir.

Türk firmalarında hisse senedi getiri oynaklığının yaklaşık  $q$ , getiri ve firma değeri üzerinde pozitif, nakit kar payı dağıtımına ise negatif olduğu görülmüştür. Getiri oynaklığının  $q$  ve firma değerine etkisinde firma faaliyet çevresi özelliklerinin belirleyici olduğu sonucuna varılmıştır. Böylece, Türk firmalarında getiri oynaklığının piyasa performansına temsil maliyetlerini kısmen azaltıcı ve muhasebe performansına ise temsil maliyetlerini artırıcı etkisinin olduğu elde edilmiştir.

Faaliyet nakit akış oranı olan firma pazar gücünün yaklaşık  $q$ , firma değeri ve aktif karlılığını pozitif etkilediği bulunmuştur. Buna karşın firma pazar gücünün getiriyi negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Söz konusu negatif etki, firma pazar gücünün temsil maliyeti içerdiğini ifade etmektedir (JENSEN, 1986). Pozitif etkisi ise, yeni yatırımların finansman ihtiyacının öncelikle iç kaynaklarla karşılandığını ileri süren finansman hiyerarşisi modeline uygun olduğunu göstermektedir (MYERS, 1984).

Duran varlık yatırımlarının performans üzerindeki pozitif etkisi olduğu yönünde elde edilen sonuç, MODIGLIANI ve MILLER (1958)'in firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu ve firma yatırımlarıyla ilişkili olduğu görüşüyle örtüşmektedir. Böylelikle Türk firmalarında net bugünkü değeri pozitif olan yatırım projelerinin firma değerini ve net kar marjını artırdığı söylenebilir. Ancak bu etkinin kazanç/fiyat oranı, nakit kar payı dağıtımı ve yaklaşık  $q$  oranına yansıma biçimi negatif olmuştur. Bu ise, kaynakların yatırım projelerine ayrılan bölümünün hissedar karlılığı ve kar payını azalttığı, böylece temsil maliyetlerini artırdığı sonucunu ortaya çıkarmıştır.

Ar-ge harcamasının kazanç/fiyat oranı ve firma değeri üzerine etkisinin pozitif, yaklaşık  $q$  ve getiri üzerinde ise negatif yönde etkisinin bulunduğu görülmüştür. Bu etkide, firma veya sektör özelliklerinin kısmen belirleyici olduğu ortaya konmuştur. Ar-ge harcamalarının muhasebe performansına etkisinde, net kar marjına pozitif ve aktif karlılığına ise sektör özelliklerinin belirleyiciliği altında negatif etkisi bulunmuştur. Pazarlama harcamalarının yaklaşık  $q$  ve firma değerini artırdığı, kazanç/fiyat oranını azalttığı görülmekle birlikte, muhasebe performansına etkisinin önemli olmadığı tespit

edilmiştir. Ar-ge ve pazarlama harcamalarının performansa pozitif yönlü etkisi, verimliliğin geliştirilmesinde önemli bir etken olarak temsil maliyetlerini azalttıkları, negatif olması ise, verimliliğin yükselmesinde önemli olmayıp temsil maliyetlerini artırdıkları anlamına gelmektedir. Böylece, Ar-ge ve pazarlama harcamalarıyla ilgili hem temsil maliyetini artırdığı hem de azalttığı yönünde bulgular elde edilmiştir.

Türk firmalarında firma şöhreti olan firma faaliyet süresinin piyasa performansına etkisi pozitif olduğu, bu sonuçta firma veya sektör özelliklerinin kısmen belirleyici olduğu elde edilmiştir. Bu değişkenin muhasebe performans göstergelerine etkisi ise önemsiz bulunmuştur. Buradan, firma şöhretinin menkul kıymet piyasasında hisse senetlerinin değerini etkilediği, ancak muhasebe hesapları üzerinde ise bu etkinin olmadığı görülmüştür. Türk firmalarının firma geçmişinin hisse senetlerine yatırımda firma değerini potansiyel biçimde artırdığı ve sermaye piyasasının firma şöhretini ödüllendirip, temsil maliyetlerini düşürdüğü analizler sonucunda ortaya konmuştur.

Çalışmayla, sermayenin halka açılması veya içerdekilerin alımıyla, tabana yayılarak firma performansının artırılacağı yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Dolayısıyla, farklı çıkar çevrelerinin firmalara hissedar edilmesi yoluna gidilip, mülkiyetteki yoğunlaşma düşürülebilir. Bu durumda, sermaye piyasasına daha fazla fonların çekilebilmesi olasıdır. Böylelikle, borsanın işlevini daha sağlıklı ve etkin bir biçimde yerine getirebilmesi mümkündür. Bunun gerçekleştirilmesinde, ülkedeki siyasi ve ekonomik istikrarın kalıcılığının yanında, yatırımcıların haklarını koruyucu düzenlemelerin gelişmiş ekonomilerdeki düzeye çekilmesi gerekmektedir.

Gelecek çalışmalarda, Türk firmalarında mülkiyet yapısındaki değişim, yatırımlar, büyüme fırsatları, sermaye yapısı ve sermaye maliyeti arasındaki ilişkilerin nasıl olduğunun araştırılması yapılabilir. Ayrıca, firma performansı ile mülkiyet yapısı arasındaki ilişkide, yönetimdekilerin kurucu ortak olması, ortalama yönetim mülkiyeti, yönetim kurulunun yapısı gibi unsurların dikkate alınması konunun daha ayrıntılı ortaya konulmasını sağlayabilir.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

### a. Kitaplar

- BALTAGI, B. H., : *Econometrics*, 3. Ed., Springer Publishing, West Sussex, 2002.
- CLAY, D. G., : *Institutional Ownership, CEO Incentives, and Firm Value*, Unpublished Ph.D. Dissertation, The University of Chicago, Chicago, Illinois, 2001.
- DAĞLI, H., : *Finansal Yönetim*, Cilt: 1, Celepler Matbaacılık, Trabzon, 2001.
- DOAN, T. A., : *Rats 5 User's Guide*, Estima, Evanston, 2003.
- GENCER, H. G., : *Ownership Structure and Performance: A Comparison Between Firms Owned by Profit Oriented Groups and Firms Owned by Mission Oriented Social Security Foundations*, Unpublished Ph.D. Dissertation, Boğaziçi University, Istanbul, 2001.
- GETLER, M., ve  
R. G. HUBBARD, : *Financial Factors in Business Fluctuations, Financial Volatility: Causes and Consequences*, Federal Reserve Bank , Kansas City, 1988.
- GREENE, W. H., : *Econometrics Analysis*, 4. Ed., Prentice Hall, New Jersey, 2000.
- GUJARATI, D. N., : *Temel Ekonometri*, Çevirenler: Ü. Şenesen ve G. G. Şenesen, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2001.
- GÜRSOY, G., : *Equity ownership structure and its consequences: An empirical investigation in Turkish Firms*, Unpublished Ph.D. Dissertation, Bilkent University, Ankara, 2001.

- JENSEN, M. C., ve  
C. W. SMITH, Jr., : "Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory", Reprinted in Michael C. Jensen, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Harvard University Press, December 2000.
- KÖSEOĞLU, M.  
ve R. YAMAK, : *Uygulamalı İstatistik ve Ekonometri*, Trabzon, 2001.
- MADDALA, G. S., : *Introduction to Econometrics*, 3. Ed., John Wiley & Sons Ltd, 2001.
- NA, S-K., : *Ownership Structure and Firm Performance in Korea*, Unpublished Ph.D. Dissertation, University of Missouri, Columbia, 2002.
- PINDYCK, R. S. ve  
D. L. RUBINFELD, : *Econometrics Models and Economic Forecasts*, 3. Edition, McGraw-Hill, New York, 1991.
- \_\_\_\_\_ : *Econometrics Models and Economic Forecasts*, 4. Edition, McGraw-Hill, International Editions, Singapore, 1998.
- SİDİ, S., : *The Effects of Ownership Structure on Corporate Performance*, Unpublished MBA Thesis, Boğaziçi University, Istanbul, 1996.
- SMITH, A., : *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 50.Ed., Editor. Edwin Canan, Methuen and Co., Ltd., London, 1904.
- STOCK, J. H. ve  
M. W. WATSON, : *Introduction to Econometrics*, Addison Wesley, 2003.

- ŞEHİRLİ, K., : *Kurumsal Yönetim*, Yayınlanmamış Sermaye Piyasası Denetleme Dairesi Araştırma Raporu, Sayı: XIV-4/55-3, 1999.
- WOOLDRIDGE, J. : *Introduction Econometrics: A Modern Approach*, South-Western College Publishing, Michigan, 2001

#### b. Makale ve Bildiriler

- ADMANİ, A. R.,  
P. PFLEİDERER ve  
J. ZECHNER, : "Large Shareholders Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium", *Journal of Political Economy* (102), 6, 1994, 1097-1130.
- AGRAWAL, A. ve  
MANDELKER, G., : "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", *The Journal of Finance* (42), 1987, 823-837.
- AGRAWAL, A. ve  
C. R. KNOEBER, : "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (31), 3, 1996, 377-397.
- ALCHIAN, A. ve  
H. DEMSETZ, : "Production Information Costs and Economic Organization", *American Economic Review* (62), 1972, 363-380.
- AMİHUD, Y. ve  
B. LEV, : "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics* (12), 1981, 605-616.

- ANDERSON, E., : "The Salesperson as Outside Agent of Employee: A Transaction Cost Analysis", *Marketing Science* (4), 1985, 234-254.
- ANG, J. S.,  
R. A. COLE ve  
J. W. LIN, : "Agency Costs and Ownership Structure", *The Journal of Finance* (55), 1, 2000, 81-106.
- BARCLAY, M. J. ve  
C. G. HOLDERNESS, : "The Law and Large-Block Trades", *Journal of Law & Economics* (35), 1992, 265-294.
- BOLTON, M., : "Organizational Miming: When do Late Adopters of Organizational Innovations Outperform Pioneers?", *Academy of Management, Best paper proceedings*, 1988, 185-190.
- BRAINARD, W. C. ve  
J. TOBIN, : "Pitfalls in Financial Model Building", *American Economic Review* (58), 2, 1968, 99-122.
- BRICLEY, J. A.,  
R. C. LEASE ve  
C. W. SMITH, : "Ownership Structure and Voting on Anti-Takeover Amendments", *Journal of Financial Economics* (20), 1988, 267-291.
- CHANG, S. ve  
D. MAYERS, : "Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth: Evidence from Employee Stock Ownership Plans", *Journal of Financial Economics* (32), 1992, 103-131.

- CHANG, J. S., : "Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea", *Academy of Management Journal* (46), 2, 2003, 238-253.
- CHEN, H.,  
J. HEXTER ve  
M. HU, : "Management Ownership and Corporate Value", *Managerial and Decision Economics* (14), 1993, 335-346.
- CHEN, C. R. ve  
T. L. STEINER, : "Tobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage: A Nonlinear Simultaneous Equations Model", *Journal of Economics and Business* (52), 2000, 365-382.
- CHEN, S-S. ve  
K. W. HO, : "Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value The Singapore Evidence", *International Review of Financial Analysis* (9), 2000, 315-326.
- CHEN, J., : "Ownership Structure as Corporate Governance Mechanism: Evidence from Chinese Listed Companies", *Economic of Planning* (34), 2003, 53-72.
- CHO, M. H., : "Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* (47), 1998, 103-121.
- CHUNG, K. H. ve  
S. W. PRUITT, : "A Simple Approximation of Tobin's Q", *Financial Management* (23), 3, 1994, 70-74.

---

“Executive Ownership, Corporate Value, and Executive Compensation: A Unifying Framework”, *Journal of Banking & Finance* (20), 1996, 1135-1159.

CLAESSENS, S. ve  
S. D. GJANKOV, : “Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic”, *Journal of Comparative Economics* (27), 1999, 498-513.

CLAESSENS, S.,  
S. D. GJANKOV ve L.  
H. LANG, : “The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations”, *Journal of Financial Economics* (58), 2000, 81-112.

COLE, R. A. ve  
H. MEHRAN, : “The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry”, *Journal of Financial Economics* (50), 1998, 291-317.

CONLON, E. ve  
J., PARKS : “The Effects of Monitoring and Tradition on Compensation Arrangements: An Experiment on Principal/Agent Dyads”, *Academy of Management, Best paper proceedings*, 1988, 191-195.

CRASWELL, A. T.,  
S. L. TAYLOR ve  
R. A. SAYWELL, : “Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence”, *Pacific-Basin Finance Journal* (5), 1997, 301-323.



- CRONQVIST, H. ve  
M. NILSSON, : Agency Costs of Controlling Minority Shareholders, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No: 364, University of Stockholm, Stockholm, 2001.
- DADALT, P. J.,  
J. R. DONALDSON ve  
J. L. GARNER, : "Will any  $q$  do?", *The Journal of Financial Research* (26), 4, 2003, 535-551.
- DAĞLI, H., : "Türkiye'de İmalatçı Firmaların Sermaye Yapılarını Belirleyen Etmenler", *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi* 12(1-2), 1998, 155-131.
- DAHLQUIST, M. ve  
G. ROBERTSON, : "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics", *Journal of Financial Economics* (59), 2001, 413-440.
- DEMİRAĞ, İ. ve  
M. SERTER, : "Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies", *Corporate Governance* (11), 1, 2003, 40-51.
- DEMSETZ, H., : "The Structure of Ownership and The Theory of Firm", *Journal of Law & Economics* (26), 1983, 375-390.
- DEMSETZ, H. ve  
K. LEHN, : "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy* (93), 1985, 1155-1177.

- DEMSETZ, H. ve  
B. VILLALONGA, : "Ownership Structure and Corporate Performance",  
*Journal of Corporate Finance*(7), 2001, 209-233.
- DOUKAS J. A.,  
C. KIM ve  
C. PANTZALIS, : "Security Analysis, Agency Costs, and Company  
Characteristics", *Financial Analysts Journal*, November-  
December, 2000, 54-83.
- DURUKAN, M.B., : "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Firmaların  
Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma 1990-1995", *İMKB  
Dergisi* Temmuz/Ağustos/Eylül, 1997, 75-91.
- EISENHARDT, K., : "Control: Organizational and Economic Approaches",  
*Management Science* (31), 1985, 134-149.
- \_\_\_\_\_ : "Agency and industrial explanations of compensation in  
retail sales", *Academy of Management Journal* (31), 1988,  
488-511.
- \_\_\_\_\_ : "Agency Theory: An Assessment and Review", *Academy  
of Management Review* (14), 1989, 57-74.
- ESTRIN, S. ve  
A. ROSEVEAR, : "Enterprise Performance and Ownership: The Case of  
Ukraine", *European Economic Review* (43), 1999, 1125-  
1136.
- FAMA, E., : "Agency Problems and The Theory of The Firm", *Journal  
of Political Economy* (88), 1980, 288-307.

- FAMA, E. ve  
M. JENSEN, : "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics* (26), 1983, 301-325.
- FAN, J. P. H. ve  
T. J. WONG, : "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings", *Journal of Accounting and Economics* (33), 2002, 401-425.
- GEDAJLOVIC, R. E.,  
T. YOSHIKAWA ve  
M. HASHIMOTO, : "Ownership Structure, Investment Behavior and Performance in Japanese Manufacturing Industries", *ERIM Report Series Research in Management*, Number: ERS-2001-09-STR, Erasmus Research Institute of Management in Erasmus University, Rotterdam., 2001.
- GOMES, C. B., : "Ownership Structures of Foreign Subsidiaries: Theory and Evidence", *Journal of Economic Behavior and Organization* (11), 1989, 1-25.
- GROSSMAN, S., ve  
O. HART, : "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and The Theory of Corporation", *Bell Journal of Finance* (48), 1980, 459-485.
- GUGLER, K, : "Corporate Ownership Structure in Australia", *Empirica* (25), 1998, 285-307.
- GUGLER, K. ve  
B. B. YURTOĞLU, : "Average Q, Marginal Q, and The Relation Between Ownership and Performance", *Economics Letters* (78), 2003, 379-384.

- HALL, B. H., : The Manufacturing Sector Master File: 1959-1987, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper Series No: 3366, 1990.
- HAN, K. C. ve  
D. Y. SUK, : "The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Additional Evidence", *Review of Financial Economics* (7), 2, 1998, 143-155.
- HARRIS, M. ve  
A.. RAVIV, : "Some Results on Incentive Contracts with Application to Education and Employment, Health Insurance, and Law Enforcement", *American Economic Review* (68), 1978, 20-30.
- HEALY, P. M.,  
K. G. PALEPU ve  
R. S. RUBACK, : "Does Corporate Performance Improve After Mergers", *Journal of Financial Economics* (31), 1992, 135-176.
- HERMALIN, B. E. ve  
M. S. WEISBACH, : "The Determinants of Board Composition", *Rand Journal of Economics*, Winter, 1988, 589-606.
- \_\_\_\_\_ : "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, Winter, 1991, 101-112.
- HILL, C.W. ve  
S. SNELL, : "The Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity", *Academy of Management Journal* (32), 1989, 25-40.

HIMMELBERG, C.,

R. HUBBARD ve

D. PALIA, : “Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance”, *Journal of Financial Economics* (53), 1999, 353-384.

HOLDERNESS, C., ve

D. SHEEHAN, : “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations”, *Journal of Financial Economics* (20), 1988, 317-346.

HOLDERNESS, C., R.

KROSZNER, ve

D. SHEEHAN, : “Were The Good Old Days That Good?: Chances in Managerial Stock Ownership Since The Great Depression”, *Journal of Finance* (54), 2, 1999, 435-469.

HOVEY, M.,

L. LI ve

T. NAUGHTON, : “The Relationship Between Valuation and Ownership of Listed Firms in China”, *Corporate Governance* (11), 2, 2003, 112-122.

HOLDERNESS, C.G., : “A Survey of Blockholders and Corporate Control”, *Economic Policy Review*, 2001.

JENSEN, M. C. ve

W. H. MECKLING, : “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* (3), 1976, 305-360.

- JENSEN, M. C., : "Organization Theory and Methodology", *Accounting Review* (56), 1983, 319-338.
- JENSEN, M. C. ve  
K. J. MURPHY, : "Performance Pay and Top Management Incentive", *Journal of Political Economy* (98), 1990, 224-264.
- KANG, J. K., ve  
A. SHIVDASANI, : "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan", *Journal of Financial Economics* (38), 1995, 29-58.
- KANG, J. K., ve  
R. M. STULZ, : "Why is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan", *Journal of Financial Economics* (46), 1997, 3-28.
- KHANNA, T. ve  
K. PALEPU, : Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, no: 6955. 1999.
- KIMBERLY, J.R. ve  
E. J. ZAJAC, : The Dynamics of CEO/Board Relationships Strategic Management Policy and Planning, Jai Press Inc., Greenwich, Connecticut, 1988.
- KOSNIK, R., : "Greenmail: A Study in Board Performance in Corporate Governance", *Administrative Science Quarterly* (32), 1987, 163-185.

- KRIVOGORSKY V., : "Corporate Ownership and Governance in Russia", *The International Journal of Accounting* (35), 3, 2000, 331-353.
- KUMAR, J., : "Ownership Structure and Corporate Firm Performance", Indira Gandhi Institute of Development Research, No: 400, Mumbai, India., 2003.
- LA PORTA, R. vd. : "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics* (58), 2000, 3-27.
- LARNER, J. R., : "Ownership and Control in the 200 Largest Nonfinancial Corporations, 1929 and 1963", *The American Economic Review* (56), 1966, 777-787.
- LAUTERBACH, B. ve  
A. VANINSKY, : "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence of Israel", *Journal of Management and Governance* (3), 1999, 189-201.
- LEE, D. E. ve  
J. G. TOMPKINS, : "A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's Q", *Financial Management* (28), 1, 1999, 20-31.
- LEHN, K.,  
J. NETTER ve  
A. POULSEN, : "Consolidating Corporate Control: Dual Class Recapitalization versus Leveraged Buyout", *Journal of Financial Economics* (27), 1990, 347-376.
- LEWELLEN, W. G. ve  
S. G. BADRINATH, : "On The Measurement of Tobin's Q", *Journal of Financial Economics* (44), 1997, 77-122.

- LICHTENBERG, F.  
R., ve G. M. : Ownership Structure and Corporate Performance in  
PUSHNER, Japan, *NBER Working Paper Series*, Working Paper No:  
4092, Cambridge, Massachusetts, 1992.
- LINDENBERG, E. ve  
S. ROSS, : "Tobin's Q Ratio and Industrial Organization", *Journal of  
Business*, January, 1981, 1-32.
- LINS, K. V., : "Equity Ownership and Firm Value in Emerging  
Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*  
(38), 1, 2003, 159-184.
- LODERER, C., ve  
K. MARTIN, : 1997 "Executive Stock Ownership and Performance  
Tracking Faint Traces", *Journal of Financial Economics*  
(45), 1997, 223-255.
- LOPEZ-  
~~VEJARRA~~ RODRIGUEZ-  
SANZ : "Ownership Structure, Corporate Value, and Firm  
Investment: A Simultaneous Equations Analysis of  
Spanish Companies", *Journal of Management and  
Governance* (5), 2001, 179-204.
- MALATESTA, P. H.  
ve R. A. WALKING, : "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability,  
and Ownership Structure", *Journal of Financial  
Economics* (20), 1988, 347-376.
- MCCONAUGHY, : "Founding Family Controlled Firms: Efficiency and  
D.vd. Value", *Review of Financial Economics* (7), 1, 1998, 1-19.



- MCCONNELL, J ve  
C. MUSCARELLA, : "Corporate Capital Expenditure Decisions and Market Value of The Firm", *Journal of Financial Economics* (14), 1985, 399-422.
- MCCONNELL, J. ve  
H. SERVAES, : "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics* (27), 1990, 595-612.
- \_\_\_\_\_ : "Equity Ownership and The Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics* (39), 1995, 131-157.
- MEHRAN, H., : "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics* (38), 1995, 163-184.
- MILLER M. H. ve  
F. MODIGLIANI, : "Dividend Policy, Growth, and Valuation of Shares", *Journal of Business* (34), 1961, 411-433.
- MILLSTEN, I. M. vd., : Corporate Governance – Improving Competitiveness and Acces to Capital in Global Markets, *OECD Yayınları*, Paris, 1998.
- MIWA Y. ve  
M. J. RAMSEYER, : "Does Ownership Matter? Evidence from the Zaibatsu Dissolution Program", *Journal of Economic & Management Strategy* (12), 1, 2003, 67-89.
- MODIGLIANI F. ve  
M. H. MILLER, : "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *The American Economic Review*, 48 (3), 1958, 261-297.

- \_\_\_\_\_ : "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 52 (3), 1963, 433-443.
- MORCK, R.,  
A. SHLEIFER, ve  
R. W. VISHY, : "Management Ownership and Firm Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* (20), 1988, 293-315.
- MORCK, R. ve  
M. NAKAMURA, : "Banks and Corporate Control in Japan", *Journal of Finance* (54), 1999, 319-339.
- MORCK, R.,  
M. NAKAMURA ve  
A. SHIVDSANI, : "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan", *Journal of Business* (73), 2000, 539-568.
- MYERS, S.C., ve  
N. S. MAJLUF, : "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* (13), 1984, 187-222.
- MYERS, S.C., : "Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39, 1984, 575-591.
- ÖNDER, Z., : "İMKB'deki Türk Şirketlerinde Mülkiyet Yapısı ve Şirketin Performansına Etkileri", *Muhasebe Bilim Dünya Dergisi* (2), 2, 2000, 51-68.

- PALIA, D. ve  
F. LICTENBERG, : “Managerial Ownership and Firm Performance: A Re-examination Using Productivity Measurement”, *Journal of Corporate Finance* (5), 1999, 323-339.
- PANTZALIS, C.,  
C. F. KIM ve  
S. KIM, : “Market Valuation and Equity Ownership Structure: The Case of Agency Conflict Regimes”, *Review of Quantitative Finance and Accounting* (11), 1998, 249-268.
- PARK, K., : Foreign Ownership and Firm Value in Japan, Working paper no: 23, University of Illinois, Illinois, 2001.
- PEDERSEN, T., ve  
S. THOMSEN, : “Ownership Structure and Value of The Largest European Firms: The Importance of Owner Identity”, *Journal of Management and Governance* (7), 2003, 27-55.
- PERFECT, S. ve  
K. WILES, : “Alternative Constructions of Tobin’s Q: An Empirical Comparison”, *Journal of Empirical Management* (1), 1994, 313-341.
- POUND, J., : “Proxy Contests and The Efficiency of Shareholder Oversight”, *Journal of Financial Economics* (20), 1988, 237-265.
- PROWSE, S., : “The Structure of Corporate Ownership in Japan”, *The Journal of Finance* (47), 1992, 1121-1140.

- QI, D.,  
 W. WU ve  
 H. ZHANG, : "Shareholding Structure and Corporate of Partially Privatized Firms: Evidence from Chinese Companies", *Pacific-Basin Journal* (8), 2000, 587-610.
- ROSENBERG, B.,  
 K. REID ve  
 R. LANSTEIN, : "Persuasive Evidence of Market Inefficiency", *Journal of Portfolio Management*, Spring, 1985, 9-16.
- ROSS, S., : "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *American Economic Review* (63), 1973, 134-139.
- SCHWERT, G. W., : "Size and Stock Returns and Other Empirical Regularities", *Journal of Financial Economics* (12), 1983, 3-12.
- SHLEIFER, A. ve  
 VISHNY, R. W., : "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy* (94), 1986, 461-488.
- \_\_\_\_\_ : "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance* (52),2, 1997, 737-783.
- SHLEIFER, A., : "State Versus Private Ownership", *Journal of Economic Perspectives* (12), 4, 1998, 133-150.
- SHORT, H. ve  
 K. KEASEY : "Managerial Ownership and Performance of Firms: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance* (5), 1999, 79-101.

- SLOVIN, M. B. ve  
M. E. SUSKHA, : "Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from The Death of Inside Blockholders", *Journal of Finance* (48), 1993, 1293-1321.
- SMITH, C. W. ve  
R. WATTS, : "Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans", *Australian Journal of Management* (7), 1982, 139-157.
- SPENCE, A. M., ve  
ZECKHAUSER, R., : "Insurance, Information, and Individual Action", *American Economic Review* (61), 1971, 380-387.
- STULZ, R., : "Managerial Control of Voting Rights", *Journal of Financial Economics* (20), 1988, 25-59.
- TOBIN, J., : "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit, and Banking* (1), 1969, 15-29.
- TOBIN, J. ve  
W. C. BRAINARD, : "Asset Markets and The Cost of Capital", *Economic Progress: Reprinted from Private Values and Public Policy* (Essay in Honor of William Feliner), Edited by R. Nelson ve B. Balassa, Amsterdam: North Holland, 235-262, 1977.
- THOMSEN, S., ve  
T. PEDERSEN, : "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", *Strategic Management Journal* 21, 2000, 689-705.

- UĞURLU, M., : "Ownership Structure and Corporate Strategies: Evidence from The Turkish Manufacturing Industry", *Boğaziçi Journal: Review of Social, Economic and Administrative Studies* (12), 2, 1998, 75-98.
- WEBER M. ve  
D. DUDNEY, : "A Reduced Form Coefficients Analysis of Executive Ownership, Corporate Value, and Executive Compensation", *The Financial Review* (38), 2003, 399-413.
- WEI, Z., ve  
O. VARELA, : "State Equity Ownership and Firm Market Performance: Evidence from China's Newly Privatized Firms", *Global Finance Journal* (14), 2003, 65-82.
- WRUCK, K., : "Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings", *Journal of Financial Economics* (23), 1989, 3-28.
- YURTOĞLU, B. B., : "Ownership, Control, and Performance of Turkish Listed Firms", *Empirica* (27), 2000, 193-222.
- ZHANG, G., : "Ownership Concentration, Risk Aversion, and The Effect of Financial Structure on Investment Decisions", *European Economic Review* (42), 1998, 1751-1778.
- ZHOU, X., : "Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance: Comment", *Journal of Financial Economics* (62), 2001, 559-571.

## ÖZGEÇMİŞ

Aykut KARAKAYA, 1970 yılında Kahramanmaraş'ın Göksun İlçesi'nde doğdu. İlk ve orta öğrenimini Göksun'da, lise öğrenimini ise İstanbul'da tamamladı. 1990 yılında K.T.Ü.-İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nü kazandı. 1994 yılında anılan bölümden mezun oldu. Aynı yıl K.T.Ü.-Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı'nda Yüksek Lisans öğrenimine başladı. 1998 yılında Yüksek Lisans öğreniminin ardından, aynı Ana Bilim Dalı'nda Doktora öğrenimine girdi. K.T.Ü.-İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nde Öğretim Görevlisi olarak görevini sürdürmektedir.

KARAKAYA, bekar olup, İngilizce bilmektedir.

