

SAHİPLİK YAPISININ FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ*

THE IMPACT OF OWNERSHIP STRUCTURE ON FINANCIAL PERFORMANCE: THE CASE OF TURKEY

Öğr. Gör. Dr. Mesut DOĞAN¹
Doç. Dr. Yusuf TOPAL²

ÖZET

Bu çalışmanın amacı firmaların sahiplik yapısının finansal performansı üzerindeki etkisini test etmektedir. Araştırmada 2002-2012 yılları arasında Borsa İstanbul (BİST) imalat sanayide kesintisiz olarak faaliyet gösteren 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Performans ölçütleri olarak ise; muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergelerine ve finansal başarısızlık göstergesine yer verilmiştir. Araştırmada Stata 13.0 programı yardımı ile Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci tercih edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda sahiplik yapısının işletmenin karlılığı, piyasa değeri ve finansal başarısızlık riski üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sahiplik Yapısı, Finansal Performans, Türkiye.

Jel Kodları: L25, G32

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the impact of ownership structure on financial performances of companies traded in Borsa Istanbul (BIST). The study made use of data of 136 firms continuously active in BIST manufacturing industry between 2002 and 2012. Accounting-based and market-based performance indicators and financial distress indicator have been taken into account as performance criteria. Robust estimator which was developed by Beck-Katz (1995) was preferred for the study along with Stata 13.0 software. Results of the analyses suggested that ownership structure had impact on profitability, market value and financial distress of companies.

Key Words: Ownership Structure, Financial Performance, Turkey.

Jel Codes: L25, G32

1. GİRİŞ

Kurumsal yönetim mekanizmalarından, sahiplik yapısı; şirketlerin sahiplik yapısı, şirketin sermayesini temin edenlerin kim olduğunun ve sermaye paylarının büyüklüğünün belirlenmesini ifade etmektedir (İzciler, 2014: 16). Sahiplik yapısında yoğunlaşma kavramı ise, hisse senetlerinin çoğunluğuna sahip olan kişi sayısını göstermektedir. Başka bir ifade ile bir firmanın hisselerinin belirli kişilerin elinde toplanması ve bu kişilerin hisse oranlarının diğer kişilerin hisse oranlarına göre büyük olması, firma yönetiminin ve kontrolünün bu kişilere ait olması demektir. Bu çerçevede, yoğunlaşma ne kadar fazlaysa, firmanın hâkim

* Bu makale “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerine Etkileri: BİST” da İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama” isimli doktora tezinden türetilmiştir.

¹ Afyon Kocatepe Üniversitesi, Bayat MYO, İşletme Bölümü, mesutdogan@aku.edu.tr

² Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F İşletme Bölümü Muhasebe-Finansman A.B.D., topal@aku.edu.tr

ortağı yönetime fazla risk almaması yönünde o oranda baskı yapacaktır (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009: 4-5).

Sahiplik yapısı hususundaki literatür hem hissedar yöneticiler hem de hissedar olmayan yöneticileri ele almaktadır. Genel kabul görmüş bir tanıma göre bir işletmenin ortak hisselerinin %5'inden fazlasına sahip olan hissedarlar “önemli” hissedarlar olarak ifade edilir. Bu “önemli” blok-hisse sahipleri bireysel yatırımcılar olabileceği gibi kurumsal yatırımcılar da olabilirler. Bunlara önemli denmesinin nedeni sahip oldukları hisse miktarının işletmenin içinde neler olduğunu gözlemlene ve müdahale etme şansı vermesinden kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte işletme içinde oynadığı roller pasif veya aktif olabilir (Kurt, 2008: 36).

Sahiplik yapısı ile finansal performans arasında ilişkiyi inceleyen çalışmalarda farklı sonuçların tespit edildiği görülmüştür. Büyük hissedarların sermaye payı ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki tespit eden çalışmalarda yazarlar; büyük hissedarın varlığı şirket içi denetim gücüne ve güdüye sahip olmalarından ve kendi çıkarlarını maksimize etmeye çalışmalarından dolayı firma performansı üzerinde olumlu bir etki yaptığını savunmuşlardır. Diğer yazarlar ise büyük hissedarların varlığı, bazı maliyetlere neden olduğu ve büyük yatırımcıların çeşitlendirme yapmaması ve bu yüzden yüksek riske katlanmalarından dolayı firma performansını azalttığını ileri sürmüşlerdir. Bu çalışmaların dışında bir kısım yazarlar ise büyük hissedarların sermaye payının finansal performans üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını iddia etmişlerdir.

Bu çalışmanın amacı sahiplik yapısının finansal performans üzerindeki etkisini incelemektir. Çalışmada 2002-2012 yıllarına ait BİST imalat sanayide faaliyet gösteren firmaların tamamı ile bir örneklem oluşturulmuştur. Söz konusu yıllar arasında imalat sanayinde faaliyet gösteren toplam 136 firma analize dahil edilmiştir. Araştırmada 4 adet bağımlı değişken kullanılmıştır. Bunlardan birincisi muhasebe esaslı finansal performans göstergeleri olan Varlık Karlılığı (ROA) ve Öz sermaye karlılığı (ROE)'dir. İkincisi ise piyasa esaslı göstergelerden biri olan Tobin's q performans ölçütüdür. Son performans göstergesi olan ve son yıllarda yapılmış olan akademik çalışmalarda kullanılan Z Altman Skoru'dur.

Araştırma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalar özetlenmiştir. İlerleyen kısımda çalışmanın verileri tanıtılmış ve sonuç kısmında araştırmanın genel bir değerlendirmesi yapılmıştır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmermann (2003) 2001 yılına ait 165 firma verisinden yararlanılan çalışmalarında kurumsal yönetim mekanizmalarının firma performansı üzerindeki etkiyi araştırmışlardır. Ampirik analizler sonucunda %5'in üzerinde sermaye payı olan ortakların sermaye payı ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Benzer sonuçlar Oxelheim ve Randøy (2003); Kuznetsov ve Muravyev (2012) tarafından da tespit edilmiştir.

Andersson, Nordwall ve Salomonsson (2004) İsveç firmaları için ortaklık yapısı ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 1999-2003 yıllarına ait 87 firma verisinden yararlandıkları çalışma sonucunda büyük hissedarların oy hakkı ile ROA, ROE ve Tobin's q arasında anlamlı ilişki tespit edilememiştir. Buna karşın Mak ve Kusnadi (2005) Singapur ve Malezya firmaları üzerine yaptıkları araştırmalarında yönetim kurulu ve ortaklık yapısının firma değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırmada %20'in üzerinde

sermaye payı olan ortaklar, büyük hissedar olarak tanımlanmıştır. Yapılan analiz sonucunda her iki ülke için büyük hissedar ile firma değeri olarak kullanılan Tobin's q arasında pozitif sonuçlar bulunmuşlardır. Benzer sonuçlar Cho ve Kim (2007); Abbasi, Kalantari ve Abbasi (2012); Kang ve Kim (2012); Sayman (2012) tarafından da tespit edilmiştir.

Haniffa ve Hudaib (2006) 1996-2000 yılları arasında faaliyette bulunan 347 Malezya firması üzerine yapmış oldukları araştırmada sahiplik yapısının performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada en büyük 5 ortağın sermaye payı toplanarak analize dâhil edilmiştir. En küçük kareler yöntemi (EKK) kullanıldığı çalışma neticesinde en büyük 5 ortağın sermaye payı toplamı ile Tobin's q arasında negatif; buna karşın ROA arasında pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Bun karşın 2002 yıllını içeren ve toplam 109 İsviçre firması üzerine yapmış oldukları araştırmalarında Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmermann (2006) kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Yapılan analiz sonucunda her iki modelde de en büyük ortağın sermaye payı ile Tobin's q arasında anlamlı olmayan ilişki elde edilmiştir. Benzer sonuçlar Rose (2007); Wang ve Clift (2009); Böhren ve Ström (2010); Arosa, Iturralde ve Maseda (2010); Koerniadi ve Tourani-Rad (2012); Vo ve Phan (2013); Cook (2013) tarafından da belirlenmiştir.

Hong Kong borsasına 2002 yılında kayıtlı 168 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında Cheung, Connelly, Limpaphayom ve Zhou (2007) kurumsal yönetimin ile firma değeri üzerindeki etkisini EKK yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Çalışma sonucunda en büyük 5 ortağın sermaye payı toplamı ile Tobin's q arasında negatif ve oldukça anlamlı sonuçlara varmışlardır. Ancak en büyük 5 ortağın sermaye payı toplamının ROE üzerinde etkisinin olmadığını belirlemişlerdir. Choi, Park ve Yoo (2007) kurumsal yönetim reformlarını Kore firmaları açısından araştırmışlardır. 1999-2002 yıllarını içine alan çalışmada 450 firma verisinden yararlandıkları ve tek aşamalı ve iki aşamalı EKK yöntemini kullandıkları çalışma neticesinde aile işletmelerinde en büyük ortağın sermaye payı ile Tobin's q arasında negatif ancak anlamlı olmayan sonuçlar elde etmişlerdir.

1989-2002 yıllarının veri seti ile halka açık 59 Ürdün firması üzerinde ortaklık yapısının performans üzerindeki etkisini inceleyen Zeitun ve Tian (2007) en büyük ortağın sermaye payı ile ROA ve ROE arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki; buna karşın Tobin's q arasında anlamlı olmayan bir ilişki gözlemlemişlerdir.

Lam ve Lee (2008) 2003 yılında Hong Kong firmaları üzerine yaptıkları araştırmada ortaklık yapısının firma performansı üzerindeki etkisini ölçmüşlerdir. Yapılan analiz sonucunda en büyük birinci ortağın sermaye payı arttıkça piyasa performansının azaldığını belirlemişlerdir. Ancak en büyük birinci ortağın sermaye payı ile ROA ve ROE arasında anlamlı olmayan sonuçlar tespit etmişlerdir. Lee (2009) doktora tezinde Kore borsalarında 2000-2006 yıllarında işlem gören 579 firmada kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Yapılan analiz sonucunda büyük hissedarların sermaye payı ile Tobin's q ve ROA arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki belirlemiştir. Benzer bir şekilde Abdullah ve Page (2009) araştırmalarında sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi İngiltere firmaları açısından ve 1999-2004 yılları için incelemişlerdir. Yazarlar büyük hissedarların sermaye payının artması ilk üç yıl için (1999, 2000 ve 2001) Tobin's q ve ROA üzerinde olumlu katkı yaptığını belirlemişlerdir.

Bayrakdaroğlu (2010) çalışmasında BİST 100'de faaliyet gösteren 72 şirket için ortaklık yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi 2005-2009 yılları açısından araştırmıştır. EKK yöntemleri ile gerçekleştirilen regresyon analizleri sonucunda en büyük ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı, en büyük beş ortağın sermaye payı ile finansal performans göstergeleri ROA, ROE ve Tobin's q arasında pozitif ilişkiyi ampirik olarak kanıtlamıştır. Buna karşın Tanrıöven ve Aksoy (2010) BİST'de işlem gören 113

firmada ortaklık yoğunlaşmasının firma performansı üzerindeki araştırmışlardır. Çalışma sonucunda en büyük ortağın payının ROA üzerinde negatif, buna karşın Tobin's q üzerinde pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bununla birlikte en büyük ortağın payı ile ROE arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Reyna ve Encalada (2012) araştırmalarında, Meksika Borsası'na kayıtlı 83 firmanın ortaklık ve yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini ölçmek istemişlerdir. Çalışmada en büyük üç ortağın sermaye payı toplanarak modele dâhil edilmiştir. Ampirik analizler sonucunda büyüme fırsatı olan firmalar açısından en büyük üç ortağın sermaye payı ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki; buna karşı büyüme fırsatı olmayan firmalar açısından ise en büyük üç ortağın sermaye payı ile Tobin's q arasında pozitif ilişki bulmuşlardır.

Chen (2012) İskandinav ülkelerinde (Norveç, İsveç, Danimarka ve Finlandiya) faaliyette bulunan en büyük 20'şer şirketin ortaklık yapısının firma performansı üzerindeki etkisini 2008-2010 yılları için araştırmıştır. Çalışmada sonucunda en büyük hissedarın sermaye payı ile ROE arasında pozitif ilişki gözlemlenirken Tobin's q arasında anlamlı olmayan bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Buna karşın Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 79 firmanın 2007-2011 yıllarına ait verilerinden yararlandığı araştırmalarında YK ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırmada %20'in üzerinde sermaye payı olan ortaklar büyük hissedar olarak tanımlanmıştır. Yapılan analiz sonucunda ROA ve Tobin's q ile büyük hissedarların sermaye payı arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Buna karşın İtalya'daki firmaların ortaklık yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi Alimehmeti ve Paletta (2012) EKK yöntemini kullanarak incelemişlerdir. Yazarlar 2006'da 186; 2007'de 201; 2008'de 188 ve 2009'da 224 firma verisinden yararlanmışlardır. Modelin tahmin sonuçlarında 2008 yılı hariç diğer yıllar için en büyük ortağın sermaye payının artması varlık başına düşen karlılığı olumlu yönde etkilediğini belirlemişlerdir. Yazarlar 2008 yılında ilişkinin anlamlı çıkmamasını yaşanan finansal krize ve kamulaştırmaya bağlamışlardır.

Moscu (2013) Yönetim kurulu özelliklerinin firma performansı üzerindeki etkisini Romanya borsasına kayıtlı firmaların verilerini kullanarak araştırmıştır. Analizlerde bir firmada büyük hissedar olması durumunda 1, aksi durumda 0 olarak tanımlamıştır. Ampirik analizler sonucunda büyük hissedarın olması ile ROA ve ROE arasında negatif ve ancak doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur.

Tablo 1: En Büyük Ortak Sahipliğinin İşletmenin Finansal Performansına Etkisini İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Kuznetsov ve Muravyev	2001	Rusya	1995-1997	236	EKK	-*	
Beiner vd.	2003	İsviçre	2001	165	EKK/GLM	-	
Oxelheim ve Randøy	2003	Norveç	1996-1998	132	EKK/2EKK	-*	
Oxelheim ve Randøy	2003	İsveç	1996-1998	121	EKK/2EKK	-*	
Andersson vd.	2004	İsveç	1999-2003	87	EKK	+	+/+
Mak ve Kusnadi	2005	Singapur	1999-2000	230	EKK	+*	
Mak ve Kusnadi	2005	Malezya	1999-2000	230	EKK	+*	
Haniffa ve Hudaib	2006	Malezya	1996-2000	347	EKK	-*	+*
Beiner vd.	2006	İsviçre	2002	109	EKK/GLM	-/+	
Rose	2007	Danimarka	1998-2001	+100	EKK	-	
Cheung vd.	2007	Hong Kong	2002	168	EKK	-*	-
Choi vd.	2007	Kore	1999-2002	450	EKK/2EKK	-	
Cho ve Kim	2007	Kore	1998	347	EKK		+*
Zeitun ve Tian	2007	Ürdün	1989-2002	59	LOJ	+	+*/+*
Lam ve Lee	2008	Hong Kong	2003	128	REG/KOR/ T	-*	-/-
Lee	2009	Kore	2000-2006	579	EKK/ROB	+*	+*
Wang ve Clift	2009	Avustralya	2003	243	EKK		-/-
Abdullah ve Page	2009	İngiltere	1999-2004	365	EKK	+*/-*	+*/-*
Böhren ve Ström	2010	Norveç	1989-2002	230	EKK/2EKK/GEKK/HEKK	+	+/+
Bayraktaroğlu	2010	Türkiye	2005-2009	72	EKK	+*	+*/+*
Tanrıöven ve Aksoy	2010	Türkiye	1996-2009	113	EKK	+*	-*/+
Arosa vd.	2010	İspanya	2006	586	EKK/KOR		+
Koerniadi ve Tourani-Rad	2012	Yeni Zelanda	2004-2006	182	EKK/2EKK	-	-/-
Chen	2012	Norveç, İsveç, Danimarka, Finlandiya	2008-2010	80	EKK	-	+*

Tablo 1 (Devam)							
Abbasi vd.	2012	İran	2002-2011	82	GEKK	+*	
Reyna ve Encalada	2012	Meksika	2005-2011	83	SEM	-/+*	
Fauzi ve Locke	2012	Yeni Zelanda	2007-2011	79	GLM/KOR	-*	-*
Sayman	2012	Türkiye	1998-2009	179	SEM	-*	
Kang ve Kim	2012	Çin	1994-2002	6588	SEM/GMM	+*	+*
Alimehmeti ve Paletta	2012	İtalya	2006-2009	200 ^a	EKK		+*
Vo ve Phan	2013	Vietnam	2006-2011	77	EKK/KOR		-
Cook	2013	Kanada	2012:12-2013:3	62	LOJ/ANV/KOR/T	-	+
Moscu	2013	Romanya	2010	62	EKK		-/-

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, LOJ; Lojistik regresyon yöntemini, ANV; anova yöntemini, ROB; dirençli (sağlam) tahmincisini, GMM; genelleştirilmiş momentler yöntemini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, GEKK; genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi, HEKK; havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SEM; sabit etkiler modelini, TOBIT; tobit modelini göstermektedir.

3.METODOLOJİ

Bu çalışmanın amacı sahiplik yapısının finansal performans üzerindeki etkisini test etmektir. Araştırmada 2002-2012 yıllarına ait BİST imalat sanayide faaliyet gösteren firmaların tamamı ile bir örneklem oluşturulmuştur. Söz konusu yıllar arasında imalat sanayide faaliyet gösteren toplam 136 firma analize dahil edilmiştir. Bu firmalar 9 alt sektöre ayrılmıştır. İmalat sanayinde yer alan 136 firmanın alt sektörleri Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2: İmalat Sanayi’de Faaliyet Gösteren Firmaların Sektörlere Göre Dağılımı

Sektör	Firma Sayısı
Gıda, İçki ve Tütün	21
Dokuma Giyim Eşyası ve Deri	21
Orman Ürünleri ve Mobilya	2
Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	10
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	24
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	24
Metal Ana Sanayi	11
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	20
Diğer İmalat Sanayi	3
Toplam Firma Sayısı	136

Araştırmada veriler Stata 13 programından yararlanarak çözümlenmiştir. Çalışmada öncelikle serilerin durağan olup olmadığı araştırmak için LLC (2002) testi kullanılmıştır. LLC testi sonucunda serilerin durağan olduğunu görülmüştür. Sonuç olarak değişkenlerin ekonometrik analizler yapmak için uygun olduğu söylenebilir. Regresyon modelinin tahmininde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arasında korelasyon olması durumunda hata terimin varyansı birim matrisine eşit olmamaktadır. Bu durum modelin tutarsızlığına sebep olmakta ve etkinliğini etkilemektedir. Bu nedenlerden dolayı modelde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arasında korelasyondan en az birisi olması durumunda ya parametre tahminlerine dokunmadan standart hatalar düzeltilmeli (dirençli standart hatalar elde edilmeli) ya da uygun yöntemler ile tahmin edilmesi gerekir (Tatoğlu, 2013: 242). Literatürde regresyon çözümlenmesinde en küçük kareler yöntemi sıkça tercih edilmesine rağmen bu araştırmada yukarıda bahsedilen nedenlerden dolayı Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen Robust (Dirençli) tahminci tercih edilmiştir. Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci yönteminden yararlanarak standart hatalar düzeltilmiş ve değişen varyans, birimler arası korelasyon, otokorelasyon problemleri önlenmiştir.

Araştırmada kullanılan 4 bağımlı ve 7 bağımsız değişken Tablo 3’te gösterilmiştir.

Tablo 3: Analizde Kullanılan Değişkenler

Değişkenler	Tanımlamalar	Kodları
	Bağımlı Değişkenler	
Varlık Karlılığı	Net Kar/Toplam Varlıklar	ROA
Özsermaye Karlılığı	Net Kar/Toplam Özsermaye	ROE
Tobin’s q	Piyasa Değeri/Defter Değeri	TOBIN
Z Altman	Z Altman Skoru	ALTMAN
	Sahiplik Yapısı ile İlgili Bağımsız Değişkenler	
Ortak Sayısı	%1’den sermaye payına sahip ortak sayısı	ORTSAY
En Büyük Ortak	En Büyük Ortağın Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye	BUYUK1
İkinci En büyük Ortak	En Büyük İki Ortağın Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye	BUYUK2
Halka Açıklık Oranı	Halka Açık Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye	HAO
	Kontrol Değişkenler	
Firma Büyüklüğü	Toplam Varlıkların Logaritması	VARLIK
Borç Seviyesi	Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar	KALDIRAC
Firma Yaşı	Cari yıl-Kuruluş yılı	YAS

Sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen bu araştırmanın bir takım kısıtları bulunmaktadır. Öncelikle çalışmanın bulguları; Borsa İstanbul'da imalat sanayide faaliyette bulunan firmalar açısından yorumlanmalıdır. Ayrıca firmaların 2002-2012 yıllarına ait verilerinden yararlanılması çalışmanın başka kısıtıdır. İmalat sanayide 2013 yılı sonu itibarıyla 173 adet firma faaliyet göstermektedir. Bu çalışmada 2002-2012 yılları arasında kesintisiz olarak faaliyet gösteren 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Görüldüğü gibi imalat sanayide bulunan tüm firmalar analize dâhil edilmemiş olmaması da çalışmanın bir diğer kısıtıdır.

4.BULGULAR

Tablo 4'te analizlerde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistik sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Göz. Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
ROA	1496	.0241918	.1916635	-4.452	2.993
ROE	1496	.0665308	2.255487	-30.303	12.933
TOBIN	1496	1.984391	4.309919	.147	109.462
ALTMAN	1496	2.52512	4.202251	-13.252	61.252
ORTSAY	1496	6.00869	5.349265	1	43
BUYUK1	1496	48.93851	22.54961	.59	97.54
BUYUK2	1496	11.04753	11.90745	0	50.86
HAO	1496	32.34597	18.71143	.54	98.68
VARLIK	1496	19.0348	1.467308	15.328	23.563
KALDIRAC	1496	.461363	.2292338	.006	.998
YAS	1496	36.11029	11.83778	3	77

En büyük ortağın ve en büyük ikinci ortağın sermaye payı incelendiğinde oranın %48,93 ve %11,04 olduğu görülmektedir. Chen (2012) mülkiyet yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında en büyük birinci ortağın sermaye payını Norveç için %28,6 Danimarka için %23,9 Finlandiya için %20,3 ve İsveç için %22,9 olarak hesaplamıştır. BİST'te faaliyet gösteren imalat sanayi firmalarında en büyük ortağın sermaye payı İskandinav ülkelerinin en büyük ortağın sermaye payından daha büyüktür. Bu durum BİST firmalarının büyük bir kısmının aile şirketlerinden oluşması, sermayenin belli bir kesimde, aile içinde ve yönetim kurulunda toplanması ile açıklanabilir.

Tablo 5: Korelasyon Tablosu

	ROA	ROE	TOBIN	ALTMAN	ORTSAY	BUYUK1	BUYUK2	HAO
ROA	1.00							
ROE	0.66	1.00						
TOBIN	0.01	0.01	1.00					
ALTMAN	0.34	0.04	0.01	1.00				
ORTSAY	0.12	0.141	0.05	0.02	1.00			
BUYUK1	0.10	-0.02	0.09	-0.07	-0.30	1.00		
BUYUK2	0.01	0.03	0.02	-0.09	-0.08	-0.29	1.00	
HAO	-0.07	-0.01	-0.07	-0.11	0.01	-0.36	-0.21	1.00

Tablo 5’te sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi gösteren korelasyon analizi sonuçları yer almaktadır. Korelasyon sonuçları incelendiğinde ROA ile ortak sayısı (ORTSAY) ve en büyük hissedarın sermaye payı (BUYUK1) arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Ayrıca korelasyon tablosunda bağımsız değişkenler arasında önemli bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu durum modelin güvenilirliğini artırmaktadır.

Tablo 6: Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları

DEĞİŞKENLER VE PARAMETRELER	Model 1 ROA	Model 2 ROE	Model 3 TOBIN	Model 4 ALTMAN
ORTSAY	2.35**	2.85**	0.32	0.11
BUYUK1	2.32**	0.05	2.92**	-1.58*
BUYUK2	-0.29	0.83	0.23	-2.65**
HAO	-0.41	-0.82	-3.32***	-2.32***
KALDIRAC	-7.92***	-3.02***	2.42**	-15.54***
VARLIK	4.56***	3.12***	-2.85**	7.35***
YAS	-1.72*	-0.49	-0.32	-2.73**
Sabit (c)	-1.67***	-0.42***	1.02***	1.05***
Gözlem Sayısı	1496	1496	1496	1496
Firma Gözlem Sayısı	136	136	136	136
Olasılık (p)	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
WaldChi ²	274.54	32.30	352.33	1005.32
R ²	0.1101	0.0201	0.1720	0.4580

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

Modelin sonuçları incelendiğinde sahiplik yapısının işletmelerin finansal performansına etkisi incelendiğinde yine muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri üzerinde farklı etki yapmıştır. Tobin’s q ve Z Altman Skoru ile ortak sayısı (ORTSAY) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Ancak ortak sayısının muhasebe esaslı performans göstergeleri olan ROA ve ROE’yi etkilemektedir. Başka bir ifade ile ortak sayısı artması firmaların varlık başına ve öz sermaye başına düşen karlılığını da artırmaktadır. En büyük ortağın sermaye payı (BUYUK1) ile Z Altman Skoru arasında negatif bir ilişki; buna karşın ROE arasında anlamlı olmayan bir ilişki belirlenmiştir. Ayrıca en büyük ortağın sermaye payı ile ROA ve Tobin’s q arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde edilmiştir. En büyük ikinci ortağın sermaye payı ile ROA, ROE ve Tobin’s q arasında anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Yine en büyük ikinci ortağın sermaye payı (BUYUK2) ile Z Altman Skoru arasında negatif bir ilişkinin varlığı ortaya konmuştur.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde aktif büyüklüğü (VARLIK) ve yabancı kaynak kullanım oranı (KALDIRAC) ROA, ROE, TOBIN ve ALTMAN üzerinde etkili olduğu görülmektedir. VARLIK ile ROA, ROE ve ALTMAN arasında pozitif; buna karşın TOBIN ve arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. KALDIRAC ile ROA, ROE ve ALTMAN arasında negatif; buna karşın TOBIN ve arasında pozitif bir ilişki vardır.

5. SONUÇ

Bu çalışmanın amacı sahiplik yapısının finansal performans üzerindeki etkisini incelemektir. Çalışmada 2002-2012 yıllarına ait BİST imalat sanayide faaliyet gösteren firmaların tamamı ile bir örneklem oluşturulmuştur. Söz konusu yıllar arasında imalat sanayinde faaliyet gösteren toplam 136 firma analize dahil edilmiştir.

Sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlerin işletmelerin finansal performansına etkisi incelendiğinde yine muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri üzerinde farklı etki yapmıştır. Tobin's q ve Z Altman Skoru ile ortak sayısı (ORTSAY) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Ancak ortak sayısının muhasebe esaslı performans göstergeleri olan ROA ve ROE'yi etkilemektedir. Başka bir ifade ile ortak sayısı artması firmaların varlık başına ve özsermaye başına düşen karlılığını da artırmaktadır. En büyük ortağın sermaye payı (BUYUK1) ile Z Altman Skoru arasında negatif bir ilişki; buna karşın ROE arasında anlamlı olmayan bir ilişki belirlenmiştir. Ayrıca en büyük ortağın sermaye payı ile ROA ve Tobin's q arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde edilmiştir. En büyük ikinci ortağın sermaye payı ile ROA, ROE ve Tobin's q arasında anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Yine en büyük ikinci ortağın sermaye payı (BUYUK2) ile Z Altman Skoru arasında negatif bir ilişkinin varlığı ortaya konmuştur. Literatürde büyük oranda şirket hisselerine sahip hissedarların varlığının, firma performansını artırıcı bir unsur olduğuna inanılmaktadır. Büyük hissedarın varlığı şirket içi denetim gücüne ve güdüye sahip olmalarından ve kendi çıkarlarını maksimize etmeye çalışmalarından dolayı firma performansı üzerinde olumlu bir etki yapmaktadır. Ayrıca büyük hisselerle sahip olan ortaklar işletmeyi kontrolleri altına almak isteyebilirler. Bu durum neticesinde büyük hissedara sahip olan işletmenin temsil maliyetlerinde bir azalma gösterebilir. Bununla birlikte büyük hissedarlara sahip firmalar devamlılıklarını korumaktadırlar ve iyi performans göstermektedirler. Tüm bunların dışında büyük hissedarlar işletme içerisinde neler olduğunu gözlemleyip izleme ve müdahale etme olanağı da tanıyabilir.

Özetle BİST'de hisse senetleri işlem gören imalat sanayi işletmelerin sahiplik yapısının finansal performansı üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile sahiplik yapısının işletmenin karlılığı, piyasa değeri ve finansal başarısızlık riski üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

En büyük ortağın sermaye payı ile performans arasındaki ilişkiyi ölçen çalışmalar incelendiğinde Haniffa ve Hudaib (2006), Cho ve Kim (2007), Zeitun ve Tian (2007), Lee (2009), Chen (2012), Kang ve Kim (2012), Alimehmeti ve Paletta (2012) ile aynı yönde sonuçlar tespit edilirken Andersson, Nordwall ve Salomonsson (2004), Cheung, Connolly, Limpaphayom ve Zhou (2007), Lam ve Lee (2008), Wang ve Clift (2009), Böhren ve Ström (2010), Koerniadi ve Tourani-Rad (2012), Fauzi ve Locke (2012), Vo ve Phan (2013), Moscu (2013) ile farklı yönde sonuçlar bulunmuştur.

KAYNAKÇA

- ABBASI, M., KALANTARI E. & ABBASI H. (2012). "Impact of Corporate Governance Mechanisms on Firm Value Evidence from the Food Industry of Iran", *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, (5), 4712-4721.
- ABDULLAH, A. & PAGE, M. (2009). "Corporate Governance and Corporate Performance: UK FTSE 350 Companies, The Institute of Chartered Accountants of Scotland", http://www.google.com.tr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=2&cad=rja&ved=0CDsQFjAB&url=http%3A%2F%2Fek-dev.icas.org.uk%2Fres%2Fpage_corp_govern_report_2009.pdf&ei=KSgTU7CW CpCrhQeV5oCIBg&usg=AFQjCNEI0sxiCAZ2J8HXA5o9hCPoKgLEFQ&sig=2=jHRtoeTJK8ei7U97qmODA&bvm=bv.62286460,d.ZG4, 02.03.2014.

- ALIMEHMETI G. & PALETTA A. (2012). "Ownership Concentration and Effects Over Firm Performance: Evidences From Italy", *European Scientific Journal*, 8(22): 39-49.
- ANDERSSON, J., JACOB N. & SALOMONSSON D. (2004). "The Link Between Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Sweden's Listed Companies", https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/2266/1/gbs_thesis_37.pdf, 02.03.2014.
- AROSA, B., ITURRALDE T. & MASEDA A. (2010). "Ownership Structure and Firm Performance In Non-Listed Firms: Evidence From Spain", *Journal of Family Business Strategy*.- Elsevier. 1 (2), 88- 96.
- BAYRAKDAROĞLU, A. (2010). "Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11- 20.
- BECK N. & KATZ, J. N. (1995). "What To Do (and Not To Do) with Times-Series–Cross-Section Data in Comparative Politics", *American Political Science Review*, 89(3), 634– 647.
- BEINER, S., DROBETZ, W., SCHMID, F. & ZIMMERMANN, H. (2003). "Is Board Size Anindependent Corporate Governance Mechanism?", *Kyklos*, 57, 327- 356.
- BEINER, S., DROBETZ, W., SCHMID, M. M. & ZIMMERMANN, H. (2006). "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation", *European Financial Management*, 12, 249- 283.
- BOHREN, O. & STROM, R. O. (2010). "Governance and Politics: Regulating Independence and Diversity in the Board Room", *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9), 1281– 1308.
- CHEN, L. (2012). "The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Non-financial Listed Companies in Scandinavia", *Msc in Finance & International Business*, Aarhus School of Business. Aarhus University.
- CHEUNG, Y.L., CONNELLY J. T., LIMPAPHAYOM, P. & ZHOU L. (2007). "Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18(2), 86-122.
- CHO, D. S. & KIM, J. (2007). "Outside Directors, Ownership Structure and Firm Profitability in Korea", *Corporate Governance: An International Review*, 15, 239-250.
- CHOI, J. J., PARK, S.W. & YOO, S. S. (2007). "The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), 941- 962.
- COOK, R. (2013). "The Relationship between Corporate Governance Practices and Firm Performance in the Junior Canadian Life Sciences Sector", *Saint Mary's University, Master of Business Administration*, Halifax, Nova Scotia, Canada.
- FAUZI, F. & LOCKE, S. (2012). "Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms", *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(2), 43– 67.

- FETTAHOĞLU, A. VE OKUYAN, H. A. (2009). “İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, Eskişehir: Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi.
- HANIFFA, R. & HUDAIB, M. (2006). “Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, 1034- 1062.
- İZCİLER, D. (2014). “Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Şirketlerin Performansları Üzerine Etkileri”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- KANG, Y. S. & KIM, B. Y. (2012). “Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the Chinese Corporate Reform”, *China Economic Review*, 23, 471– 481.
- KOERNIADI, H. & TOURANI-RAD A. (2012). “Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand”, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 6(2), 3- 18.
- KURT, E. S. (2008). “Kurumsal Yönetimin Halka Açık İşletmelerde Mevzuat Ve Uygulama Yönünden İncelenmesi”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi, Edirne.
- KUZNETSOV, P. & MURAVYEV, A. (2001). “Ownership Structure and Firm Performance in Russia: The Case of Blue Chips of the Stock Market”, <http://dev3.cepr.org/meets/wkcn/7/748/papers/kuznetsov-muravyev.pdf>, 05.03.2014.
- LAM, T. Y. & LEE, S. K. (2008). “CEO Duality and Firm Performance: Evidence From Hong Kong”, *Corporate Governance*, 8(3), 299- 316.
- LEE, S. (2009). “Corporate Governance and Firm Performance”, (Doctor of Philosophy). The University of Utah.
- MAK, Y. T. & KUSNADI, Y. (2005). “Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 301- 318.
- MOSCU, R. G. (2013). “The Relationship between Firm Performance and Bord Characteristics in Romania”, *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 2(1), 167- 175.
- OXELHEIM, L. & RANDØY, T. (2003). “The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value”, *Journal of Banking & Finance*, 27, 2369– 2392.
- REYNA, J. M. S. M. & ENCALADA, J. A. D. (2012). “Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunities Set: Evidence from Mexican Firms. *Journal of Entrepreneurship*”, *Management and Innovation (JEMI)*, 8(3), 35- 57.
- ROSE, C. (2007). “Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence”, *Journal of Corporate Governance: An International Review*, 15, 404-413.
- SAYMAN, Y. (2012). “Sahiplik Yapısının Firma Performansı Ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İmkb’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara.

- TANRIÖVEN, C. VE AKSOY, E. E. (2010). “İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Ortaklık Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkileri”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 46, 216- 231.
- TATOĞLU, F. Y. (2013). Panel Veri Ekonometrisi, Beta Yayınevi, İstanbul.
- VO, D. & PHAN, T. (2013). “Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnam”, http://www.murdoch.edu.au/School-of-Management-and-Governance/_document/Australian-Conference-of-Economists/Corporate-governance-and-firm-performance.pdf, 03.12.2013.
- WANG, Y. & CLIFT, B. (2009). “Is There a “Business Case” for Board Diversity?”, Pacific Accounting Review, 21(2), 88-103.
- ZEITUN, R. & TIAN, G. G. (2007). “Does Ownership Affect a Firm's Performance and Default Risk in Jordan?”, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 7 (1), 66- 82.