

**SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISININ
ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİ
İMKB'DE BİR UYGULAMA**

Z.Göknur BÜYÜKKARA

**Hacettepe Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü**

113345

113345

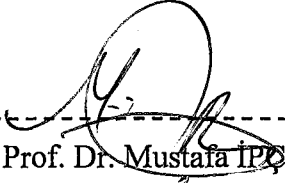
**Lisansüstü Eğitim, Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin
İşletme Anabilim Dalı için öngördüğü
YÜKSEK LİSANS TEZİ
olarak hazırlanmıştır**

**T.C. KÜLTÜR VE TURİZM BAKANLIĞI
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

**Ankara
Haziran, 2002**

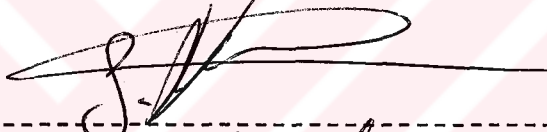
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

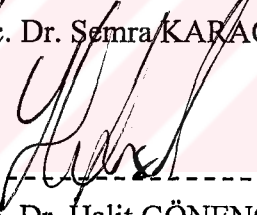
Bu çalışma, jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan 
Prof. Dr. Mustafa İPÇİ

Üye 
Doç. Dr. Mehmet Baha KARAN

Üye 
Yrd. Doç. Dr. Yalçın KARATEPE

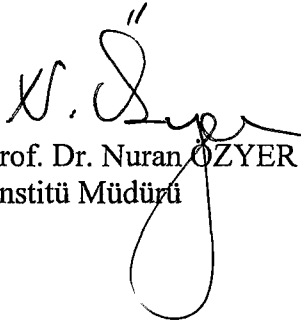
Üye 
Yrd. Doç. Dr. Semra KARACAER

Üye 
Yrd. Doç. Dr. Halit GÖNENÇ (Danışman)

Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

22.7/2022


Prof. Dr. Nuran ÖZYER
Enstitü Müdürü

TEŞEKKÜR

Bu tezin hazırlanması sırasında değerli vaktini bana ayırarak çalışmalarımı yönlendiren, verimli ve titiz çalışmalar yapmamı sağladığına içtenlikle inandığım sayın hocam Yrd. Doç. Dr. Halit Gönenç'e tüm yardımlarından ötürü teşekkürü bir borç bilirim.



ÖZET

Şirket sermayesinin tamamına sahip olmayan yöneticilerin firma değerini maksimize etmek yerine kendi kişisel çıkarları ve amaçları doğrultusunda parasal getiri sağlamayan gereksiz harcamalara yönelmesi durumunda diğer hissedarlarla aralarında oluşan temsilcilik problemlerinin ve şirket kontrol mekanizmasını elinde bulunduran en büyük hissedarların sermaye sahipliğinin şirket performansına etkisi finansman literatüründe önemli tartışmalardan birini oluşturmaktadır. Bu tezin amacı IMKB’de hisse senetleri işlem gören Türk şirketlerinin sermaye sahipliği yapısının temsilcilik maliyeti ile ilişkisinin ve şirket performansına etkisinin analiz edilmesidir.

Bu tezde, IMKB’de işlem gören Türk şirketlerinin Şirketler Yıllıklarında verilen sermaye sahipliği yapısı ile ilgili bilgilere göre 1992-2000 yılları arasında oluşturulan sermaye grupları kullanılmaktadır. Gerçekleştirilen analizlerde sermaye yoğun bir yapıda olduğunu bulduğumuz Türk şirketlerinde sadece yöneticilerin ve diğer grupların sermaye paylarının şirketlerin performansı üzerindeki etkisine bakmakla kalmayıp en büyük hissedarın ve en büyük 3 hissedarın sermaye payları ile oluşturduğumuz sermaye yoğunluğunun şirketlerin performansına etkisi araştırılmıştır. Bununla birlikte temsilcilik maliyetleri sermaye sahipliği yapısına göre değerlendirilmiştir. Elde ettiğimiz spesifik sonuçlar şunlardır:

1. Yöneticilerin sermaye sahipliği arttıkça temsilcilik maliyetleri düşmektedir. Ancak bankaların ve holding şirketlerin sermaye sahipliği arttıkça temsilcilik maliyetleri artmaktadır.
2. En büyük hissedarın ve en büyük 3 hissedarın sermaye payları olarak ölçtüğümüz sermaye yoğunluğunun şirket performansını artırdığı ve yüksek oranlarda halka açıklığın şirket performansını düşürdüğü görülmektedir.
3. Bankaların sermaye sahipliğinin şirket performansını azaltırken, yabancı şirketlerin sermaye sahipliğinin şirket performansını artırdığı görülmüştür.

ABSTRACT

The agency problems between managers and other shareholders that occurs when the managers who does not own all of the firm directs to unnecessary nonmonetarial spending which is in line with his/her self interests and goals instead of maximizing the firm value and the effect of equity ownership of blockholders who hold the corporate control mechanism on firm performance forms one of the most important discussion in the finance literature. The aim of this thesis is to analyse the effect of ownership structure on firm performance of Turkish firms whose stocks are traded in the IMKB.

In this thesis, the ownership groups created in 1992-2000 years according to the ownership structure of Turkish firms whose stocks are traded in the IMKB which is given in the Companies Yearbook are used. In realized analysis that we found concentrated ownership in Turkish firms, not only the effect of managers and other ownership groups equity ownership on firm performance is looked but also the effect of the ownership concentration which is formed by the largest shareholder and the largest 3 shareholders equity ownership on firm performance is searched. In addition the agency costs are evaluated with respect to the ownership structure. Specific results we have achieved in the analysis are as follows:

1. Agency costs decreases when the equity ownership of managers increases. But when the equity ownership of banks and holding firms increases, agency costs increases.
2. It is seen that the ownership concentration which is measured by the largest shareholder and the largest 3 shareholders equity ownership increases the firm performance and high proportion of public stakes decreases the firm performance.
3. It is seen that while the equity ownership of banks decreases the firm performance, the equity ownership of foreign firms increases the firm performance.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
TABLolar.....	vii
ÖNSÖZ.....	x
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	7
1. FİRMA YÖNETİMİNİN AMACI VE SERMAYE SAHİPLİĞİ ARASINDAKİ İLİŞKİLER.....	5
1.1. FİRMA YÖNETİMİNİN AMACI.....	5
1.1.1. Yöneticilerin Hissedar Zenginliğini Artırmadaki Önemi.....	6
1.2. SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISI VE TEMSİLCİLİK PROBLEMLERİNİN İNCELENMESİ.....	7
1.2.1. Yöneticiler ve Hissedarlar Arasındaki Temsilcilik Problemlerinin İncelenmesi.....	9
1.2.2. Yöneticiler ve Hissedarlar Arasındaki Temsilcilik Problemlerini Azaltan Mekanizmaların İncelenmesi.....	12
1.2.3. Yöneticiler ve Kreditorler Arasındaki Temsilcilik Problemlerinin İncelenmesi.....	15
1.2.4. Yöneticiler ve Kreditorler Arasındaki Temsilcilik Problemlerini Azaltan Mekanizmaların İncelenmesi.....	21
1.3. TEMSİLCİLİK MALİYETLERİNİN SERMAYE YAPISINA (OPTİMAL BORÇ / ÖZ SERMAYE ORANINA) ETKİLERİ.....	23
İKİNCİ BÖLÜM.....	26
2. KURUMSAL YÖNETİM YAPISI (CORPORATE GOVERNANCE)...	26
2.1. KURUMSAL YÖNETİM YAPISI SİSTEMLERİ.....	26

2.2. KURUMSAL YÖNETİM YAPISI MEKANİZMALARI.....	27
2.2.1. Yasal Koruma.....	27
2.2.1.1.Dünya Ülkelerinde Yasal Koruma.....	27
2.2.1.2.Türkiye’de Yasal Koruma.....	33
2.2.1.3.Yasal Korumanın Şirket Finansmanı Üzerindeki Etkisi.....	34
2.2.2. Sermaye Yoğunluğu.....	35
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	38
3. SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISI (OWNERSHIP STRUCTURE).....	38
3.1. DÜNYA ÜLKELERİNDEKİ SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISININ İNCELENMESİ.....	39
3.1.1. Dünya Ülkelerinde Farklı Sermaye Sahipliği Yapılarının Kullanılması.....	42
3.2. AVRUPA ÜLKELERİNDEKİ SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISININ İNCELENMESİ.....	44
3.3. TÜRKİYE’DEKİ SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISININ İNCELENMESİ.....	49
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	55
4. SERMAYE SAHİPLİĞİNİN ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİ.....	55
4.1. YÖNETİCİLERİN SERMAYE SAHİPLİĞİNİN ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİ.....	55
4.2. %5 ORANINDAN FAZLA SERMAYE PAYINA SAHİP OLAN EN BÜYÜK HİSSEDARLARIN (BLOCKHOLDERS) SERMAYE SAHİPLİĞİNİN ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİ.....	60
4.3. KURUMSAL YATIRIMCILARIN SERMAYE SAHİPLİĞİNİN ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİ.....	65
4.4. SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISININ ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİNİ BELİRLERKEN KARŞILAŞILAN SORUNLAR.....	66

BEŞİNCİ BÖLÜM.....	69
5. TÜRK ŞİRKETLERİNİN SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISININ ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİNİN İNCELENMESİ.....	69
5.1. VERİ TANIMI.....	69
5.2. AMPİRİK SONUÇLAR.....	79
5.2.1. Temsilcilik Maliyetlerinin Sermaye Sahipliği Yapısına Göre Değerlendirilmesi.....	79
5.2.2. Sermaye Sahipliği Yapısının Performansa Etkileri.....	87
ALTINCI BÖLÜM.....	118
6. SONUÇLAR.....	118
KAYNAKÇA.....	121

TABLOLAR

Tablo 1: Sermaye Grupları.....	71
Tablo 2: Sermaye Gruplarının Yıllara Göre Dağılımı.....	71
Tablo 3: Sermaye Yoğunluğu ve Performans Ölçütleri.....	77
Tablo 4: 1992-2000 Yılları Arasında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi.....	80
Tablo 5: 1992 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi.....	83
Tablo 6: 1993 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi.....	84
Tablo 7: 1994 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi.....	84
Tablo 8: 1995 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi.....	84
Tablo 9: 1996 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi.....	85
Tablo 10: 1997 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi.....	85
Tablo 11: 1998 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi.....	85
Tablo 12: 2000 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi.....	86

Tablo 13: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının TOBINQ ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	94
Tablo 14: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının ROA ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	94
Tablo 15: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının ROE ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	95
Tablo 16: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının TOBINQ ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	95
Tablo 17: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının ROA ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	96
Tablo 18: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının ROE ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	96
Tablo 19: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının TOBINQ1 ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	97
Tablo 20: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının ROA1 ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	97
Tablo 21: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının ROE1 ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	98
Tablo 22: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının TOBINQ1 ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	98
Tablo 23:: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının ROA1 ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	99
Tablo 24: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının ROE1 ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	99

Tablo 25: Sermaye Gruplarının Paylarının TOBINQ ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	100
Tablo 26: Sermaye Gruplarının Paylarının ROA ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	103
Tablo 27: Sermaye Gruplarının Paylarının ROE ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	106
Tablo 28: Sermaye Gruplarının Paylarının TOBINQ1 ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	109
Tablo 29: Sermaye Gruplarının Paylarının ROA1 ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	112
Tablo 30: Sermaye Gruplarının Paylarının ROE1 ile Ölçülen Performansa Etkileri.....	115

ÖNSÖZ

Bu tezin konusu, sermaye sahipliği yapısının temsilcilik maliyeti ile ilişkisi ve şirket performansına etkisinin incelenmesidir.

Bu tez altı bölümden oluşmaktadır:

Birinci bölümde, firma yönetiminin amacı ve sermaye sahipliği arasındaki ilişkiler irdelenerek yöneticiler ve hissedarlar ile yöneticiler ve kreditorler arasında olması muhtemel uyumsuzluklar olarak tanımlanabilecek temsilcilik problemleri incelenmiştir.

İkinci bölümde, yöneticilerin, %5 oranından fazla paya sahip en büyük hissedarların ve kurumsal yatırımcıların sermaye sahipliği ile şirket performansı arasındaki ilişkileri etkilemesi beklenen kurumsal yönetim yapısı sistemleri hakkında bilgi verilerek, dünyada ve Türkiye’de hissedarlara ve yatırımcılara getirilen yasal korumadan bahsedilmiştir.

Üçüncü bölümde, dünyada ve ülkemizde sermaye sahipliği yapısını belirleyen araştırmalar üzerinde durularak, sermaye sahipliği yapısı hakkında bilgiler verilmiştir.

Dördüncü bölümde, sermaye sahipliğinin şirket performansına etkilerini inceleyen temel literatüre değinilmiştir.

Beşinci bölümde, Türk şirketlerinde oluşan temsilcilik maliyetlerini sermaye sahipleri açısından değerlendiren ve sermaye sahipliğinin şirket performansı üzerindeki etkilerini saptayan ampirik çalışmalara yer verilmiştir.

Altıncı ve son bölümde ise, kısaca elde ettiğimiz sonuçlara yer verilmiştir.

GİRİŞ

Şirketlerin sermaye sahipliği yapısının temsilcilik maliyeti ile ilişkisi ve şirket performansına olan etkisi Jensen ve Meckling (1976) makalesi ile birlikte finans literatüründe ilgi çekmeye başlamıştır. Jensen ve Meckling (1976) şirket hissedarlarının sermaye sahipliğine karşılık şirketin %100'üne sahip olmayan yöneticiler tarafından yönetilmesi durumunda bir firma yönetiminin başlıca amacı olan hissedar zenginliğinin ve firma değerinin maksimize edilmesinden sapmalar oluşacağını ifade etmiştir. Şirketin tamamına sahip olmayan yöneticiler firma değerini maksimize etmek yerine kendi kişisel çıkarları ve amaçları doğrultusunda şirket için parasal getiri sağlamayan gereksiz harcamalara yönelerek hissedarlar ile aralarında temsilcilik problemlerinin oluşmasına sebebiyet verirler. Borçlanma yoluyla finansman bu temsilcilik problemlerini azaltmanın bir yolu olarak düşünüldüğünde ise bu takdirde borç alarak riskli yatırımlara giren yönetici ile bu riskli yatırımların maliyetine katlanmak durumunda olan kreditorler arasında temsilcilik problemleri oluşabilmektedir. Temsilcilik problemleri sonucunda oluşacak firma değerini azaltıcı refah kayıpları, gözlem ve kefalet maliyetleri gibi maliyetler temsilcilik maliyetleri olarak adlandırılmaktadır. Jensen ve Meckling (1976) yöneticilerin sermaye sahipliği arttıkça şirket varlıklarını boş yere harcamayarak kârlı yatırım projelerine gireceğini ve hissedarlar ile aralarında temsilcilik problemlerinin azalacağını ifade etmiştir; dolayısıyla Jensen ve Meckling (1979) tarafından ortaya atılan çıkarların yaklaşımı hipotezine göre yöneticilerin sermaye paylarının artması ile birlikte hissedarlar ile olan ilgi ve çıkarlarının birleşmesi sonucunda firma değerinin artması beklenmektedir. Diğer taraftan Demsetz (1983) yöneticilerin firmada önemli oranda sermaye payı olması durumunda bulunduğu mevkii işgal etmesi, profesyonel yöneticilerin işe alınma olasılığının düşmesi gibi nedenlerden dolayı bir yerleşiklik etkisi yaratarak firma değerini düşürebileceğini belirtmiştir. Stulz (1988) ise yöneticilerin sermaye payındaki artışın kesin olmayan bir etki yarattığını göstermiştir. Stulz (1988)'a göre yöneticilerin oy hakkı arttıkça firma değeri artabilir; ancak yöneticilerin firmada çok büyük miktarda hisse sahibi olması durumunda firma hisselerine tekliflerin azalması

ve firma değerinin dūřmesi sōz konusudur. Morck, Shleifer ve Vishny (1988) oluşturdukları parçalı regresyon modellerinde yōneticilerin sermaye sahipliğinin şirket performansına olan etkisini hem çıkarların yaklaşımı hem de yerleşiklik hipoteziyle açıklayabilmektedir. Yōneticilerin %5'e kadar olan sermaye paylarındaki artış hissedarlarla ilgilerinin birleşmesi sonucunda çıkarların yaklaşımı hipotezine gōre firma değerini artırmakta iken, %5 ile %25 arasında sermaye payı olan yōneticinin firmada kendini yerleşik hissederek firma değerini azalttığı gōr÷lmektedir. Bu çalışmadan sonra McConnell ve Servaes (1990), Hermalin ve Weisbach (1991) gibi pek çok kiři yōneticilerin sermaye sahipliği ve firma değeri arasında ōnemli ve farklı eğrisel sonuçlar bulmuşlardır.

Sermaye sahipliğinin şirket performansına olan etkilerini inceleyen diğer çalışmalar ise sadece yōneticilerin sermaye paylarını almak yerine en b÷y÷k hissedarların sermaye paylarını almayı uygun gōrmektedir. %5 oranından fazla paya sahip olan hissedarların şirket yōnetimini kontrol etmesi ve yōneticilerin bu kişilerin çıkarlarını gōzetmesi beklenmektedir. Lins (2000) T÷rkiye'nin de içinde bulunduğu 22 gelişmekte olan ÷lkenin firma gruplarında %5 oranından fazla paya sahip hissedarların hem nakit akımlarının hem de oy haklarının artmasının firma değerini artırdığını bulmuştur.

La Porta, Lopez, Shleifer ve Vishny (1998) 49 ÷lke ÷zerinde yaptıkları çalışmada, T÷rkiye'nin de içinde bulunduğu Fransız medeni hukuk h÷k÷mlerini temel alan ÷lkelerde en b÷y÷k ÷ hissedarın sermayenin ortalama olarak %54'÷ne sahip olduğunu gōstermiřtir. ÷lkemizde ise bu oranın %59'a çıkmakta ve en b÷y÷k hissedarın sermaye payının %50 civarında olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır. Benzer olarak Yurtoğlu (1998) T÷rkiye'de ōnemli sermaye sınıflarının aileler, holding şirketler, devlet, yabancı firmalar ve yōnetim kurulu olduğunu ifade etmiştir. T÷rk şirketlerinin sermaye yoğun bir yapıda olması yasal korumanın yetersizliğinden kaynaklanabilir. Shleifer ve Vishny (1997) hissedarlar açısından yasal korumanın yetersiz olduğu durumlarda, sermaye yoğunluğunun hissedarların haklarının yōneticiler tarafından gasp edilmesini, d÷ř÷k performans gōsteren ve hissedar

zenginliğini maksimize etme davranışından başka davranışlara yönelen yöneticilerin işten atılmasını sağlayan kurumsal yönetim yapısı mekanizmaları yerine geçebileceğini belirtmiştir.

Türk şirketlerindeki sermaye mülkiyeti yoğunluğunun şirket performansına etkilerini inceleyen Önder (2000) mülkiyet yoğunluğu ölçütleri olarak en büyük hissedarın ve en büyük 3 hissedarın sermaye payı ile halka açıklık oranını almaktadır. Önder (2000) bu çalışmasında halka açıklık oranı arttıkça performansın düştüğünü, en büyük hissedarın ve en büyük 3 hissedarın sermaye sahipliğinin arttıkça ise toplam varlıkların ve öz sermayenin verimliliğinin düştüğünü bulmuştur. Önder, IMKB'deki ortaklık yapısına göre 3 grupta incelenen devletin, yöneticilerin ve yabancıların büyük ortaklardan biri olup olmamasının şirket performansında önemli bir etki oluşturmadığını saptamıştır.

Bu tez IMKB'de hisse senetleri işlem gören Türk şirketlerinin sermaye sahipliği yapısının temsilcilik maliyeti ile ilişkisini ve şirket performansına olan etkisini incelemeyi amaçlamaktadır. Şirketler Yıllıklarında verilen sermaye sahipliği yapısı ile ilgili bilgilere göre 1992-2000 yılları arasında oluşturulan sermaye gruplarını kullanarak gerçekleştirdiğimiz analizlerde sadece yöneticilerin ve diğer grupların sermaye paylarının şirketlerin performansı üzerindeki etkisine bakmakla kalmayıp en büyük hissedarın ve en büyük 3 hissedarın sermaye payları ile oluşturduğumuz sermaye yoğunluğunun şirketlerin performansına etkisini araştırmaktayız. Türk şirketlerinde ortalama olarak en büyük hissedarın %50 ve en büyük 3 hissedarın ortalama olarak %65 gibi büyük bir değere sahip olduğunu bulduğumuz ülkemizde yöneticilerin büyük ölçüde bu grubun kararlarından etkileneceği veya bu büyük hissedarların yönetimi kontrol edebileceği düşüncesi ön plana çıkmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümde, firma yönetiminin amacı ve sermaye sahipliği arasındaki ilişkiler irdelenerek yöneticiler ve hissedarlar ile yöneticiler ve kreditorler arasında olması muhtemel uyumsuzluklar olarak tanımlanabilecek temsilcilik

problemleri incelenirken; ikinci bölümde, yöneticilerin, %5 oranından fazla paya sahip en büyük hissedarların ve kurumsal yatırımcıların sermaye sahipliği ile şirket performansı arasındaki ilişkileri etkilemesi beklenen kurumsal yönetim yapısı sistemleri hakkında bilgi verilerek, dünyada ve Türkiye’de hissedarlara ve yatırımcılara getirilen yasal korumadan bahsedilmiştir. Üçüncü bölümde, dünyada ve ülkemizde sermaye sahipliği yapısını belirleyen araştırmalar üzerinde durularak, sermaye sahipliği yapısı hakkında bilgiler verilmiştir. Dördüncü bölümde ise sermaye sahipliğinin şirket performansına etkilerini inceleyen temel literatüre değinilmiştir. Beşinci bölümde, Türk şirketlerinde oluşan temsilcilik maliyetlerini sermaye sahipleri açısından değerlendiren ve sermaye sahipliğinin şirket performansı üzerindeki etkilerini saptayan ampirik çalışmalara yer verilmiştir. Altıncı ve son bölümde ise kısaca elde ettiğimiz sonuçlara yer verilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİRMA YÖNETİMİNİN AMACI VE SERMAYE SAHİPLİĞİ ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Bir firmanın sahipleri, o firmanın hisselerini finansal getiri elde etmek amacıyla satın alan kişilerdir. Sahiplerinin kendileri firmayı yönetebileceği gibi, kendi zenginliğini maksimize edecek şekilde firmayı yönetmeyi amaçlayan temsilciler de yönetici olarak işe alınabilir. Bu bölümde firma yönetiminin amacı irdelenerek, yöneticiler ve hissedarlar ile yöneticiler ve kreditorler arasında olması muhtemel uyuşmazlıklar olarak tanımlanabilecek temsilcilik problemleri üzerinde durulmuştur.

1.1. FİRMA YÖNETİMİNİN AMACI

Bir firma yönetiminin başlıca amacı, hissedarların yani firma sahibi ortakların, zenginliğini en üst düzeye çıkarmaktır. Bu amaç firma yönetiminin alacağı kararlardan etkilenmesi beklenen gelecekte elde edilecek nakit akımlarının, firmanın sahip olduğu riski yansıtan bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmiş değeri olarak tanımlanan piyasa değerinin maksimize edilmesi ile elde edilir. Hisse senetleri halka açık olan, yani bir borsada kayıtlı olan firmalar için piyasa değerinin maksimizasyonu, firmanın hisse senedi fiyatlarının artırılması suretiyle sağlanabilir.

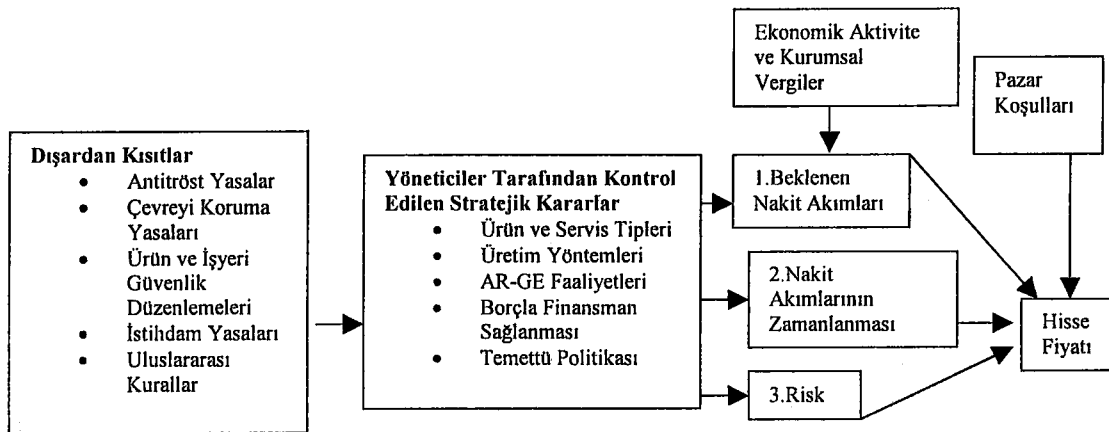
Firmaların izleyebilecekleri diğer bir amaç, gelir tablosunda gösterilen net kârın maksimizasyonu olabilir. Ancak toplam net kârın maksimize edilmesi hissedar zenginliğinin maksimizasyonunu sağlamamaktadır; çünkü, firmalar muhasebe kârlarından çok nakit akımları ile ilgilenirler. Nakit, kâr rakamından daha önemlidir; hisse sahiplerine temettü, işçilere ücret, hammadde satıcılarına bedel ödemek için nakit gereklidir. Ayrıca, kâr maksimizasyonu değer yaratmanın zaman boyutunu da dikkate almamaktadır, hangi dönemin kârının maksimize edilmesi gerektiği belirli

değildir. Bunun yanında, her dönemde farklı risk düzeyleri olan projelerle karşılaşılması, muhasebe kârlarını maksimize etme amacıyla olan firmaların daha riskli projelere girerek firma değerini düşürmelerine neden olabilmektedir.

Yatırımcılar esas itibariyle muhasebe kârlarından çok firma tarafından yaratılan nakit akımlarıyla ilgilenirler. Eğer yatırımcılar firmanın gelecekte önemli ölçüde nakit akımı yaratacağına inanırlarsa daha büyük miktarda hisse senedi almak isterler; böylece hisse senedinin fiyatı da yükselir. Buna ek olarak, eğer nakit akımları erken elde edilirse hisse senedinin fiyatının yükselmesi beklenir. Ayrıca, yatırımcılar beklenen getiri için firmanın stratejisinin çok riskli olduğunu düşünüyorlarsa, hisse senetlerini satarlar ve hisse senedinin fiyatı düşer. Sonuç olarak, hisse fiyatının maksimize edilmesi, değer yaratmanın unsurları olan risk ve zamanlama faktörlerini dikkate alır ve hissedar zenginliğinin maksimizasyonunu sağlar.

1.1.1. Yöneticilerin Hissedar Zenginliğini Artırmadaki Önemi

Şirket yönetiminde, yöneticilerin izledikleri politikaların dış koşullar altında hisse fiyatlarını nasıl etkilediği aşağıdaki grafikte gösterilmiştir:



Yöneticiler tarafından alınan her bir yatırım ve finansman kararı, hisse fiyatını belirleyici 3 faktör olan beklenen nakit akımlarını, bu nakit akımlarının zamanlamasını ve riskini etkilemektedir. Bu 3 faktör üç gerçeği ortaya koymaktadır:

1. Hisse senetleri dahil her finansal varlık ancak ve ancak nakit ürettiği sürece değerlidir.
2. Erken elde edilen nakit her zaman daha değerlidir; çünkü, bu nakit akımları tekrar yatırılarak ilave gelir elde edilebilir.
3. Yatırımcılar genelde risk karşıtıdır ve kesin getiri bekledikleri hisse senetlerine, riskli getiri bekledikleri hisse senetlerinden daha fazla yatırım yaparlar.

Yöneticiler firmanın beklediği nakit akımlarını artırarak, nakit akımlarının toplanmasını çabuklaştırarak ve nakit akımlarını elde etme riskini azaltarak hisse fiyatını ve firma değerini artırır.

Hisse fiyatları yöneticilerin faaliyetlerinden etkilenmekle beraber kanuni kısıtlar, ekonomik aktivitenin genel düzeyi, vergiler, faiz oranları ve hisse senedi piyasa koşullarından da etkilenmektedir. Sonuç olarak, yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi, yöneticilerin dışardan kısıtlar altında almış oldukları stratejik kararlar, ekonomik aktivitenin ve kurumsal vergilerin genel düzeyi beklenen nakit akımlarını, bu nakit akımlarının zamanlamasını ve riskini, beraberinde ise hisse fiyatını etkilemektedir.

1.2. SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISI VE TEMSİLCİLİK PROBLEMLERİNİN İNCELENMESİ

Jensen ve Meckling (1976) bir firmadaki temsilcilik ilişkisini, *müvekkil (principal)* adını verdiğimiz bir veya birkaç şahsın, *vekil (agent)* adı altında herhangi bir şahıs veya kurumu, kendi adına ve hesabına bir işin yerine getirilmesi için kiralayan ve bu vekili karar alma hakkıyla mümessil kılan bir sözleşme olarak tanımlamışlardır. Bir firma için vekil ve müvekkilin aynı kişiler olması durumu bir sıkıntı yaratmamasına rağmen, iki tarafın farklı kişilerden oluşması ile problemlerin

çıkma ihtimali artmaktadır. Eğer sözleşmenin iki tarafı da fayda maksimizasyonu amacı güdüyorsa, vekillerin her zaman müvekkilleri yararına çalışmayacağı kesindir ve bu durumda, *temsilcilik problemleri veya çatışmaları (agency problems or conflicts)* oluşmaktadır. Bu problemlerin çözümü için bir maliyete katlanma zorunluluğu vardır ve bu maliyet *temsilcilik maliyeti (agency cost)* olarak adlandırılır. Temsilcilik maliyetlerinin 3 bölümü vardır:

1. *Müvekkil tarafından katlanılan gözlem maliyetleri (The monitoring expenditures by the principal)*: Müvekkiller, kendileri ile vekilleri arasındaki çıkar çatışmalarını en aza indirmek için, vekillerine teşvik edici mükâfatlar vermeli ve vekillerinin hatalı davranışlarını kısıtlayıcı gözlem maliyetlerine katlanmalıdır.

2. *Vekil tarafından yüklenilen kefalet (The bonding expenditures by the principal)*: Bazı durumlarda vekiller müvekkillerinin zararına birtakım faaliyetlerde bulunmak amacıyla kaynakları harcamayacaklarını veya bu faaliyetlerde bulunurlarsa zararı tazmin edeceklerini garanti etmek durumundadırlar.

3. *Artık kayıp (Residual loss)*: Temsilcilik ilişkisinde vekil ile müvekkilin çıkarlarının ayrılması ve vekillerin müvekkillerinin zenginliğini maksimize eden kararlar almaktan kaçınması sonucu oluşan refah kaybının dolar değeri olarak tanımlanmıştır.

Temsilcilik ilişkisi finansal çerçevede ele alındığı zaman, hissedarların müvekkil, yöneticilerin ise hissedarlar tarafından kiralanan vekiller olduğu düşünülmüştür. Temel temsilcilik ilişkileri ise (1) Yöneticiler ve hissedarlar, (2) Yöneticiler ve kreditorler arasında oluşmaktadır.

1.2.1. Yöneticiler ve Hissedarlar Arasındaki Temsilcilik Problemlerinin İncelenmesi

Yöneticiler, şirket sermayesine sahip olan hissedarlar tarafından hissedar zenginliğini maksimize edecek doğrultuda karar almak için yetkilendirilmiştir. Sermaye sahipliğinin yönetimden ayrılması sonucu, hissedarlar şirket üzerindeki kontrollerini kaybetmekte ve kontrolü ellerinde bulunduran yöneticiler, hissedarların zenginliğini maksimize etmekten çok kendi kişisel çıkar ve amaçları doğrultusunda şirketi yönetmektedirler.

Şirket hissedarlarının sermaye sahipliğine karşılık, şirketin tamamına diğer bir deyişle %100'üne sahip olmayan yöneticiler tarafından kontrol edilen şirketlerde, *temsilcilik problemleri* ile karşılaşmak kaçınılmazdır. Jensen ve Meckling (1976) yöneticinin, %100 sermaye sahipliği olması durumundaki davranışı ile sermayenin bir kısmının başkaları tarafından ele geçirildiği durumdaki davranışını karşılaştırarak, dış sermayenin temsilcilik maliyetine olan etkilerini analiz etmişlerdir.

Eğer bir firmada yönetici, firmanın %100 sermaye sahibi ise, kendi faydasını maksimize edecek faaliyet kararları alır. Bu kararlar sadece sermaye payı oranında parasal getiri elde edilebilen ve firma değerini artırıcı kararlardan sağlanan faydalar değildir; aynı zamanda firma değerini maksimize etmek yerine satışları ve büyümeyi maksimize etme, lüks tüketime yönelme (lüks ofisler yaptırma, özel uçaklar alma vb.), gereksiz personel alımı, aşırı ücret ve ek ödemeler alma, işçilere veya başka kişilere birtakım nedenlerle maaş dışı ödemelerde bulunma, sosyal yardım adı altında verilen paralar, temettü dağıtmayarak kendi kişisel çıkarları için parayı kullanma gibi parasal getiri sağlamayan kararlar da olabilmektedir.

Yönetici, %100 sermaye sahibi olması durumunda kendi refahını maksimize ederken parasal getirilerin hepsini elde ederek alım gücünü artıracaktır ve parasal olmayan faydaların maliyetinin hepsine katlanmak zorundadır. Eğer yönetici hisselerinin bir kısmını satarsa, kendi sermaye payı oranında parasal getiri elde

ederek alım gücünü artırabilir ve parasal olmayan faydaların maliyetinin sadece kendi sermaye payı oranındaki kısmını yüklenerek kalan kısmını diğer hissedarlara yükleyebilir. Örneğin yönetici, sermayenin %95'ine sahipse firma kaynaklarından parasal olmayan kalemlere 1 \$lık harcama yapması durumunda, bu harcamanın maliyetinin 95 sentini kendi karşılarken, 5 sentini diğer hissedarlara yükleyebilir. Sermayenin %95'ine sahip yönetici tarafından harcanan 1 \$lık maliyetin 95 sentlik kısmı kendi çıkarları için kullanıldığından, bu 95 sent kendisi için bir refah kaybı yaratmayacaktır. Fakat yöneticinin, oluşan 5 sentlik refah kaybını diğer hissedarlara yüklemesi durumunda, bu 5 sent temsilcilik maliyetinin bir bölümü olan *artık kayıp* olarak ifade edilmektedir.

Yüksek sermaye payına sahip bir yöneticinin, parasal olmayan giderler kendi çıkarına da olsa, firma değerini daha fazla düşüneceğinden bu tür harcamalardan uzak duracağı düşünülür. Yöneticinin sermaye payının azalması, gelirler üzerindeki haklarını azaltacak ve firma kaynaklarını diğer hissedarları düşünmeden kendi çıkarı doğrultusunda imtiyazlar elde etmek için kullanma eğilimini de artıracaktır. Bu durumda hissedarlar ve yöneticiler arasında oluşan temsilcilik problemi daha ileri boyutlara ulaşır. En önemli temsilcilik probleminin, yöneticinin sermaye payının azalması gerçeğinden yola çıkarak, hissedarların refahını artıracak daha kârlı projeleri aramak için çaba göstermemesi olduğu düşünülebilir. Kârlı projelere girmeyen ve kendi çıkarlarını tatmin etmek için başka faaliyetlere yönelen yönetici, firma değerinin düşmesine sebep olacaktır.

Yöneticinin kendi çıkarı doğrultusunda parasal getiri sağlamayan harcamalar yapmasını kısıtlamak için, diğer hissedarların yönetici üzerindeki gözlem ve kontrollerini artırmaları temsilcilik maliyetinin bir unsuru olan *gözlem maliyetini* de artıracaktır. Denetim, kontrol sistemlerinin artırılması, bütçe kısıtlamaları ve teşvik prim sistemleri oluşturulması, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsilcilik çatışmalarını azaltarak firma değerini artıracaktır. Özellikle %5 oranından fazla sermaye payına sahip en büyük hissedarların ya da önemli sermaye payına sahip kurumsal yatırımcıların sermaye paylarının artması durumunda, bu hissedarların

yöneticileri daha iyi kontrol etmesi beklenir ve şirket performansının (firma değerinin) artacağı savunulabilir.

Vekil konumunda olan yönetici, hissedarların zararına çalışmasının engellenmesi ve hissedar zenginliğinin maksimize edilmesi için karar almasını kısıtlayıcı sözleşmeler imzalayabilir; veya yönetici, görevini kötüye kullanmayacağına ve mali tablolarını denetimden geçirteceğine dair sözleşmeler imzalayarak *kefalet maliyeti* yüklenebilir. Bu maliyetleri yüklenen yönetici daha dikkatli davranarak firma değerini artırmaya çalışacaktır.

Sonuç olarak, Jensen ve Meckling (1976) yöneticinin yaptığı gereksiz harcamaların firma değerini azaltarak optimal ve etkin olmayan bir duruma yol açtığını ve yöneticiler ile hissedarlar arasında bu nedenle oluşan çatışmaların bir temsilcilik maliyeti doğurduğunu göstermiştir. Sermaye sahipliği ile kontrol ayrımı olduğu sürece sıfır-olmayan bir temsilcilik maliyeti her zaman vardır ve hissedarlar bu maliyetlere fayda sağladıkları takdirde katlanacaklardır.

Burada sorulması gereken bir soru, temsilcilik ilişkisinin getirdiği maliyetler mevcutken, neden şirketlerin sermayesinin ortaklar arasında dağıldığıdır. Alchian (1968) ise, neden milyonlarca insanın kendi refahlarının önemli bir bölümünü yöneticilerin eline teslim ettiğini sormuştur. Bu sorulara kesin yanıt alınamamakla birlikte alternatif açıklamalar yapılmıştır. Manne (1967) ve Alchian ve Demsetz (1972) firmaların kişisel mülkiyet veya ortaklık yerine anonim şirket formunda kurulmasının çekiciliğinin bir nedeninin sınırlı sorumluluk olduğunu söylemişlerdir. Sınırlı sorumluluk olmaması durumunda, bir veya birkaç hisse alan her yatırımcı şirket borçlarının tamamından sorumlu olacaktır. Sadece birkaç kişi bu riski kabul edebilir ve bu durumda anonim şirket kurularak risk dağıtımı elde edilemez.

Jensen ve Meckling (1976) temsilcilik maliyetlerinin ve yöneticileri ideal hissedar zenginliği maksimizasyonu davranışından ayırıcı faktörlerin büyüklüğünü,

- Yöneticilerin çıkarlarına,

- Firma değerinin maksimize edilmesine karşın bu çıkarların ne kadar kolaylıkla uygulanabileceğine,
- Gözlem ve kefalet faaliyetlerinin maliyetine,
- Yöneticinin performansının ölçülmesi ve değerlendirilmesinin maliyetine,
- Yöneticiler için oluşan piyasa koşullarına ¹,
- Yöneticilerin değiştirilme maliyetlerine ² bağlamıştır.

1.2.2. Yöneticiler ve Hissedarlar Arasındaki Temsilcilik Problemlerini Azaltan Mekanizmaların İncelenmesi

Temsilcilik problemleri, müvekkillerin vekillerini doğru olarak incelemesi durumunda azaltılabilir. Müvekkil bunu 2 şekilde yapabilir:

1. Vekilin istenilen uygunlukta ve belirlenen saat kadar çalışma yapmasını sağlamak üzere vekilin işçilik girdilerini ölçerek gözlemlemek,
2. Vekilin faaliyetlerini yaratmış olduğu çıktılara bakarak dolaysız olarak gözlemek.

1970 ortalarına kadar Amerikan şirketleri, temsilcilik problemlerini çözmede girdilerin ölçülmesi metodunu kullanmışlardır. Bu metot gereğince oluşturulan sistemler, yöneticilerin işlerini uygun olarak yapmalarını sağlamak için gözlemlenmesinden ibarettir. 1970 ortalarından itibaren ise, yöneticileri yapmış oldukları çıktılar doğrultusunda değerlendirme ve ödüllendirme yoluna gidilmiştir. Yöneticilerin, hissedarların çıkarları doğrultusunda çalışmalarını sağlamak için iyi performans göstermeleri halinde ödüllendirilmeleri ve kötü performans göstermeleri durumunda cezalandırılmaları için bir teşvik istemi oluşturulmalıdır.

¹ Örneğin, ürün veya faktör piyasalarında oluşan rekabetin yöneticiyi ideal hissedar maksimizasyonu davranışından alıkoyduğu Williamson (1964) tarafından düşünülmüş; fakat, bu hipotez Jensen ve Meckling (1976) tarafından doğrulanamamıştır. Bununla birlikte, Friedman (1970) ürün ve faktör piyasalarındaki rekabetin temsilcilik maliyetlerini elimine edemediğini bulmuştur; Friedman (1970)'a göre eğer firma sahiplerinin rakipleri kendileri kadar veya kendilerinden daha fazla temsilcilik maliyeti taşıyorsa, firma sahipleri kendilerini bu rakip piyasadan soyutlayamazlar.

² Eğer yöneticilerin sorumlulukları çok az uzmanlaşmış bilgiyi içeriyorsa, yöneticilerin performansının değerlendirilmesi ve yerine başkalarının geçirilmesinin maliyeti düşükse, yöneticilerin ideal hissedar refahı maksimizasyonu davranışından ayrımının daha küçük olduğu iddia edilmiştir.

Yöneticileri hissedarların çıkarları doğrultusunda motive etmek için kullanılan bazı belirgin mekanizmalar şunlardır:

1. Yöneticilik bedeli: Yöneticilik bedelleri (a) Yetenekli yöneticileri firmaya çekmek ve elde tutabilmek, (b) Yöneticilerin faaliyetlerini hisse senedi fiyatı maksimizasyonu amacı güden hissedarların istekleri doğrultusunda şekillendirmek amacıyla verilmektedir.

Tipik bir yöneticinin yöneticilik bedeli 3 bölümden oluşur:

1. Yöneticinin yaşamsal harcamalarını karşılamak için verilen maaş,
2. Şirketin kârlılık durumuna göre yıl sonunda verilen ikramiyeler,
3. Şirketin performansına dayanarak yöneticileri ödüllendirmek üzere verilen performansa dayalı hisse senetleri veya yöneticiye belirli zamanda belirli fiyattan hisse alma hakkı tanıyan yönetici hissesi opsiyonları.

Performansa dayalı hisse senetleri ve hisse alım opsiyonları eskiden hisse başına kâr veya öz sermayenin kârlılığı ölçütlerine dayanmakta iken, günümüzde hisse senetlerinin piyasa değerine ve hisselerin aynı endüstride faaliyet gösteren diğer hisselerle göre göstermiş olduğu performansa bakılarak verilmektedir.

Core, Holthausen, Larcker (1999) temsilcilik problemleri fazla olan firmalarda performansın düşük olduğunu ve yöneticilerin daha çok yöneticilik bedeli aldıklarını göstermişlerdir. Bununla birlikte, yöneticilik bedellerinin, yöneticilerin sermaye payı arttıkça düştüğünü bulmuşlardır. Yöneticiler eğer büyük hissedarlar ise, hisse değeri maksimizasyonuna daha çok odaklanacaklardır.

2. Hissedarlar tarafından direkt müdahale: Günümüzde şirket hisselerinin yüksek bir yüzdesine sigorta şirketleri, yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar sahiptir. Bu kurumsal yatırımcılar firma yönetimine müdahale edebilirler ve öneride bulunabilirler; veya yönetimin karşı çıktığı bir teklif olsa bile bu teklifi yıllık

hissedarlar toplantısında oylamaya sunabilirler. Kurumsal yatırımcıların ve %5 oranından fazla paya sahip en büyük hissedarların gözlemlerini artırması, yöneticiyi kârlı yatırım projelerini bulmaya ve şirket yararına daha akıllıca davranmaya itecektir. Özellikle Amerika ve İngiltere’de kurumsal yatırımcılar şirket sermayesinin yaklaşık olarak yarısından fazlasına sahiptirler ve kurumsal yönetimde aktif bir rol oynamaktadırlar. Geçmişte kurumsal yatırımcıların sadece zayıf performans gösteren portföylerini piyasaya göre düzeltmekten ileri gidemediği görülse bile, günümüzde yöneticileri direkt olarak etkileyebildikleri görülmektedir.

Finansal kurumların etkisi ise yadsınamayacak kadar fazladır. Örneğin, Almanya’da bankaların çok önemli bir yer tuttuğu, firmalarla uzun vadeli ilişkiler içinde olduğu, şirketlerin yönetim kurullarında bilgi ve tavsiye kaynağı olduğu görülmektedir. Yine aynı yapıda olan Japonya’da keiretsu formu denilen şirket yapıları ana bir banka etrafında dönmektedir. Bankalar ile şirketler arası bağlantılar ise sermaye payları, grup içi ticaret, bu bankadan finansman sağlanması, yönetim kurulu toplantılarında banka sahiplerinin de yer alması şeklinde oluşmaktadır (Corbett 1994). Aoki (1990), Prowse (1992) ve Sheard (1989) bankaların önemli birer gözlemci olduklarını ve temsilcilik problemlerini azalttıklarını bulmuşlardır.

3. *İşten atılma tehlikesi:* Yönetimin oy mekanizması üzerindeki kontrolünün fazla olması ve küçük hissedarların yöneticiyi işinden atacak kadar oy toplayamaması, firma yöneticilerinin hissedarlar tarafından işten atılmasını zorlaştırmakta ise de günümüzde firmanın kötü performansından dolayı şirket yöneticilerinin hissedarlar tarafından işten atıldığı görülmektedir. Örneğin, Amerikan Express, Goodyear, GM, Kodak, IBM gibi büyük şirketlerde, yöneticiler düşük performans sergilemeleri neticesinde hissedarlar tarafından yönetimden uzaklaştırılmıştır.

Eğer bir ülkede hissedarların yönetim tarafından suistimal edilmesini engelleyen kurumsal yönetim yapısı mekanizmaları etkinse, düşük performans gösteren yöneticilerin faaliyetlerinin gözlemlenmesi ve işten atılması beklenir. Kaplan (1997) Amerika, Almanya ve Japonya’yı içeren çalışmasında firma

performansının düşmesinin, yöneticilerin işten atılması olasılığını artırdığını bulmuştur. Bunun yanı sıra, Gibson (1999) kurumsal yönetim yapısı mekanizmalarının gelişmekte olan ülkelerde de geçerli olduğunu ispatlarken, gelişmekte olan 8 ülkede (Brezilya, Şili, Hindistan, Kore, Malezya, Meksika, Tayvan, Tayland) 1200 firma üzerinde yaptığı çalışmada, firma performansının düşmesinin yöneticilerin işten atılması olasılığını artırdığını bulmuştur. Gibson (1999)'a göre, özellikle hissedarların kanunen daha iyi korunduğu gelişmekte olan ülkelerde (Hindistan, Malezya, Tayland) yöneticinin işten atılma olasılığı artmaktadır. Yöneticilerin işten atılmasının şirket performansını artırması, kurumsal yönetim yapısı mekanizmalarının çalıştığını gösterir; fakat yeterli olduğunu söylemez. Özellikle gözlem faaliyetlerinin yetersiz olduğu durumlarda, şirket kontrolü piyasası gibi diğer faktörlere de bakılması gerekir.

4. Şirketin ele geçirilmesi tehlikesi: Bir firmanın hisse senetlerinin değeri, yöneticilerin düşük performansı nedeniyle düşebilir ve bu sırada firmanın hisse senetlerine yönelik düşmanca alımlar (hostile takeovers) oluşabilir. Bu alımlara düşman alımı denilmesinin sebebi, yöneticilerin firmanın hisse senetlerinin diğer kişiler tarafından ele geçirilmesini istememelerinden kaynaklanmaktadır; çünkü bir firma düşman alımlarına maruz kalarak ele geçirilirse, firma yöneticileri genellikle işten atılırlar veya işlerine devam edebilseler bile statü ya da otorite kaybı söz konusudur. Yani bir yönetici işini korumak istiyorsa, firmanın hisse senetlerinin değerini maksimize etmeli ve şirketin ele geçirilmesine izin vermemelidir.

1.2.3. Yöneticiler ve Kreditorler Arasındaki Temsilcilik Problemlerinin İncelenmesi

Jensen ve Meckling (1976)'e göre yönetici dışında birinin sermaye sahipliği temsilcilik maliyeti doğuruyorsa, prensip olarak yönetici sınırlı sorumluluk ilkesine göre borç toplayarak veya kendi kişisel alım gücünü kullanarak, kendisinin sahip olmadığı dış hisselerin hepsini geri alırsa ve firmanın tek sahibi olursa bu maliyetlere katlanılmayacaktır.

Stulz'a (1988) göre öz sermaye miktarının ya da hissedarların haklarının sabit tutulması varsayımı altında, yöneticinin borç alması, yöneticiler tarafından kontrol edilen oy hakları oranının düşük olması durumunda firma değerini artırabilir; çünkü, borçlanma yöneticilerin elindeki oy haklarını artırmakta iken, firmanın hisse senetlerine olan teklifleri azaltmaktadır. Dolayısıyla, bir yönetici firmanın ele geçirilmesi olasılığını azaltmak istiyorsa, borçlanma yoluyla elindeki hisse miktarını veya oy haklarını artırabilir. Berger, Ofek ve Yermack (1997) ise, Stulz (1988)'un çalışmalarını destekler nitelikte yöneticiyi firmada yerleşik olmaktan alıkoyan ele geçirilme tehlikesi ve %5 oranından fazla paya sahip en büyük hissedarların olması durumunda, yöneticinin borç alarak kendi öz sermayesini artırdığını ve dış hissedarlara karşı borçlanmayı bir savunma mekanizması olarak kullandığını göstermiştir. Borçlanma, yöneticinin elindeki serbest nakit akımlarını azaltarak hissedarlar aleyhinde yaptığı davranışları kısıtlayıcı bir teşvik etkisi de yaratmaktadır.

Yöneticiler ve kreditorler arasındaki belli başlı temsilcilik problemleri 4 grupta toplanabilir:

1. *Borçların Yatırım Fırsatlarını Kaçırması Problemi (Debt Overhang Problem):* Optimalden az yatırım (*Underinvestment*) problemi de denilen borçların pozitif NBDli yatırım fırsatlarını kaçırması problemi, mevcut borçlarının firmayı, pozitif getiri elde edilmesi beklenen projelere girilmesinden alıkoyması sonucu oluşacaktır. Örneğin, bir ilaç şirketinin yeni bir ürün geliştirmek üzere başlangıç maliyeti olarak \$100 milyon ödediğini varsayalım. Eğer bu ürün piyasada tutulursa ilk yıl, \$100 milyonluk bir araştırma ve geliştirme maliyetine daha katlanılmak durumundadır. Ürünün piyasada tutulma ihtimali 10/11 iken, beklenen getirisi \$500 milyon ve ürünün piyasada tutulmaması ihtimali 1/11 iken, beklenen getirisi \$150 milyondur. Bu şirket projeyi finanse etmek üzere ilk yıl \$100 milyon borç alıyor; ancak, iflas durumunda piyasanın kötü olması ihtimali 1/11 göz önünde bulundurularak, 10 milyonluk bir faizle birlikte \$110 milyonluk bir geri ödeme taahhüdüne giriliyor. En kötü durumda bile projenin NBDi pozitifdir; çünkü

başlangıç maliyeti olan \$100 milyon batık maliyettir ve \$150 milyonluk getiri sağlanabilmektedir. Ancak, firmanın \$110 milyonluk borç ödeme yükümlülüğü mevcutken, kreditorler firmaya ikinci yıl, \$40 ($= 150 - 110$) milyondan fazla borç vermek istemezler. Dolayısıyla, firma kârlı olması beklenen bir projeye giremeyebilir; bu durumda optimalden az bir yatırım oluşur veya yatırım fırsatlarının borç nedeniyle kaçırılması söz konusudur.

2. Varlık Değişimi Problemi (Asset Substitution Problem): Borçlanma, yöneticileri gereksiz risk almaya ve risksiz yatırımların riskli yatırımlara dönüştürülmesine teşvik eder. Bu durum bir alım opsiyonu gibidir. Yöneticiler, aldıkları borç ile, riskli bir projeye girerek sınırsız bir kazanç sağlayabilirler; fakat, projenin beklenmeyen kötü bir sonuç doğurması halinde oluşacak kayıp sınırlı sorumluluk ilkesi gereğince sadece aldıkları borç miktarıyla sınırlı kalacaktır ve kayıplara kreditorler katlanmak durumunda kalacaktır. Yani yöneticilerin kaybı, firmanın elde ettiği nakit akımlarından borç yükümlülüklerinin çıkarılmasıyla bulunan miktar kadar (eğer elde edilen nakit akımları borç yükümlülüklerini geçiyorsa) veya sıfır (borç yükümlülükleri elde edilen nakit akımlarını geçiyorsa) olacaktır. Yöneticiler, daha riskli projelere yönelerek daha fazla getiri elde edecek, borç sağlayan kişilerden kendilerine doğru refah transferi sağlamış olacaklardır.

3. Kısa Vadeli Yatırımlara Yönelinmesi Problemi (Shortsighted Investment Problem): Borçlanma, yöneticileri uzun vadeli kârlı yatırım projelerine girmektense daha çabuk ödeme bekledikleri kısa vadeli düşük NBDli projelere girmeye yöneltir. Yöneticiler, bu sayede vadesi yakın olan borç yükümlülüklerini kısa zamanda ödeyebilirler. Kısa vadeli yatırımlara yönelinmesi probleminin kökeninde, optimalden az yatırım yapılması problemi vardır; çünkü, fazla miktarda borç yükümlülüğü olan firmalar, vadesi gelen bu borçlarını karşılayabilmek için daha yüksek faizle tekrar borç alırlar ve pozitif NBDli projelere girilmesi fırsatını kaçırarak optimalin altında yatırım yapmak zorunda kalırlar.

4. Tasfiye Karşıtlığı Problemi (*Reluctance to Liquidate Problem*):

Yöneticiler, firmanın tasfiye değerinin faaliyet değerini geçmesi durumunda da firmanın faaliyetlerine devam etmesini isterler; çünkü, firmanın tasfiye edilmesi halinde yöneticiler veya hissedarlardan önce firmaya borç sağlayan bütün kreditorlerin haklarının ödenmesi gerekir. Yani firmanın borçlarının piyasa değeri, firmanın tasfiye değerini aşıyorsa yöneticiler hiçbir hak iddia edemeyeceklerdir. Dolayısıyla, kreditorler firmanın tasfiye edilmesini tercih ederken, yöneticiler buna karşı çıkacaktır. Özellikle şirket faaliyetlerinin devam etmesinde yöneticilerin direkt çıkarı vardır; çünkü, bu yöneticiler hem işlerini hem de prestijlerini kaybedeceklerdir.

Jensen ve Meckling (1976)'e göre yöneticinin borçlanarak sermayesini artırmasını engelleyen ve sermayenin diğer hissedarlar arasında dağılık olarak kalmasına yol açan nedenler vardır. Bu nedenler *borçlanmanın temsilcilik maliyeti* de diyebileceğimiz: (1) Borcun firmanın yatırım kararlarına olan etkisi nedeniyle kaçan refah fırsatları, (2) Kreditorler ve yöneticiler tarafından karşılanan gözlem ve kefalet maliyetleri, (3) İflas ve reorganizasyon maliyetleridir.

1. *Borcun firmanın yatırım kararlarına olan etkisi nedeniyle kaçan refah fırsatları*: Firmaların çoğunun yöneticilerin davranışları nedeniyle, borçla finansman sağlayamadığı görülmektedir. Firmaya borç sağlayabilecek potansiyel kreditorler, yöneticilerin veya girişimcilerin \$10,000lık yatırımlarına karşılık \$100,000,000lık bir kredi vermezler. Böyle bir finansal durumda yöneticiler çok yüksek getiri elde edebilecekleri riskli projelere girmek isterler. Eğer proje başarılı olursa, yönetici-hissedarlar kazançların çoğunu ele geçirirken; projenin başarısız olması durumunda, kreditorler maliyeti yüklenecektir. Yöneticiler düşük riskli projelere girmeyi taahhüt ederek kreditorlerden borç alır ve aldığı borcu daha yüksek riskli ve getirili projelere yatırırlarsa, bu durumu fark edemeyen kreditorlerden kendilerine refah transferi sağlamış olacaklardır. Eğer yönetici, firmayı borç alarak değil de kendi öz sermayesiyle finanse ederse, düşük riskli ve düşük getirili projelere yönelecektir; ancak, borçla finansman kullanarak yüksek riskli projelere girmesi ve

getiri elde edememesi durumunda aradaki fark kadar refah kaybı olacaktır; bu kayıp temsilcilik maliyetinin bir unsuru olan *artık kayıptır*.

2. *Kreditörler ve yöneticiler tarafından karşılanan gözlem ve kefalet maliyetleri:* Yöneticilerin borçlanmayla ilgili kararlarını kısıtlayıcı temettü dağıtılması, gelecekte borç alınmaması, çalışma sermayesinin muhafaza edilmesi gibi kararlar borç alınırken sık uygulanan kararlardan değildir. Kreditörlerin korunması açısından, yöneticilerin riskli projelere girmesini engelleyen bu kararların alınması sırasında sözleşme maliyetleri oluşması ve yöneticilerin kararlarını kısıtlaması sonucu kârlılığın azalması görülebilir. Yönetici *kefalet maliyeti* de diyebileceğimiz sözleşme maliyetlerine katlanırken firmanın gelecekteki nakit akımlarını da düşünmelidir; çünkü, bu sözleşme maliyetleri sermayenin piyasa değerini düşürebilmektedir. Kararların uygulanması ise, ancak kreditörlerin yönetimi kontrol etmesi ve *gözlem maliyetlerine* katlanması yoluyla oluşabilmektedir. Aynı zamanda yöneticilerin de gözlem maliyetlerine katlandığı görülebilir. Örneğin, kreditörlerin firma hakkında detaylı finansal tablolar istemesi durumunda, yöneticiler bu bilgileri en düşük maliyetle sağlayarak bir denetçiye doğruluğunu tasdik ettirebilirler. Burada bir sözleşme maliyeti de oluştuğu görülmektedir. Yöneticiler, kreditörlerden daha rahat borç alabilmek için beklenen davranışlardan sapmadığını kreditörlere garanti etmek amacıyla hem sözleşme maliyetlerine hem de gözlem maliyetlerine katlanmaktadır.

3. *İflas ve reorganizasyon:* Bir firma borçlarını karşılayamayacak duruma gelirse iflas etmiş sayılır. Direkt iflas maliyetleri, iflas eden bir firmanın reorganize edilmesini içerir. Reorganizasyon planı, alacak sahiplerinin finansal haklarını elde etmesi için oluşturulan bir plandır. İflas durumunda, hissedarlar firma üzerindeki alacak haklarını kaybederler; kalan zararlar ise sabit hakların nominal değerinden veya piyasa değerinden kreditörlere intikal eder. Bu sırada oluşacak kanuni giderler, avukatlık ücretleri, mahkeme giderleri de kreditörlere transfer olmaktadır. Kreditörler, iflas durumunda bu maliyetlere katlanacakları için, firmanın iflas

olasılığı kadar bir temerrüt primini faiz oranlarına yansıtırlar. Eğer yöneticiler borç alıyorsa, iflas maliyetlerine paralel bir prim ödemeye razı olmalıdırlar.

Harris ve Raviv (1991) yöneticiler ve hissedarlar arasında oluşan çatışmaları azaltmada kullanılan borçlanmanın avantajlarını ve dezavantajlarını inceleyen modelleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

<i>Model</i>	<i>Çatışma</i>	<i>Borcun Faydası</i>	<i>Borcun Maliyeti</i>
• Jensen ve Meckling (1976)	İmtiyazlar	Yöneticinin sermaye payında artış	Varlık değişimi
• Jensen (1986)	Optimalin üzerinde yatırım	Serbest nakit kullanımında azalma	Belirsiz
• Harris ve Raviv (1990a)	Tasfiyede başarısızlık	Yatırımcılara tasfiye imkanı tanıma	Araştırma maliyetleri
• Stulz (1991)	Optimalin üzerinde yatırım	Serbest nakit akımlarında azalma	Optimalin altında yatırım

Yöneticiler, kreditorlere riski düşük projelere gireceğine dair söz vermek suretiyle borç alabilir; ve aldığı borçları daha yüksek riskli projelere yatırarak daha fazla getiri elde edebilir. Bu riskli yatırımların başarısız olması halinde kreditorler, hissedarların sınırlı sorumlu olması nedeniyle sonuçlarına katlanacaktır; ve bu sayede yöneticiler, kreditorlerden hissedar olan kendisine refah transferi yapacaktır. Yöneticilerin firmaya yaptığı yatırımları sabit tutarsak, firmanın borçla finanse edilen sermayesi arttıkça, yöneticinin sermaye payı da artacaktır; ve yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çatışmalar hafifleyecektir (Jensen ve Meckling 1976). Alınan borç miktarı arttıkça yöneticilerin sermaye payının artması, gereksiz imtiyazlar kullanmasını engelleyerek, hissedarlar ile aralarındaki çatışmaları azaltmakla birlikte, riskli ve değer düşürücü yatırımlara girme isteğini artırmaktadır. Bu değer düşürücü yatırımlara girme isteği, varlık değişimi etkisi (asset substitution effect) şeklinde borçlanmanın bir temsilcilik maliyetidir.

Jensen (1986) borçlanmanın firmayı geri nakit ödeme taahhüdüyle bağlaması sonucu, yöneticilerin elindeki serbest ve elverişli parayı kendi ilgi ve çıkarları doğrultusunda harcamasını kısıtladığını belirtmiştir. Bu sayede yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çatışmaların azalması beklenir.

Harris ve Raviv (1990) ve Stulz (1991) yöneticilerin ve yatırımcıların (kreditörlerin) faaliyet kararları üzerinde anlaşma sağlayamadıklarını belirtmişlerdir. Harris ve Raviv (1990)'e göre yöneticiler, yatırımcılar firmanın tasfiyesinden yana olsalar bile, firmanın faaliyetlerine devam etmesini isterler. Stulz (1991)'a göre ise yöneticiler, eldeki fonların hepsini yatırıma kullanmak isterken, yatırımcılar nakit olarak ellerine para geçmesini tercih ederler. Borç alınması, kreditörlere tasfiye hakkı tanımaktadır. Stulz (1991), Jensen (1986) gibi borçlanmanın yöneticinin elindeki serbest nakit akımlarını azaltacağını ifade etmiştir. Harris ve Raviv (1990) modelinde iflas iddiasında bulunan yatırımcılar, tasfiye kararı vermek için kullanacakları bilginin araştırma maliyetine katlanırlar. Harris ve Raviv (1990) modeli, yüksek tasfiye değeri olan firmaların, örneğin elle tutulabilir maddi varlıkları çok olan firmaların, daha düşük araştırma maliyetlerine sahip olduğunu, daha fazla borç aldıklarını, daha fazla iflas tehlikelerinin olduğunu ve tasfiye değeri düşük, araştırma maliyetleri yüksek olan diğer firmalara göre daha fazla piyasa değerine sahip olduklarını bulmuşlardır. Bunlara ek olarak, Harris ve Raviv (1990) tasfiye değeri arttıkça, firmanın iflasa gitmeyip reorganizasyona gitmesi olasılığının düştüğünü ve reorganizasyona gitmenin araştırma maliyetlerinden bağımsız olduğunu bulmuştur. Stulz (1991)'un modelinde ise, borç ödemelerinin serbest nakit akımlarını aşırı derecede azaltarak kârlı yatırımlara girilmesini engellemesi borçlanmanın maliyeti olarak görülmüştür. Stulz (1991)'a göre optimal sermaye, borçlanmanın değer azaltıcı projelere girilmesini engelleyerek getirdiği fayda ile değer artırıcı projelere girilmesini engelleyici maliyetler karşılaştırılarak bulunmalıdır.

1.2.4. Yöneticiler ve Kreditörler Arasındaki Temsilcilik Problemlerinin Azaltan Mekanizmaların İncelenmesi

Yöneticileri borç almaya teşvik eden faktörlerin ve kreditörlerle aralarındaki temsilcilik problemlerinin azaltılmasının 5 yolu olabilir:

1. *Koruyucu sözleşmeler:* Ek borç alınmasının engellenmesi, şirket kontrolünün değişmemesi, temettü dağıtılması, varlıkların satışı, mülklerin muhafazası, sigorta sağlanması gibi kısıtlar konulmasına dair sözleşmelerdir.

2. *Bankalardan borç alma:* Bankaların, verdiği borçları daha iyi gözlemleyerek firmaların daha uygun yatırım kararları almasını ve koruyucu sözleşmelerin daha iyi uygulanmasını sağladığı düşünülmektedir.

3. *Kısa vadeli borçların uzun-vadelilere göre kullanılması:* Firma yönetiminin almış olduğu yatırım kararları sonucu kısa vadeli borcun değerinde oluşacak dalgalanma, uzun vadeli borcun değerinde oluşacak dalgalanmadan daha azdır. Hissedarlar ve yöneticiler arasında oluşacak problemler uzun vadede daha kötü sonuçlara yol açabilir. Yeni projeyi ekstra bir borçla finanse ederken varolan borçların hemen vadesinin gelmesi durumunda, yatırım fırsatlarının kaçırılması ve optimalin altında yatırım probleminin elimine edilmesi mümkündür.

4. *Hisse senediyle değiştirilebilir tahvil kullanılması:* Hisse senediyle değiştirilebilir tahviller, hissedarların tahvillerini direkt tahvil olarak kullanmasını veya hisse senetleriyle değiştirmesini sağlayan bir opsiyon niteliği taşırlar. Firmanın hisse senetlerinin değeri arttıkça, tahvillerin değerindeki düşüş bu artışla karşılanabilir. Bu tip tahvilleri elinde bulunduran yöneticilerin, yüksek riskli projelere girmesine gerek kalmadığı gibi yatırımcılara borcun maliyetini aktarmalarına gerek kalmaz; çünkü, istedikleri zaman tahvillerini hisse senedine çevirerek kazanç sağlayabilirler.

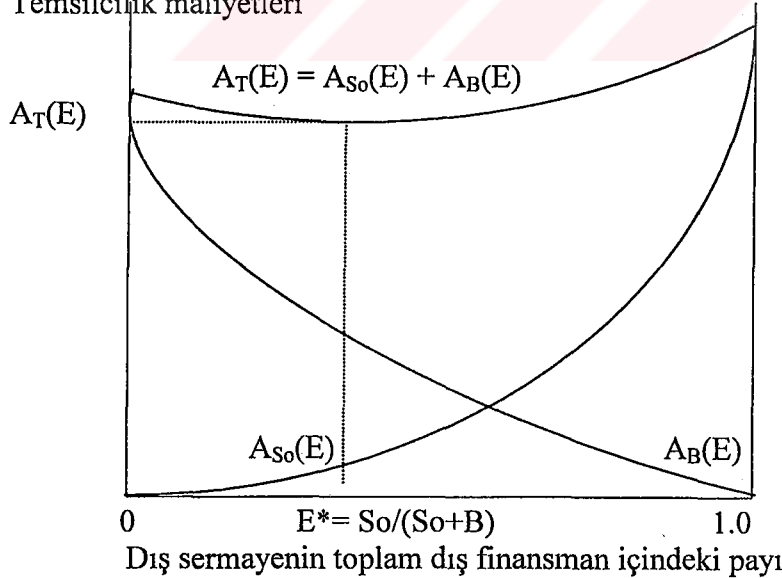
5. *Yöneticilik bedeli anlaşmaları:* Firmalar, yöneticilerine hem hissedarların hem de kreditorlerin çıkarlarını maksimize etmelerini sağlayacak yöneticilik bedelleri vermelidirler; çünkü, yöneticiler optimal borç / öz sermaye oranını sağlayarak, kendisi ve hissedarlar adına en uygun projelere yatırım yapabilmek için istenilen oranlarda kreditorlerden borç almalıdırlar.

1.3. TEMSİLCİLİK MALİYETLERİNİN SERMAYE YAPISINA (OPTİMAL BORÇ / ÖZ SERMAYE ORANINA) ETKİLERİ

Modigliani ve Miller (1958) firmanın nakit akımlarının olasılık dağılımının sermaye yapısından bağımsız olduğunu iddia etmiştir; ancak vergiler, iflas maliyetleri ve işlem maliyetleri bu teoriyi geçersiz kılmaktadır; çünkü, iflas maliyetlerinin oluşma olasılığı değişirken (örneğin, borç / öz sermaye oranını artar iken), gelecekteki nakit akımları da değişir. Modigliani ve Miller (1963) temsilcilik maliyetlerini düşünmeden yaptıkları orijinal eserde borçlanmanın, firma değerini vergi avantajı nedeniyle artıracağını göstermiştir. Jensen ve Meckling (1976) ise, temsilcilik maliyetlerinin varlığından dolayı, nakit akımlarının sermaye yapısından bağımsız olmadığını göstermişlerdir.

Jensen ve Meckling (1976) yöneticiler tarafından sahip olunan iç sermaye (S_i), yönetim dışında kişilerin sahip olduğu dış sermaye (S_o), ve borçların (B) toplamı olarak ifade ettikleri firmanın piyasa değerinin (V) optimal bir düzeyi olup olmadığını temsilcilik maliyetlerine bağlayarak açıklamaya çalışmışlardır.

Temsilcilik maliyetleri



$A_T(E)$: Toplam temsilcilik maliyeti

$A_{S_o}(E)$: Dış sermayeyle ilişkilendirilen temsilcilik maliyeti

$A_B(E)$: Borcun temsilcilik maliyeti

Dış sermaye olmaması ve yöneticilerin %100 sermaye sahibi olması durumunda, diğer hissedarların suistimal edilmesi diye bir olasılık yoktur ve temsilcilik maliyeti sıfırdır. Dış sermaye arttıkça, dış sermayeyle ilişkilendirilen temsilcilik maliyeti $[A_{So}(E)]$ artacaktır. Borçlanma ile ilişkilendirilen temsilcilik maliyetleri $[A_B(E)]$, borcun yarattığı refah kayıpları, yöneticilerin borçlanarak riskli projelere girişi ve sermaye paylarını artırarak kendilerine refah transferi sağlaması nedeniyle kreditorlerin gözlemlerinin artması sonucu oluşur. Bu maliyetler, dış sermayenin tamamen borç olması durumunda maksimumdur ($S_o=E=0$). Borç miktarı sıfıra yaklaşırken, E noktası 1'e yaklaşacaktır ve yöneticinin kreditorlerden kendisine refah transferi yapma isteği ve dolayısıyla temsilcilik maliyeti iki nedenle azalacaktır: (1) Borç miktarı düştükçe, kreditorlerden kendisine yapacağı refah transferi de zorlaşacaktır, (2) Yönetim dışında kişilerin sahip olduğu dış sermaye (S_o) artmaya başlayacağı için yöneticinin toplam sermaye içindeki payı ($S_i / (S_o + S_i)$) düşecektir. Toplam dış sermaye ve borçla finansman toplamının toplam temsilcilik maliyetlerini $[A_T(E)]$ minimum yaptığı anda optimal borç-öz sermaye oranına ulaşılacaktır.

Jensen ve Meckling (1976)'e göre firma büyüdükçe, temsilcilik maliyetleri de artacaktır; çünkü, büyük firmaları gözlemlemek daha zor ve pahalıdır. Ayrıca, Jensen ve Meckling (1976) bir firmanın marjinal temsilcilik maliyeti eğrisi ile dış finansmana olan talebinin kesiştiği noktayı dış finansmanın optimal miktarı olarak belirlemişlerdir.

Ang, Cole, ve Lin (2000), Jensen ve Meckling (1976)'in yaptıkları çalışmaya dayanarak, Amerika'daki 1708 şirket üzerinde sermaye sahipliğinin temsilcilik maliyetine etkisini saptamışlardır. Jensen ve Meckling (1976)'in sıfır temsilcilik maliyeti olarak nitelendirdikleri yöneticinin %100 sermaye sahibi olduğu firmalar ile %100'den daha az sermayeye sahip olduğu firmaları karşılaştırmışlardır. Fakat halka açık şirketler arasında %100 sermaye sahipliği olan firmaları bulmak çok zor olduğu için NSSBF (national survey of small business finances) kaynağından toplayabildikleri küçük firmaları test etmişleridir. Temsilcilik maliyeti iki şekilde

ölçülmüştür: (1) Gider oranı: Bir firmanın belirli bir sermaye sahipliğindeki gider oranları ile sıfır temsilcilik maliyeti olması durumundaki gider oranlarının karşılaştırılarak, birinci durumdaki varlıklarıyla çarpılması sonucu bulunan değerdir. Temsilcilik maliyeti arttıkça bu oran büyüyecektir. (2) Varlık kullanım oranı: Satışların toplam varlıklara bölünmesiyle elde edilen bu oran, yöneticilerin varlıkları ne etkinlikte kullandığını göstermektedir. Temsilcilik maliyeti arttıkça varlık kullanım oranı küçülecektir. Sonuçlar şunu göstermektedir ki, yöneticinin sermaye payı arttıkça ve yönetici olmayan hissedarların sayısı azaldıkça temsilcilik maliyeti düşecektir; çünkü, temsilcilik maliyetleri yöneticilerin çıkarları ile hissedarların çıkarlarının farklılaşması şeklinde ortaya çıkar ve yönetici olmayan hissedar sayısı arttıkça, gözlem maliyetlerinin artacağı düşünülmüştür. Hissedarların yöneticileri gözlemlemesine bütünleyicilik kazandırdığı düşünülen bankaların gözlemlerinin artmasının temsilcilik maliyetlerini azalttığı savı doğrulanmıştır. Ayrıca, sermaye sahibi olmayan yöneticilerin atanmasının temsilcilik maliyetini artırdığı bulunmuştur; çünkü, %100 sermaye sahipliği olan firmalarda bile yönetimin bir başka kişiye devredilmesi durumunda, firma sahibi kişilerin uygun zaman veya yeteneğe sahip olmaması gibi sebeplerden ötürü, sermaye sahibi olmayan yöneticinin davranışlarını gözlemleyemediği görülmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

2. KURUMSAL YÖNETİM YAPISI (CORPORATE GOVERNANCE)

Farklı kurumsal yönetim yapısı (corporate governance) sistemlerinin ve kurumsal yönetim yapısı mekanizmalarının (corporate governance mechanisms) yöneticilerin, kurumsal yatırımcıların ve %5 oranından fazla paya sahip en büyük yatırımcıların sermaye sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkileri etkilemesi beklenmektedir.

2.1. KURUMSAL YÖNETİM YAPISI SİSTEMLERİ

Finans literatürü, *kurumsal yönetim yapısı sistemlerini* iki grupta incelemektedir: (1) Piyasa-odaklı sistemler, (2) Banka-odaklı sistemler.

Amerika ve İngiltere gibi *piyasa-odaklı sistemlerde*, yöneticiler, piyasa içerisinde hissedarların çıkarları doğrultusunda gösterdikleri performansa göre gözlemlenir ve disipline edilir. Almanya ve Japonya gibi *banka-odaklı sistemlerde*, bankalar, büyük hissedarlar veya uzun vadeli şirket içi ortaklıklar tarafından gözetim ve denetim fonksiyonları yerine getirilir. Piyasa-odaklı sistemlerde, dağınık sermaye sahipliği yapısı, hissedarların kurumsal yönetime olan direkt ilgisinin düşük düzeylerde seyretmesi, sermayeyle finansmana ağırlık verilmesi, daha aktif ele geçirme piyasaların varlığı, bankalarla kısa-vadeli ilişkiler kurulması, yönetim kurulunun her zaman yöneticilerden bağımsız olmaması söz konusudur. Diğer taraftan banka-odaklı sistemlerde, daha yoğun bir sermaye sahipliği yapısı, hissedarların kurumsal yönetimde daha aktif olması, borçla finansmana ağırlık verilmesi, aktif olmayan ele geçirme piyasaları, bankalarla uzun-vadeli ilişkiler kurulması, ve yöneticilerden bağımsız bir yönetim kurulu görülmektedir.

2.2. KURUMSAL YÖNETİM YAPISI MEKANİZMALARI

Yöneticiler ile dağınık sermayeyi elinde bulunduran hissedarlar arasındaki temsilcilik problemlerinin en aza indirilmesi, yöneticilerin faaliyetlerinin kontrol edilmesi, hissedarların haklarının gasp edilmemesi, düşük performans gösteren veya hissedar zenginliğini maksimize etme davranışından başka davranışlara yönelen yöneticilerin değiştirilmesi için oluşturulan bütün mekanizmalar *kurumsal yönetim yapısı mekanizmalarıdır*.

Bu mekanizmaların konumuz açısından en önemlisi yasal korumadır. La Porta, Lopez, Shleifer ve Vishny (2000) kurumsal yönetim yapısı sistemlerinin anlaşılabilmesi için yatırımcıları koruyan kanuni kuralların, ne kadar iyi olduğunun bilinmesi gerekliliğini tartışmışlardır.

2.2.1. Yasal Koruma

2.2.1.1. Dünya Ülkelerinde Yasal Koruma

La Porta, Lopez, Shleifer ve Vishny (1998), 49 ülke üzerinde yaptıkları çalışmada bu ülkelerin şirket hissedarlarının ve kreditorlerin korunmasını içeren kanuni kurallar ve bu kuralların yürütülmesindeki kalite ve farklılıkları incelenmiştir. Ülkeler, hukuk hükümlerine göre ikiye ayrılmıştır: Birinci grupta, İngiltere kanunlarını temel alan örf ve adet hukuku hükümlerinin uygulandığı ülkeler (İngiltere, Amerika, Avustralya, Kanada, Hong-Kong, Hindistan, İrlanda, İsrail, Kenya, Malezya, Yeni Zelanda, Nijerya, Pakistan, Singapur, Güney Afrika, Sri Lanka, Tayland, Zimbabwe) yer alır. İkinci grupta ise, Roma kanunlarını temel alan medeni hukuk hükümlerinin uygulandığı ülkeler yer almaktadır. Medeni hukuk hükümlerinin kendi içinde 3 kökene ayrıldığı görülmektedir: Fransız medeni hukuk hükümlerini uygulayan ülkeler (Fransa, Türkiye, Arjantin, Belçika, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvator, Mısır, Yunanistan, Endonezya, İtalya, Ürdün, Meksika, Hollanda, Peru, Filipinler, Portekiz, İspanya, Uruguay, Venezüella), Alman medeni

hukuk hükümlerini uygulayan ülkeler (Almanya, Avusturya, Japonya, Güney Kore, İsviçre, Tayvan), İskandinav medeni hukuk hükümlerini uygulayan ülkeler (Danimarka, Finlandiya, Norveç, İsveç).

Kanuni kurallar ve bu kuralların yürütülmesindeki kalite, hissedarların sahip olduğu hakları ve bu hakların korunmasını belirleyici etkenleri ifade eder. Hisse senetleri, sahiplerine yöneticileri seçmede oy hakkı tanır; borç ise, kreditoşlere borcun ödenmemesi durumunda rehin hakkı veya teminat isteme hakkı sunar. Menkul kıymetlere iliştirilen haklar, şirket yöneticilerinin kendi ilgi ve çıkarlarını tatmin etmesi durumunda önem kazanacaktır. Yatırımcılara sağlanan haklar, yöneticileri yatırımın getirisini kendi üzerlerine çekmekten alıkoyar. Hissedarlar temettü almalıdırlar; çünkü, yatırımın getirisinin tamamını kendilerine ödemeyen yöneticileri oy kullanarak şirketin başına geçirmişlerdir. Kreditoşlere ise geri ödeme yapılmalıdır; aksi takdirde, rehin veya teminat yoluyla parayı geri alma hakkına sahiptirler. Bu haklar olmadığı sürece, yatırımcılara ödeme yapılamaz ve firmanın dış finansman kaynakları daralır.

Hissedarlar açısından en önemli hak, yöneticilerin belirlenmesinde ve şirketle ilgili kararlar alınmasında kendilerine sağlanmış olan oy hakkıdır. Oy hakkı ve temettü hakkı birbirine sıkı sıkıya bağlı olduğu zaman, ki bu ancak *bir-oy-bir-hisse kuramına* tabi ülkelerde görölmektedir, yatırımcıların daha iyi korunduğu ispatlanmıştır (Grossman ve Hart 1988; Harris ve Raviv 1988). Grossman ve Hart (1988)'a göre şirket kontrolünden iki tip fayda sağlanmaktadır: Özel faydalar, yöneticilerin veya oy hakkını ele geçiren kişilerin, elde ettikleri oy haklarına dayanarak bir takım imtiyazlar sağlaması ve firma kaynaklarının, diğer hissedarlardan yöneticilere veya oy hakkını ele geçiren kişilere geçmesi olarak tanımlanmıştır. Hisse senedinin faydası olarak ele alınan fayda ise, şirketin elde ettiği nakit akımlarının piyasa değeri üzerinden hissedarlara dağıtılan pay, bir başka deyişle temettü alma hakkı, olarak ifade edilmektedir. Grossman ve Hart (1988) ele geçirme tekliflerinin şirket kontrolünde önemli bir rol oynadığını ve oy-hisse yapısının (security-voting structure) etkilerinin, şirket kontrol piyasasındaki

rakiplerin ve yöneticilerin hareketlerine bakılarak analiz edilmesi gerektiğini belirtmiştir. Hisse senetlerine teklif veren rakiplerin oluşturduğu bu piyasada oy haklarının dağılımı, kontrolün, özel fayda sağlayan gruplar veya temettü hakkı sağlayan gruplardan hangisine geçeceğini belirtmektedir. Hissedarlar için en iyi sonuç, temettü haklarının tamamının oy hakkıyla eşit olması yani bir-oy-bir-hisse olması durumudur; çünkü, yöneticiler veya rakipler bir hissenin kontrolünü veya oy hakkını ele geçirmek için hissenin tümünü satın almıyorlarsa, bu kişiler oy haklarını temettü hakları karşısında şişirerek firmada kendi yararlarına özel faydalar sağlayabilirler. Hissedarların zayıf olarak korunduğu ülkelerde, güçlü yasal koruma sağlanan ülkelere göre daha çok özel fayda sağlanılabildiği, bir-oy-bir-hisse kuramından sapmaları artırmaktadır.

Bir-oy-bir-hisse kuramının geçerli olmadığı Kıta Avrupa ülkeleri ve Japonya gibi ülkelerde hissedarların yönetime müdahale etme veya yönetimi ele geçirme ihtimali düşmekte, temsilcilik problemleri artmaktadır; çünkü, bu ülkelerde ele geçirilme karşıtı (takeover defenses) mekanizmalar mevcuttur. Bunlardan bazıları:

- İki sınıflı oy hakkı veren hisse senetleri kullanılması (Dual classes of voting stock),
- Oy verilebilecek hisse senetleri sayısına kısıtlamalar getirilmesi,
- Ele geçirme tekliflerine karşı süper-oy hakkı veren hisse senetlerinin kullanılması,
- Hatır-gönüle dayalı olarak tanıdıklara verilen hisse senetleri, kişisel bağlara dayanarak kurumsal yönetime girişme,
- Vakıflar tarafından kontrol edilme,
- Yönetim kuruluyla stratejik bağlar kuran gruplar oluşturma,
- Rekabeti engelleyici hükümet düzenlemeleri,
- Sermaye paylarının miktarının açıkça gösterilmesi.

La Porta, Lopez, Shleifer ve Vishny (1998), hissedarlar açısından bir-oy-bir-hisse kuramından sonra gelen ve yönetim karşısında hissedarları koruyan diğer

hakları belirtmişlerdir. Hissedarları koruyan haklar (antidirector rights), şirket kararlarının alınması sürecinde, özellikle azınlık hissedarların, yönetim ve baskın hissedarlar karşısında kanuni sistem açısından ne kadar korunduğunu ifade etmektedir. Bu 6 hak şunlardır:

1. Vekaleten postayla oy verilmesi,
2. Toplantı öncesi hisselerin bloke edilmemesi ve satışının serbest kalması,
3. Bir hissedarın bir yöneticiye kümülatif oyunu vermesi ve yönetim kurulunda pay oranında temsil hakkına sahip olması,
4. Baskı altında kalan azınlıkların yöneticileri mahkemeye vermesi veya birleşme, varlık satışı gibi önemli kararlara karşı çıkan azınlık hissedarların hisselerini geri almak üzere şirketi zorlaması şeklindeki hakları,
5. %10'un altında sermaye miktarına sahip olup olağanüstü hissedarlar toplantısına çağırabilme hakkı,
6. Yeni hisselerin alınmasında hissedarlara öncelikli hak sağlanması.

Hissedarlar açısından diğer bir hak ise zorunlu temettü alma hakkıdır; bazı ülkelerde gelirlerin muhasebe sistemi içerisinde yanlış gösterilebilmesi ihtimali, gelirlerin belli bir kısmının zorunlu temettü şeklinde dağıtılarak hissedarları koruduğunu savunan alternatif bir kanuni sistem oluşturmuştur. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny (2000) temettü dağıtılıp dağıtılmaması ile ilgili iki model oluşturmuşlardır. Sonuç modeli (outcome model), temettülerin hissedarlara getirilen yasal korumanın bir sonucu olduğunu iddia etmektedir. Etkin bir sistem var ise, hissedarlar, yasal güçlerini kullanarak şirketten temettü haklarını alırlar ve bu sayede yöneticilerin dağıtılmayan kârları kendi çıkarları doğrultusunda kullanmalarını engellemiş olurlar. Sonuç modeline göre, hissedarların güçlü olarak korunduğu ülkelerde, temettü ödeme oranı artmaktadır. Alternatif model (substitute model) ise, yöneticilerin dış sermaye piyasalarına açılmak ve ün kazanmak için temettü dağıtmasını öngörür. Alternatif modelde, temettüler yasal korumanın yerine geçmektedir; çünkü, yasal koruması düşük ülkelerde faaliyet gösteren firmalar, yatırımcılar tarafından daha itibarlı görünmek amacıyla temettü dağıtma yoluna

gitmektedir ve yasal koruması düşük olan ülkelerde, temettü oranının daha yüksek çıkması beklenmektedir. Ancak La Porta, Lopez, Shleifer ve Vishny (2000), 33 ülkede 4000 şirket üzerinde yaptıkları analizde, sonuç modelinin etkili olduğunu ve yüksek temettü ödeme oranlarının, yasal korumanın yüksek olduğu ülkelerde mevcut olduğunu bulmuşlardır.

Kreditörler, en temel anlamda borcun ödenmemesi durumunda rehin hakkı veya teminat isteme hakkına sahiptir. Bazı ülkelerde kanunlar tasfiye ve borcun nakde çevrilmesini zorlaştırmaktadır; bu ülkelerde kreditörler tasfiye yerine şirketin reorganize yoluna gitmesini de tercih edebilirler. La Porta, Lopez, Shleifer ve Vishny (1998) 49 dünya ülkesinde yaptıkları analizde, kreditör haklarını 5 grup değişkene bağlayarak incelemiştir:

1. Reorganizasyon veya tasfiye halinde otomatik olarak varlıkların yöneticiler tarafından ele geçirilmemesi,
2. Korunan kreditörlere öncelik tanınması,
3. Reorganizasyona gitmede kısıtlar konulması,
4. Yönetimin değiştirilmesi,
5. Sermaye üzerinden kanuni rezerv ayrılması yoluyla iflas durumunda kreditörlerin korunması.

Sonuçlar şunu göstermektedir ki, İngiliz örf ve adet hükümlerini temel alan ülkelerde hissedarlara ve kreditörlere en iyi korunma sağlanmaktadır. Fransız medeni hukuk hükümlerini temel alan ülkelerde hissedarların ve kreditörlerin korunduğunu söylemek çok güçtür. Alman medeni hukuk hükümlerini ve İskandinav medeni hukuk hükümlerini uygulayan ülkeler ise, hissedarlarına orta düzeyde koruma sağlarlar.

Özellikle Amerika'nın da içinde bulunduğu, İngiliz örf ve adet hükümlerini temel alan ülkelerde hissedarların çok iyi şekilde korunduğu saptanmıştır. Bu ülkelerin %40'ında hissedarlar vekaleten oy kullanabilmektedir, bu ülkelerde asla

hissedar toplantısından önce hisseler bloke edilememektedir, %94 düzeyde baskı altında kalan azınlık hissedarlar kendilerini savunabilirler ve olağanüstü hissedarlar toplantısı yapabilme talebinde bulunabilmek için bir hissedarın %9 sermaye payına sahip olması yeterli olmaktadır. Halen İngiliz örf ve adet hükümlerini temel alan ülkeler, hissedarları koruyan haklar indeksi (antidirector rights index) üzerinden en yüksek skor olan 4 skorunu almaktadırlar. Fransız medeni hukuk hükümlerini temel alan ülkelerde ise, bu skor 2.33'tür ve İngiliz örf ve adet hükümlerini temel alan ülkeler ile arasında önemli istatistiksel fark bulunmuştur. Alman medeni hukuk hükümlerini uygulayan ülkeler ise, hissedar korunması düşük olmakla birlikte bir-oy-bir-hisse kuramının en fazla geçerli olduğu ülkelerdir.

Kreditör hakları açısından bakıldığında, İngiliz örf ve adet hükümlerini temel alan ülkelerde kreditörlerin, yöneticilere karşı kendilerini yüksek düzeylerde koruyabildikleri görülmektedir. Bu ülkelerde %78 olasılıkla reorganizasyon sırasında yöneticiler uzaklaştırılabilmektedirler ve %72 olasılıkla tasfiye halinde varlıkların otomatik olarak ele geçirilmesi imkansızdır.

Kanuni kuralların yürütülmesindeki kalite 5 şekilde ölçülmüştür:

1. Hukuk sisteminin etkinliği,
2. Kanun ve kuralların değerlendirilerek yerleşikliğinin saptanması,
3. Rüşvet ve kanunsuz hareketler,
4. Kamulaştırılma riski,
5. Hükümetin taahhütlerinden kaçınması.

Kanuni kuralların yürütülmesindeki kalitenin değerlendirilmesi için, Uluslararası Ülke Risk Değerlendirme Kurumu indekslerinden faydalanılmıştır. Uluslararası Muhasebe ve Denetim Trendleri indeksi yoluyla, muhasebe standartlarının etkinliği de ölçülmeye çalışılmıştır. En yüksek indeks skorlarını İskandinav medeni hukuk hükümlerini uygulayan ülkeler ve hemen ardından Alman medeni hukuk hükümlerini uygulayan ülkeler almıştır. Daha sonra İngiliz örf ve adet

hükümlerini temel alan ülkeler gelmektedir. Fransız medeni hukuk hükümlerini temel alan ülkeler hissedarların ve yatırımcıların korunması açısından olduğu gibi, kanuni kuralların yürütülmesinde ve muhasebe standartlarının uygulanmasında da en kötü konumda yer almaktadır. Ayrıca, zengin ülkelerde kanunların yürütülme kalitesinin fakir ülkelere daha iyi olduğu saptanmıştır.

2.2.1.2. Türkiye’de Yasal Koruma

Hissedarlara getirilen yasal korumaların kalitesini inceleyen La Porta, Lopez, Shleifer ve Vishny (1998), Türkiye’de hissedarlara getirilen korumanın zayıf olduğunu saptamıştır. La Porta ve diğerleri (1998) hissedarlara sağlanan kanuni tedbirleri tanımlamış, en düşük Belçika’nın 0 aldığı ve en yüksek Amerika ve Kanada’nın 5 aldığı belirlenen bir aralıktaki toplam skora ulaşmak için, her bir kanuni tedbir üzerinden 1 veya 0 olarak verilen kukla değişkenlerini kullanmıştır. Türkiye’nin toplam skoru, örnek ortalaması 3’ün altında kalarak 2 bulunmuştur.

Fransız medeni hukuk hükümlerini temel alan Türkiye’de bir-oy-bir-hisse kuramının varlığından ve vekaleten posta yoluyla oy verilmesinden söz etmek mümkün değildir. Bir hissedarın bir yöneticiye kümülatif oyunu vermesine ve yönetim kurulunda pay oranında temsil hakkına sahip olmasına ülkemizde izin verilmemektedir. Ancak temettü dağıtılması hususunda, Türkiye’de SPK, ortaklıkların birinci temettü tutarının, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler düşüldükten sonra dağıtılabilir kârın 20’sinden az olamayacağını belirtmiştir. Bunun dışında, yönetim kurulu üyeleri ve temsilcisi oldukları tüzel kişiler, şirket denetçileri, bağımsız denetimi yapanlar ve bağlı oldukları gerçek ve tüzel kişiler, ara dönem bilanço ve gelir tablolarının gerçeği yansıtmamasından veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olmasından doğan zararlar için şirkete, pay sahiplerine, şirket alacaklılarına ve ayrıca doğrudan doğruya olmak üzere temettü

avansının kararlaştırıldığı veya ödendiği bilanço yılı içinde pay senedi iktisap etmiş bulunan kişiler ile üçüncü kişilere karşı müteselsilen sorumludurlar.¹

Kreditör hakları göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye'nin örnek ortalaması 2.33 olan kreditör hakları indeksi üzerinden 2 skorunu elde ettiği görülmüştür. Hissedarlar kadar zayıf olmasa da, kreditörlerin de Türkiye'de korunduğunu söylemek mümkün değildir. Özellikle reorganizasyon prosedürleri sırasında, otomatik olarak varlıkların yöneticiler tarafından ele geçirilmesi, kreditörlerin haklarını almalarını engellemektedir. Bunun yanı sıra, yöneticilerin tasfiye veya reorganizasyon sırasında işlerini sürdürmeye devam etmesi kreditörlerin çabalarını en aza indirmektedir. Fakat tasfiye sırasında korunan kreditörlere öncelik sağlanmıştır. Ayrıca reorganizasyona gitmede kreditörün rızasını alma gibi kısıtlar da mevcuttur.

2.2.1.3. Yasal Korumanın Şirket Finansmanı Üzerindeki Etkisi

La Porta, Lopez, Shleifer ve Vishny (1997) yine 49 ülke örneklemeinden faydalanarak yaptıkları diğer bir çalışmada, şirket finansmanı üzerinde kanunun etkisini ortaya koymuştur. Yatırımcıya sağlanan yasal korumanın zayıf olduğu ülkelerde, küçük ve dar sermaye piyasaları söz konusudur. Özellikle Fransız medeni hukuk hükümlerini temel alan ülkeler, İngiliz örf ve adet hükümlerini temel alan ülkelere göre hem en az yasal koruma hem de en az gelişmiş sermaye piyasalarına sahiptir.

Türkiye'nin Fransız medeni hukuk hükümlerini uyguladığı düşünülürse, küçük ve dar sermaye piyasalarına sahip olduğu ve hissedarların korumasının zayıf olduğu bir gerçektir. Türkiye'de hissedarlara sağlanan kanuni koruma kreditörlere sağlanan korumadan daha düşüktür. Hissedar hakları indeksi 4 değerini alırken,

¹ "Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: IV, No: 27)" Resmi Gazete, Sayı 24582, 2001

kreditör hakları indeksi 10 değerini almaktadır.¹ Buna göre hissedarlar ve kreditörler arasındaki temsilcilik problemlerinin, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki problemlere göre daha az olduğu söylenebilir ve Türkiye’de borçla finansmanın, öz sermayeyle finansmana göre daha çok tercih edilmesinin bir nedeni olduğu düşünülebilir.

2.2.2. Sermaye Yoğunluğu

Shleifer ve Vishny (1997) hissedarlar açısından yasal korumanın yetersiz olduğu durumlarda, sermaye yoğunluğunun önemli bir kurumsal yönetim yapısı mekanizması olduğunu belirtmişlerdir. Hissedarların sermaye payının ve kontrollerinin artması, sermaye yoğunluğunun artması olarak düşünülmüştür. La Porta, Lopez, Shleifer ve Vishny (1998) yaptıkları ampirik çalışmada yasal koruma azaldıkça, sermaye yoğunluğunun arttığını göstermişlerdir. Bunun iki nedeni olabilir: (1) Yöneticileri kontrol eden hissedarlar, kontrol haklarını tatbik edebilmek ve yöneticiler tarafından suistimal edilmelerini önlemek için daha fazla sermaye sahibi olmak isterler. (2) Yasal korumanın yetersiz olduğu durumlarda, küçük yatırımcılar firmanın hisse senetlerini ancak çok düşük fiyatlardan almak isterler. Bu durumda, şirketler için halka sermaye sunmanın çekiciliği kalmaz ve düşük talep, azınlık hissedarları sermaye almaya iter. La Porta, Lopez, Shleifer ve Vishny (1998), dünya ülkelerinde ortalama olarak sermayenin yarısının en büyük 3 hissedar tarafından elde tutulduğunu bulmuşlardır. Özellikle hissedarlara sağlanan yasal korumanın düşük olduğu Fransız medeni hukuk hükümlerini temel alan ülkelerde, en büyük 3 hissedarın, sermayenin %54’üne sahip olduğu görülmektedir. Fransız medeni hukuk hükümlerini temel alan ülkeler içinde yer alan Türkiye’de ise, en büyük üç hissedarın, sermayenin %65’ini elinde bulundurduğu görülmüştür. Yatırımcılara sağlanan yasal korumanın yüksek olması ve etkin muhasebe standartlarının varlığı ise, sermaye yoğunluğunun düşük olmasıyla ilişkilendirilebilir.

¹ Mastering Investment, Financial Times, Monday July 2, 2001

Sermaye sahipliğinin daha yoğun olduğu şirketlerde, yöneticilerin aynı zamanda hissedar olma olasılığı daha yüksektir. Bu tür şirketlerde yönetim ve ortaklığın birleşmesi sonucu, yöneticiler şirketin kârlılığını artırmaya çalışmaktadırlar. Sermaye yoğun şirketlerin daha iyi kontrol edildiği ve daha iyi yönetildiği düşünülse bile şirket hisselerinin yüksek miktarlarda satılması sonucu çeşitlenme imkanları kısıtlı kalacaktır. Bütün hissedarlar iyi yönetimden fayda sağlarken, çeşitlenmemiş bir portföyün zararına yalnızca büyük hissedarlar katlanmak durumunda kalacaktır. Diğer taraftan, sermaye sahipliğinin daha az yoğun olduğu şirketlerde ise, hissedarlar yönetimden ayrılmaktadır. Bu tür şirketlerde profesyonel yöneticilerin şirketin kaynaklarını daha verimli kullanma ve şirketin hem varlıklarını hem de satışlarını büyütme olasılıkları daha yüksektir. Shleifer ve Vishny (1998) belirli derecede sermaye yoğunluğunun şirketlerde etkili olduğunu savunmuşlardır; çünkü, bu durumda büyük hissedarların yöneticileri kontrol etmesi ve sonuçta firma değerinin artması beklenmektedir.

İlk defa Berle ve Means (1932), Amerikan şirketlerinde sermaye sahipliği ve kontrolün ayrıldığına ve bu ayrımın kontrolü elinde bulunduran yöneticiler ile diğer hissedarlar arasında çıkar farklılıkları yaratarak temsilcilik problemleri oluşturduğuna dikkat çekmişlerdir. Berle ve Means sermayenin küçük hissedarlar arasında dağıldığı, fakat kontrolün yönetimde kalmaya devam ettiği bir sermaye sistemi olarak ifade edilen *dağınık sermaye (widely-held)* sisteminin Amerikan şirketlerinde geçerli olup olmadığını sorgulamışlardır. Sermaye sahipliği ve kontrolün ayrıldığı Amerikan şirketlerindeki yöneticileri ise, hissedarlara karşı hesap vermek zorunda olmayan en iyi profesyonel yöneticiler olarak görmüşlerdir.

Daha sonraki yıllarda Eisenberg (1976), Demsetz (1983), Demsetz ve Lehn (1985), Shleifer ve Vishny (1986), Morck, Shleifer ve Vishny (1988) dağınık sermaye şirket imajının, büyük Amerikan şirketlerinde bile ampirik olarak geçerli olmadığını ve orta düzeyde bir sermaye yoğunluğu olduğunu göstermişlerdir. Günümüze yaklaştıkça Amerika'daki şirket yöneticilerin sermaye paylarının, Berle ve Means zamanına göre daha fazla olduğu bulunmuştur.

Diğer ülkeler üzerinde yapılan çalışmalarda da önemli düzeyde sermaye yoğunluğu olduğu belirtilmiştir [Almanya (Franks ve Mayer 1994; Gorton ve Schmid 1996), Japonya (Prowse 1992), İtalya (Barca 1995) ve OECD ülkeleri ¹]. Bu araştırmalar pek çok ülkede büyük hissedarların olduğunu bulmakla kalmamış, aynı zamanda Berle ve Means'in profesyonel hesap vermeyen yöneticileri karşısında büyük hisedarların da kurumsal yönetim yapısı üzerinde aktif rol oynadığını tespit etmiştir.

¹ European Corporate Governance Network, *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries Preliminary Report to the European Commission*, Volumes 1-4, Brussels: European Corporate Governance Network, 1997.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISI (OWNERSHIP STRUCTURE)

Sermaye sahipliği yapısının, kurumsal yönetim yapısında ve şirket performansında önemli bir belirleyici olduğu düşünülmektedir. Örneğin:

1. Yöneticiler tarafından elde edilen sermaye payı yüzdesi, hissedarların zenginliğinin maksimize edilmesi amacından sapmalara yol açarak, yöneticilerin kendi amaçlarını tatmin edip etmemesini ve dolayısıyla firma değerini etkileyebilir (Jensen ve Meckling 1976).
2. Sermaye payları fazla olan büyük hissedarların firma yönetimine aktif ilgi göstermesi ve yönetimi kontrol etmesi beklenir (Demsetz ve Lehn 1985; Shleifer ve Vishny 1986).
3. Hissedarların nitelikleri, hissedar zenginliği maksimizasyonuna verilen önemi etkileyebilir. Mesela devlet tarafından sahip olunan şirketler, firma amaçlarından çok politik amaçlara yönelebilir (Shepherd 1989).
4. Finansal teoriye göre çeşitlenmiş bir portföye sahip olan hissedarlar, firma riskinden etkilenmeyecektir. Diğer taraftan hisselerinin tümünü tek bir şirkete yatıran hissedarlar, düşük-riskli şirket stratejilerine yöneleceklerdir (Brealey ve Myers 1995).
5. Şirket hisselerinin likiditesi, hissedarların şirket yatırımlarındaki zaman tercihlerini etkileyebilir. Örneğin, hisse senetlerini tekrar satamayan kooperatif hissedarlarının kendi sermaye sahipliği periyodunu aşan yatırım projelerine girmeye karşı oldukları görülmektedir (Zeckhouser ve Pound 1990).

6. Sermaye yoğun şirketlerde koordine olmanın maliyetinin düşük olduğu bulunmuştur (Coase 1937).

3.1. DÜNYA ÜLKELERİNDEKİ SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISININ İNCELENMESİ

La Porta, Lopez, Shleifer (1998) dünya ülkelerindeki sermaye sahipliği yapısını belirleyen çalışmalarında, 27 ülkenin (Arjantin, Avustralya, Kanada, Hong-Kong, İrlanda, Japonya, Yeni Zelanda, Norveç, Singapur, İspanya, Amerika, İngiltere, Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İsrail, İtalya, Güney Kore, Meksika, Hollanda, Portekiz, İsveç, İsviçre) büyük firmalarında, kontrol gücüne sahip olan en büyük hissedarları belirlemişlerdir. Büyük şirketler her ülke için, hisse senetlerinin sermayeleşme (market-capitalization) oranı en büyük olan 20 şirket olarak alınmıştır.

Sermaye sahipliği yapısı incelenirken, firmalar sermaye sahipliğinin yoğunluğuna göre *dağınık sermayeli (widely held) şirketler* ve *kontrol gücüne sahip hissedarları (controlling shareholders) olan şirketler* olarak iki gruba ayrılmıştır. Eğer bir şirketin kontrol gücüne sahip herhangi bir hissedarı yoksa bu şirket dağınık sermayeli bir şirket olarak kabul edilmiştir.

Bir hissedarın kontrol gücünü ölçmek için, firmadaki direkt ve endirekt oy hakkının toplamına bakılmaktadır. Hissedar kendi adına olan hisselerde direkt olarak oy hakkına sahiptir. Endirekt kontrol, birinci işletmenin ikinci bir işletme üzerinde oy hakkının bulunması ve hissedarın birinci işletmede bulunan oy hakkına dayanarak ikinci işletmede de dolaylı olarak kontrol sağlaması durumunda gerçekleşir. Örneğin, bir hissedarın bir A firması üzerinde %x endirekt kontrolünden söz etmek için (i) A firması üzerinde %x direkt oy hakkına sahip olan B firması üzerinde oy hakkına sahip olması veya (ii) B firmasında direkt oy hakkı olan C firmasında oy hakkına sahip olması gerekir; çünkü, C firmasının kontrolünde bulunan B firması, A firması üzerinde %x direkt oy hakkına sahiptir. Bu durumda her firmanın 1. firmadan (n-1).

firmaya kadar ardışık olarak bir oy (kontrol) zinciri oluşturduğu gözlemlenmiştir. Sonuç olarak, eğer bir firmada hissedarın direkt ve endirekt oyları toplamı isteğe bağlı olarak seçilen ve bu çalışmada alternatif iki değer %10 veya %20 olarak alınan bir kesim noktasının üzerindeyse bu hissedarın kontrol gücüne sahip olduğu veya en büyük hissedar olduğu söylenir. Eğer iki veya daha fazla hissedar aynı koşulu karşılamakta ise, en büyük oy payı olan hissedarın kontrol gücüne sahip olduğu farz edilir.

La Porta, Lopez, Shleifer (1998) bir şirketin %10 veya %20'den fazla oy hakkına sahip olduğu farz edilen en büyük hissedarlarının (ultimate owners), bir başka deyişle kontrol gücüne sahip hissedarlarının, kimler olabileceğini de tartışmışlar ve 5 kategoride incelenmişlerdir: (1) Bir aile veya bir şahıs, (2) Devlet, (3) Banka veya sigorta şirketi gibi dağınık sermayeli bir finansal kurum, (4) Dağınık sermayeli bir şirket, (5) Kooperatif, hisse senetlerinin oy hakkını satın almış olan tröstler veya bir yatırımcının basitçe kontrol gücüne sahip olmadığı emeklilik veya müşterek fon grupları gibi çeşitli gruplar.

Devlet kontrolünün farklı bir kategori olarak incelenmesinin nedeni, devletin firmaların izlemesi için politik amaçları oluşturan sermaye yoğun bir yapıda olmasından kaynaklanmaktadır. Dağınık sermayeli şirketlerin veya kurumların kontrol ettiği firmaların, dağınık sermaye sahipleri olduğu veya en büyük hissedarı olup olmadığı hususunda bir açıklık yoktur. La Porta, Lopez, Shleifer (1998) dağınık sermayeli bir şirket veya finansal kurum tarafından kontrol edilen bir firmanın dağınık sermayeli olduğunu düşünmektedir; çünkü, firma yönetimi bu hissedarlara veya kurumlara karşı kendini sorumlu hissetmeyebilir veya firmanın, yöneticiler tarafından kontrol edildiği düşünülebilir.

27 dünya ülkesi üzerinde yapılan bu çalışmada %20 kesim noktası baz alındığında görülmüştür ki, dünya üzerindeki şirketlerin sadece %36'sı Berle ve Means'in iddia ettiği gibi dağınık sermayeli şirketlerdir. Örnek olarak alınan bütün

şirketlerin %30'u aileler tarafından kontrol edilmekte, %18'i devlet tarafından kontrol edilmekte ve geriye kalan %15'i ise diğer gruplar arasında dağılmaktadır.

Başlıca sermaye sahipleri aileler ve devlettir. Henüz özelleştirme sürecini tamamlamamış olan ülkelerde devlet kontrolünün fazla çıkması şaşırtıcı bir sonuç değildir. Örneğin, Avusturya'da %70, Singapur'da %45, İsrail ve İtalya'da %40 devlet kontrolü çıkması, savaş sonrası devlet sermayedarlığını hatırlatmaktadır. Fakat, baskın sermaye kontrolünün bankalar ve şirketlerin elinde olmayıp ailelerde olması dünya ülkeleri açısından şaşırtıcı bir sonuçtur. Ortalama olarak bir ülkede ailelerin en büyük 20 şirketin %25'ini kontrol ettiği görülmüştür. Bir aile ortalama olarak bu 20 şirketin, 1.33 adedini kontrol ederken, İsrail ve İsviçre gibi ailelerin sermaye sahipliğinin yüksek olduğu ülkelerin eklenmesi durumunda, bu 20 şirketin 2.5 adedini kontrol etmektedir. Kontrol gücüne sahip ailenin ne sıklıkta yönetim kurulunda görev aldığına da bakılmış ve bu ailelerin en az %69'unun yönetim kadrolarında yer aldığı belirlenmiştir.

Kontrol gücüne sahip hissedarların ve özellikle ailelerin oy haklarının nakit akımları üzerindeki haklarından daha fazla olduğu görülmüş, bankaların ve finansal kurumların kontrol gücüne sahip olmadığı ifade edilmiş ve kontrol gücüne sahip en büyük hissedarların daha büyük hissedarlar tarafından kontrol edildiği iddiası doğrulanamamıştır.

Firma büyüklüğünün etkisine bakıldığında, en büyük firmalarda, dağınık sermaye sahipliği yapısı kadar ailelerin sermaye sahipliğinin de çok olduğu bulunmuştur. Orta büyüklükteki firmalarda ise, dağınık sermayeli firmaların azaldığı görülmektedir. Ancak Amerika ve İngiltere'de böyle bir düşüş görülmemektedir ve firmalar genel olarak dağınık sermaye sahipliği yapısındadır.

La Porta, Lopez, Shleifer (1998) ülkeleri hissedarların yasal olarak güçlü ve zayıf korunduğu şirketler olarak ikiye ayırdıkları zaman, dağınık sermayeli şirketlerin güçlü yasal koruması olan ülkelerde daha sık görüldüğünü bulmuşlardır.

Yasal olarak güçlü korumadan bahsedilen ülkelerde dağınık sermayeli şirketlerin sermaye yoğun şirketlere oranı %48 iken, yasal korumanın yetersiz kaldığı şirketlerde bu oran %28'dir ve aradaki fark istatistiksel olarak anlamlıdır ($t = -1.95$). Demek ki bir kurumsal yönetim yapısı mekanizması olan yasal korumanın yetersiz olduğu ülkelerde, sermaye yoğunluğu mekanizması devreye girmektedir. Ayrıca yasal korumanın zayıf olduğu ülkelerde aile kontrolü ve devlet kontrolünün daha fazla olduğu görülmüştür.

Son olarak, Japon şirketlerinde baskın bir hissedarın olmadığı ve bu şirketlerin beşinci kategoride incelenen çeşitli hissedar gruplarından oluştuğu görülmektedir. Şahıslar sermayenin çok azını ellerinde bulundurmaktadırlar. Bu özelliği ile Japonya; Amerika ve İngiltere gibi güçlü yasal koruması olan bir ülkedir denilebilir.

3.1.1. Dünya Ülkelerinde Farklı Sermaye Sahipliği Yapılarının Kullanılması

Temsilcilik problemlerinin değerlendirilmesi açısından, yöneticilerin ve yönetimin çıkarlarını gözettiği kontrol gücüne sahip en büyük hissedarların nakit akımları üzerindeki haklarının oy haklarından önemli ölçüde farklı olup olmadığına bakılması gerekmektedir; çünkü, Grossman ve Hart'ın (1988) da belirttiği gibi yöneticiler veya oy hakkını ele geçiren kişiler, oy haklarını temettü hakları karşısında artırarak firmada kendi yararlarına özel faydalar sağlayabilirler.

En büyük hissedarların kontrol gücünü artırmalarının bir yolu süper oy hakkı veren hisseleri kullanmalarıdır. Diğer bir yol piramit sermaye yapılarını kullanmaktan geçer. Ve son olarak en büyük hissedarların kontrol gücünü artırmak için karşılıklı hisse sahipliği yoluna gittiği görülmektedir.

La Porta, Lopez, Shleifer (1998) *çok yönlü hisse sınıflarını (multiple classes of shares)* en basit anlamda açıklamışlardır. Herhangi bir hissedarın en büyük hissedar olup olmamasına bakılmaksızın %20 oranında oy hakkına sahip olmak için

ne kadar sermayeye ihtiyacı olduğu saptanmıştır. Örneğin, bir firma %50'si %100 oy hakkı veren hisse senetlerine ve %50'si oy hakkı vermeyen hisse senetlerine sahipse, bir hissedar %20 oy hakkına sahip olmak için %100 oy hakkı veren hisse senetlerinden en az %10'una sahip olmak durumundadır. Böylece bir-oy-bir-hisse kuramından sapmalar oluşacağı ve birtakım hissedarların nakit akımları üzerindeki haklarından daha fazla oy ve kontrol hakkı elde edeceği açık şekilde görülmektedir.

Eğer bir firma (i) en büyük herhangi bir hissedara sahip ise, (ii) kendisi ile en büyük hissedarı arasında en az bir halka açık firma var ise *piramit yapıya* sahiptir. Yani eğer halka açık bir B firması A firmasında %43 oy hakkına sahipse ve C şahsı B firmasında %27 oy hakkına sahipse, C şahsının A firmasını en az %20 oy hakkına sahip olarak kontrol ettiğini ve piramit sermaye yapısı olduğunu söyleyebiliriz.

A firması kendisini kontrol eden şahsın veya kendi kontrol zinciri içindeki firmanın hissesine sahipse *karşılıklı hisse sahipliği (cross-shareholding)* vardır. Örneğin, B firması A firmasında %20 oy hakkına sahipse, halka açık bir C şirketi B firmasındaki oyların %20'sine sahipse ve A firması C firmasının %2'sine sahipse; C firması A firmasının en büyük hissedarıdır ve piramit yoluyla sahiplik sağlamıştır. Aynı zamanda, A firmasının C firması ile karşılıklı hisse sahipliği de söz konusudur.

Dünya üzerindeki büyük firmalarda farklı oy hakkı veren hisse senetlerinin kullanılarak bir-oy-bir-hisse kuramından sapmaların çok küçük olduğu gözlemlenmiştir. Ortalama olarak %18.6 sermaye payına karşın %20 oy hakkı verilmesi eğilimi mevcuttur. Ancak bazı İskandinav ülkelerinde daha fazla sapmalar gözükse bile bu sapmalar ortalamayı etkilememektedir. Bu sonuca dayanarak kontrol ve sermaye sahipliğini ayırmada çok yönlü hisse sınıflarının kullanılmasının temel bir araç olmadığını görmekteyiz.

%20'den veya %10'dan fazla oy hakkına sahip en büyük hissedarı olan firmaların %26'sı piramit sermaye sahipliği ile kontrol edilmektedir. Yasal

korumanın güçlü olduğu ülkelerde bu oran %18 iken, yasal korumanın zayıf kaldığı ülkelerde %31'e çıkmaktadır. Kontrol gücüne sahip hissedarların nakit akımları üzerindeki hakları ile kontrol haklarını ayırmada farklı oy hakkı veren hisse senetlerini kullanmak yerine piramit yapıyı tercih ettikleri açıktır. Wolfenzon (1998)'un piramit teorisi ile bu sonuç bağdaşmaktadır. Bu teoriye göre, kontrol gücüne sahip hissedarlar piramit yapı kurarak mevcut hissedarlara maliyetleri ödetmekle kalmaz, aynı zamanda diğer hissedarların yeni girişimlerden pay almalarını da engellerler.

Son olarak, İsviçre ve Almanya gibi birkaç ülke dışında karşılıklı hisse sahipliğine az rastlanmıştır. Karşılıklı hisse sahipliğinin kanunen yasaklandığı ülkelerde (Belçika, Fransa, Almanya, İtalya, Kore, İspanya) daha sık görülmesi ise enteresan bir sonuçtur.

3.2. AVRUPA ÜLKELERİNDEKİ SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISININ İNCELENMESİ

Pedersen ve Thomsen (1996) 12 Avrupa ülkesinin en büyük 100 şirketi üzerinde yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim yapısını belirleyici olarak düşündükleri sermaye sahipliği yapısını incelemişlerdir. Pedersen ve Thomsen (1996) her ülkenin ulusal ve kurumsal farklılıklarının, sermaye sahipliği yapısı üzerinde firma büyüklüğü ve endüstri gibi geleneksel ekonomik faktörler kadar önemli bir etki yarattığını bulmuşlardır.

Ekonomik teoriye göre sermaye sahipliği yapısını optimal şekilde oluşturmak mümkündür. Pazar ekonomilerinde de şirketlerin optimal sermaye sahipliği yapısına adapte olma eğilimleri vardır; çünkü, rekabet ve verimlilik bunu gerektirmektedir. Özellikle dağınık sermaye sahipliği yapısı ve hisse senedi piyasa-temelli şirket sermayedarlığının, büyük piramit yapılarda şirketler için optimal olduğu iddia edilmiştir (Fama ve Jensen 1983).

Roe (1994)'nin geliştirdiği karşıt kurumsal görüşe göre: “Eğer ekonomik model evrensel olsaydı, benzer ekonomilere sahip diğer devletlerin aynı sermaye sahipliği yapısında olması beklenirdi. Aynı endüstrilerde ve aynı büyüklükteki firmalarda da aynı sermaye sahipliği yapısı olurdu. Buna karşın sermaye sahipliği yapısındaki uluslararası farklılıklar göstermektedir ki, ekonomik problemlerle ilgilenmenin birden fazla yolu vardır. Ve sermaye sahipliği yapısındaki farklılığın nedeni salt ekonomik teoriyle a ıklanmaktansa farklı tarih, kültür ve ekonomik gelişmelerle açıklanmalıdır.” Kurumsal görüş, sermaye sahipliği yapısını pazar ekonomilerinde bile ülkedeki düzenlemelere ve etkili kurumlara bağımlı olarak düşünmektedir.

Thomsen ve Pedersen (1996) sermaye gruplarını aşağıdaki gibi gruplandırmışlardır:

Dağınık Sermaye Sahipliği: Hiçbir sermaye sahibi şirket hisselerinin %20'sinden fazlasına sahip değildir.

Baskın Sermaye Sahipliği: Herhangi bir sermaye sahibi (şahıs, aile, şirket) hisselerin (oyların)  nemli bir kısmına ($\%20 < \text{hisse} < \%50$) sahiptir.

şahıs/Aile Sermaye Sahipliği: Bir şahıs veya bir aile şirketin (oyların)  oğunluğuna sahiptir. Vakıflar da bu grupta incelenmiştir; çünkü, vakfın kurucu şahsının isteklerini yansıtması beklenir ve kurucu şahsın ailesi ya da mirasçıları vakıf üzerinde bir dereceye kadar kontrol hakkına sahiplerdir.

Devletin Sermaye Sahipliği: Yerel veya merkezi hükümet şirketin (oyların)  oğunluğuna sahiptir.

Yabancı Sermaye Sahipliği:  okuluslu yabancı bir şirket, şirketin (oyların)  oğunluğuna sahiptir.

Kooperatifler: Bir şirket kooperatif olarak tescil olunmuştur veya şirketin (oyların)  oğunluğuna bir grup kooperatif şirket sahiptir.

Pedersen ve Thomsen kurumsal görüş çerçevesinde 5 adet hipotez oluşturmuşlardır:

1. Aynı endüstriler ve aynı büyüklükteki firmaların sermaye sahipliği yapılarında bile önemli uluslararası farklılıklar vardır.

Firma büyüklüğünün sermaye sahipliği yapısına etkisi pek çok çalışmaya konu olmuştur. En temel teorik tartışma eğer firma büyüklüğü artarsa, belirli bir sermaye payının hissedar tarafından alınan riski artırabileceği yolundaki tartışmadır (Demsetz ve Lehn 1985). Eğer bilgi dengesizlikleri, risk, sermayenin kişisel kullanımı, dış etkiler ve işlem maliyetleri endüstriler arasında farklılık gösteriyorsa, endüstri etkileri teorik olarak tahmin edilmektedir.

2. Sermayenin dağınıklık derecesi, hisse senedi piyasasının büyüklüğü ve likiditesi ile pozitif korelasyona sahiptir.

Gelişmiş hisse senedi piyasasına sahip ülkelerin şirketleri daha fazla halka açılma eğilimindedir ve daha dağınık sermaye sahipliği yapısına sahiptir. Hisse senedi piyasasının büyüklüğü ve likiditesi arttıkça bu ülkelerde yatırımcıların beklenen getirisi ve sermaye maliyeti düşecek, sermayenin dağınıklık derecesi artacaktır.

3. Banka sektörünün sermaye yoğunluğunun artması ile baskın sermaye sahipliğinin artışı arasında pozitif bir ilişki vardır.

Sadece büyük sermaye sahibi büyük bankalar şirketlerde büyük sermaye paylarını ele geçirebilirler. Düzenlemeler izin verdiği takdirde bankaların sermaye yoğunluğu, daha fazla bankanın sermaye sahibi olmasıyla sonuçlanacaktır.

4. Özel oy çoğunluğu veren sermaye sahipliğinin derecesi ile sahiplerine küçük sermaye yatırımlarını kontrol altında tutmalarına izin veren iki sınıflı hisselerin (dual-class) varlığı arasında pozitif korelasyon vardır.

Şahıslar ve aileler genellikle şirketi kontrol altında tutmak için sınırlı oy hakkı veren hisseleri piyasaya sürerler ve bu sayede finansman sağlarlar.

5. Ekonominin uluslararası sermayeye açıklığı ve yabancı sermaye sahipliğinin miktarı arasında pozitif ilişki vardır.

Çalışma sonucunda, büyüklük ve endüstriyel etkiler kontrol altında tutulsa bile 12 farklı Avrupa ülkesindeki sermaye sahipliği yapısının farklılıklar gösterdiği bulunmuştur. Yani hipotez 1 doğrulanmıştır ve ülkeler arasındaki önemli ulusal farklılıklar vardır. Bu farklılıklar her bir ülkenin ekonomik gelişmesiyle şekillenmiş tarihi ve coğrafi farklılıklardan kaynaklanır. Bu ülkelerdeki farklılıkları özetlersek:

Avusturya: Büyük ölçüde Almanca konuşulan bir ülke olması itibariyle daha fazla Alman veya İsviçre yatırımlarına sahiptir. Yüksek derecedeki devletin sermaye sahipliği II. Dünya Savaşı sonrası milliyetçilik akımından kaynaklanmıştır.

Belçika: Özellikle Amerika'dan direkt yabancı yatırım çekme politikası savaş sonrası ulusal ekonomik strateji olarak benimsenmiştir ve yabancı sermaye sahipliği yüksek bir frekans gösterir.

Danimarka: Yüksek aile ve kooperatif sahipliği görülmesi şirketlerin küçüklüğüne veya tarımsal üretimdeki avantaja bağlanabilir.

Finlandiya: Endüstriyel gelişimi geç takip eden Finlandiya'da devletin sermaye payı oldukça yüksektir.

Fransa: Milliyetçilik akımının ve 1980 başlarında Mitterand hükümetinin özelleştirme karşıtı müdahalelerinin etkisinde kalan Fransa'da da devletin sermaye sahipliği yüksektir. Bunun dışında finansal kısıtların üstesinden gelmek üzere endüstriyel şirketler tarafından oluşturulan holding şirketler baskın sermaye sahipliğinde rol oynamışlardır.

Almanya: Bankaların endüstriyelleşme sürecinde aktif rol oynaması, finansal kurumların günümüzde de pek çok şirket üzerinde baskın sermaye sahipliğine önayak olmuştur.

İngiltere: İlk defa endüstriyelleşen ülke olması sebebiyle büyük girişimlerin fonları kişisel yatırımcılardan toplanmıştır. İngiltere kişisel kapitalizm ve dağınık sermayeyle özdeşleşmiştir.

İtalya: Bu ülkede savaş sonrası endüstriyel yapılanma nedeniyle devletin sermaye sahipliği üste çıkmaktadır.

Hollanda: İngiltere'den etkilenen Hollanda'da yine dağınık sermaye sahipliği hakimdir.

Norveç: Norveç şirketleri milliyetçilik ve yetersiz yerel finansmanın bütünleştiği şirketlerdir denilebilir.

İspanya: Franco hükümetinin yabancı direkt sermaye çekme politikası İspanya'daki çokuluslu şirketlerin sayısını artırmıştır.

İsveç: İsveç'teki büyük baskın sermaye Almanya stili banka ve büyük girişimcilerin önemli rol oynadığı endüstriyelleşme sürecinin İsveç'te de gerçekleştiğinin bir göstergesidir.

Hisse senedi piyasasının büyüklüğü ile sermayenin dağınıklığı arasında pozitif bir ilişki bulunmuş ve böylece hipotez 2 doğrulanmıştır. Ülkedeki büyük bankaların sayısının artması baskın sermaye sahipliğini artırmaktadır, dolayısıyla hipotez 3 de doğrulanmaktadır. Ayrıca iki sınıflı hisselerin kullanılma sıklığı ile ailelerin sermaye sahipliği arasında pozitif ilişki bulunması hipotez 4'ü doğrulamaktadır. Ve son olarak ülke ekonomisinin dışa açıklığının yabancı sermaye sahipliğini artırması hipotez 5'i doğrular niteliktedir.

3.3. TÜRKİYE'DEKİ SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISININ İNCELENMESİ

Türkiye banka-odaklı bir sistem içerisinde sermaye yoğun yapıdaki şirketleri barındırır. Yurtoğlu (1998), IMKB'de 257 şirket üzerinde yaptığı çalışmada Türkiye'deki kurumsal yönetim yapısı sisteminin, şirket içi yönetime (insider) dayanan bir sistem olduğunu ifade etmiştir. Türk kurumsal yönetim yapısı sistemi şu şekilde özetlenebilir: İlk olarak, Türkiye'de çok az şirketin hisse senedi dolaşımdadır. 1997 itibarıyla 51701 Türk şirketi bulunurken, bunlardan borsaya koteli şirketler 1000'in altında olup sadece 274 adettir. İkincisi, dolaşımda olan bu Türk şirketlerinin sermaye yoğun ve merkeziyetçi bir yapıda olduğu bulunmuştur. Aileler direkt veya indirekt olarak şirketlerin %75'ine sahip olmakta ve kontrol çoğunluğunu korumaktadırlar. Sermaye sahipliği ve kontrolün ayrılması, piramit sermaye yapılarını kullanarak veya diğer aileler ve yabancı firmalarla koalisyonlar oluşturularak gerçekleştirilebilir. Son olarak, Türkiye'de sınırlı açıklama ve sermaye yoğunluğu sonucu aktif bir şirket kontrolü piyasasının varlığından söz edilemez. Dolaşımdaki bir şirketi, kontrol gücünü elinde bulunduran sahibinin rızası olmadan ele geçirmek imkansızdır; ve büyük hisselerin piyasada kötü performans gösterdiğine dair piyasada bir sinyale rastlamak çok güçtür.

Türk şirketlerinin en ayırıcı özelliği ülkemizdeki “şirketler grubu” ve “holding” şeklindeki aile şirketlerinin yaygınlığıdır. Özellikle bankacılık sektöründe neredeyse bütün bankalar diğer bir finansal veya endüstriyel işletmeyi kontrolü altında tutan bir ailenin kontrolündedir. Nitekim bankaların yaptığı gözlem faaliyetleri sermaye sahibi ailenin çıkarları doğrultusunda gelişecektir. Bunun dışında, şirketler grupları içinde yer alan bu şirketlerin birbirlerine iç sermaye finansmanı sağlamaları, yüksek enflasyon ve dalgalı ekonomik şartların yatırımları azaltmasını engelleyerek dış sermaye piyasalarının talep edilen risk primlerini azaltır ve kısa vadeli düşünmek yerine şirketlerin uzun dönemli büyüme stratejilerine yönelimini artırır. Ayrıca, 1930'lu yıllardan bu yana devletin bazı ana endüstrilerde bankacılık alanında orta ve büyük ölçekli firmaların kurucusu konumunda olduğu bilinmektedir.

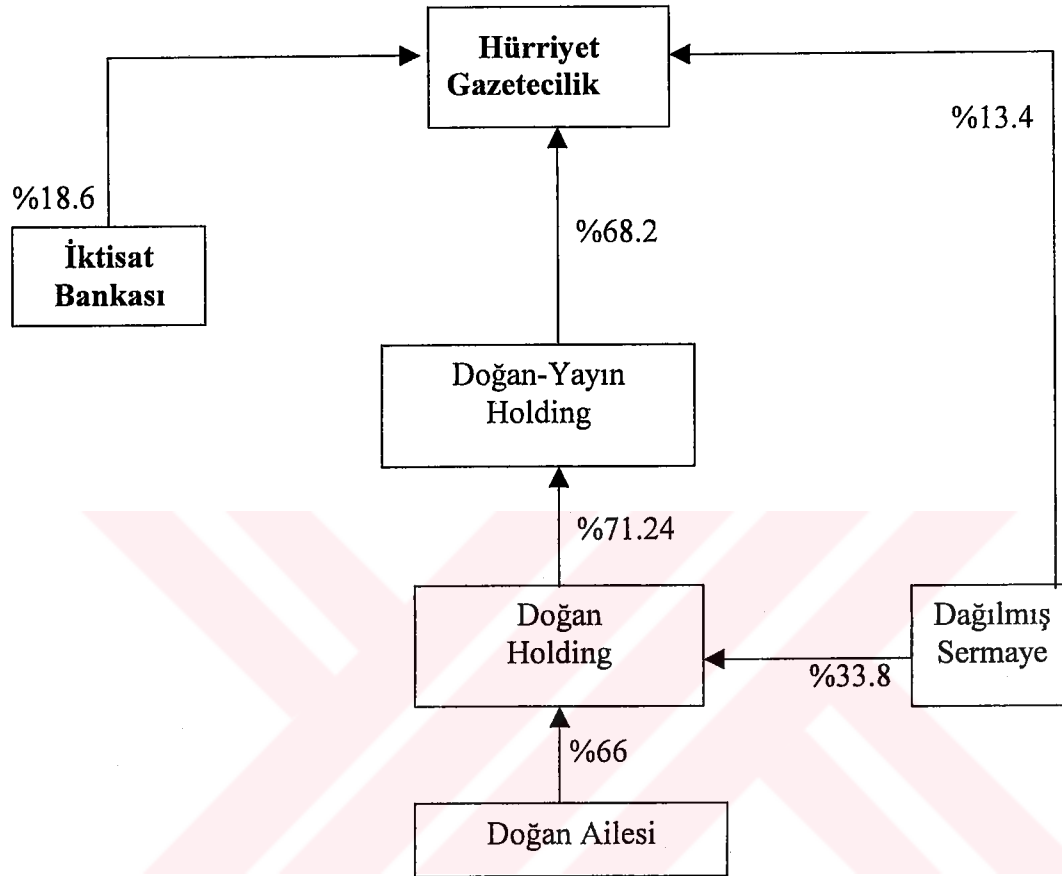
Türk şirketlerinin %70'i imalat sektöründe, %15'i finansal sektörde çalışmaktadır; geriye kalan %15'lik kısmı ise holding şirketler, servis sektörü, toptan ticaret ve inşaat alanında dağılmıştır. 257 şirket üzerinde Yurtoğlu (1998)'nin yaptığı çalışma göstermektedir ki, bu şirketlerin 99 tanesi (%38.5'inde) en az %50 sermaye sahibi olan büyük bir hissedara sahiptir. Aynı şirketlerin 227 tanesinde en az %50 sermayeye sahip olan 5 büyük hissedar mevcuttur. Ayrıca sermayesi dağınık olarak nitelendirilen veya sermayenin küçük hissedarlarca elde tutulduğu şirketlerde, sermaye payı ortalama olarak %29.9 olarak bulunmuştur. Bu sonuçlara dayanılarak, Türkiye'deki sermaye yapısının oldukça yoğun olduğu kesinleşmektedir.

Yurtoğlu (1998) en büyük hissedarları, 10 kategoride incelemiştir. Holding şirketlerin 143 firmada yaklaşık olarak %36 oranında, finansal olmayan şirketlerin 139 şirkette %31.7 oranında, aileler ve şahısların 128 şirkette %27.1 oranında pay sahibi olduğu görülmektedir. Bankalar, sigorta şirketleri ve diğer finansal şirketlerin 62 şirkette yaklaşık olarak %28.29 oranında pay sahibi olduğu görülmüştür. Bankalar, finansal şirketler içerisinde sermaye sahipliği bakımından %32.05 pay oranıyla ve 45 adet şirkete ortak olmasıyla önemli bir yere sahiptir. Yabancı şirketler ise, 40 Türk şirketine ortak olmakla birlikte %37.1 gibi büyük paylara sahiptirler. Bu grupların dışında, yöneticiler 11 şirkette, vakıflar ve emeklilik fonları 29 ve 19 şirkette sermaye payına sahiptir. Vakıfların tam bağımsız olmadığını holding şirketlerle aralarında kanuni ilişkilere bakarak anlayabiliriz. Pek çok holding şirket sermayelerinin küçük bir bölümünü kendi adları altında kurdukları bir vakfa tahsis ederler. Bu kategorilerin sonuncusu ise, 6 şirkete ortak olan ve yaklaşık olarak %35 sermaye payına sahip işçi sendikaları ve kooperatiflerdir.

Türk şirketlerinde bir-oy-bir-hisse kuramından sapmaların 3 yolla oluştuğu görülmektedir:

- Birincisi, şirketler oy hakkı vermeyen veya bir sınıf hisseye gereğinden fazla oy hakkı ve farklı nakit akım hakkı veren hisseler çıkarmaktadır.

- İkincisi, piramit yapılar kullanılmaktadır. Örneğin, Hürriyet Gazetecilik piramit yapıda bir şirkettir.



Direkt sermaye sahipliğine bakacak olursak, Doğan Yayın Holding'in oy haklarının %68.2'sini elde tuttuğu görülmektedir. İkinci en büyük direkt hissedarın ise %13.4 oy hakkıyla bir banka olduğu görülse bile, Doğan Yayın Holding'in, %66'sı Doğan Ailesi tarafından kontrol edilen Doğan Holding tarafından %71 oranında oy hakkıyla kontrol edildiği yukarıdaki grafikten anlaşılmaktadır. Buna göre %66 oy hakkıyla Doğan Ailesi, Hürriyet Gazeteciliğin en büyük hissedarıdır; çünkü, en az %50 barajını aşarak kurulan kesintisiz sermaye sahipliği zincirinde, Doğan Ailesinin sermaye payı en büyük direkt hissedarlarinkini aşmaktadır. Türkiye'de bu sermaye yapılarının kullanılmasındaki başlıca etken kontrolü sabit tutarken nakit akımlarındaki hakların artırılabilmesidir; böylece bir-oy-bir-hisse

kuramından sapmalar meydana geleceği açıktır. Örneğin, Doğan Ailesi oy haklarının %68.2'sine sahipken, nakit akımları üzerinde %32.1 hakka sahiptir ($= \%68.2 * \%71.2 * \%66$).

- Üçüncü olarak, karşılıklı hisse sahipliği (cross-shareholding) kullanılmaktadır.

Yurtoğlu (1998) Türkiye'deki sermaye sınıflarının önemini de vurgulamıştır:

1. Aileler ve Holding Şirketler: Türkiye'de baskın sermayedarların aileler olduğu bulan Yurtoğlu (1998), ailelerin kontrol sağlamada kullandığı en önemli araçların holding şirketler olduğunu belirtmiştir. 87 holding şirketin 75'i aileler tarafından kontrol edilmektedir. Holding şirketler, kanunen diğer şirketlerin hisselerini tutmak ve yönetmek amacıyla kurulan şirketlerdir. Vergi avantajı sağlarlar.¹ Buna ek olarak, IMKB'ye koteli en büyük holding şirketler, örneğin Koç Grubunun 115 şirketini kontrol eden Koç Holding, şirketler gruplarının merkez karar alma üniteleridir. Sermaye sahibi aile üyelerini, yönetim kurulunda ve yönetici pozisyonlarında görmek oldukça sık rastlanan bir durumdur. Özel sektör tarihinin kısa olduğu ülkemizde, en eski özel şirketlerin iki veya üç kuşak öncesindeki ailelerinin sermaye sahipliğini devam ettirdiğini de görmekteyiz.

2.Devlet: 1983'te temelleri atılan ve 1985'ten günümüze uygulanan özelleştirme programı sonucu, 114 şirketin 1984-1995 arasında hisse senetlerini veya varlıklarını satarak özelleştiği görülmektedir. Kalan 11 şirketin de özelleştirme sürecinde olduğu ve devlet etkisinin gitgide azalmakta olduğu görülmektedir.

3.Bankalar: Endüstriyel şirketlerle sıkı bağlar kurmasına rağmen Türk bankaları kurumsal yönetim yapısı üzerinde Japonya'da olduğu gibi finansal buhranlarda

¹ İlk avantaj, holdinglerin iştiraklerden elde ettikleri gelirlerin vergisini sadece mali yılı takip eden yıl içinde ödemesidir. İkincisi ise, holding şirketlerin portföy şeklinde elinde tuttuğu şirketlerin gelirlerini karıştırarak vergi kayıplarını azaltabilmesidir.

şirketlerin koordine edilmesi veya Almanya'da olduğu gibi sermayenin etkin olarak hareketinin kolaylaştırılması gibi görevler üstlenmezler. Türk bankacılık sistemi, ticari bankaların bütün finansal piyasalarda hareket etmesine izin vermektedir. Yurtoğlu (1998)'nin çalışmasında kullandığı 16 bankanın 12'si holding şirketler etrafında organize olmuş birtakım şirketlerin bankası durumundadır ve 11'inde ailelerin nihai sahipliği kesindir. Bu yapı bankaların aynı zamanda kendi müşterisi olan şirketleri daha etkin kontrol etmesine ve gözlemesine yol açar. Fakat diğer taraftan holding şirketler tarafından kontrol edilen bankaların aynı zamanda bu şirketlerin sahibi olan kişilerle aynı olduğu düşünülürse, bankaların şirketlere kredi verme gibi kararlar alırken bağımsız olmadığı unutulmamalıdır. İş bankasının da içinde bulunduğu diğer 4 bankada ise banka çalışanlarının sahibi olup yönettiği vakıfların, devlet ve kooperatiflerin sermaye sahipliği söz konusudur.

4.Yabancı Firmalar: Yabancı yatırımcılar kontrol sağlamaktan çok çeşitlenme amacıyla Türkiye'ye yönelmektedir. 324 yabancı kurumsal yatırımcının ilk halka arzlarında (Initial Public Offerings), yalnızca 24 tanesinin %5 veya daha fazlasını ele geçirildiği görülmüştür.

5. Yönetim Kurulu: Yönetim kurulu üst yöneticilere tavsiye verilmesi ve faaliyetlerinin gözlemlenmesi açısından önemli bir disiplin mekanizmasıdır.¹ 206 şirkette en az bir yönetim kurulu üyesinin sermaye sahibi aileden biri olduğu görülmektedir. Ortalama olarak yönetim kurulu üyelerinin 1/3'ü büyük hissedarlardır. Yurtoğlu (1998) ortalama yönetim kurulu büyüklüğünün 6,5 kişi olduğunu bulmuştur. Ayrıca bu çalışmada göstermemekle birlikte yönetim kurulu büyüklüğünün firma büyüklüğü ile pozitif ilişkide ve en büyük direkt hissedarın sermaye payıyla negatif ilişkide olduğunu bulmuştur.

Sonuç olarak, Yurtoğlu (1998) Türkiye'de görülen sermaye yoğun yapının çeşitlenme olanaklarını ve likiditeyi azalttığını belirtmiştir. Şirket hisselerinin yüksek

¹ Ancak büyük yönetim kurulları olan firmaların koordinasyon, iletişim ve karar almada küçük yönetim kurulları olan firmalara göre daha hantal olduğu ve temsilcilik problemlerine yol açtığı saptanmıştır (Jensen 1993; Lipton ve Lorsch 1992)

miktarlarda satılması sonucu çeşitlenme imkanlarının kısıtlı kalmasıyla oluşturabilecek portföyler, holdingler etrafında organize olan aile şirketlerinin sermayelerinden oluşacaktır. Ayrıca piramit şeklindeki yapılanmanın grup şirketlerin büyümesini sağladığı belirtilmiştir.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. SERMAYE SAHİPLİĞİNİN ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİ

Bu bölümde yöneticilerin, %5 oranından fazla sermaye payına sahip olan en büyük hissedarların ve kurumsal yatırımcıların sermaye sahipliğinin şirket performansına etkilerini inceleyen temel literatüre değinilecektir. Bu grupların dışında, şirket performansını etkileyen aileler ve yönetim kurulları gibi diğer grupların etkilerine de değinilmeye çalışılmıştır. Son olarak, sermaye sahipliğinin yapısının şirket performansına etkisini belirlerken karşılaşılan sorunlar üzerinde durulmuştur.

4.1. YÖNETİCİLERİN SERMAYE SAHİPLİĞİNİN ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİ

Jensen ve Meckling (1976) yöneticilerin sermaye sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişkilere (1) Sermaye sahipliğinin yatırımlara, (2) Yatırımların firma değerine olan etkisi şeklinde bakılması gerektiğini belirtmiştir; çünkü, ellerinde hiç hisse bulundurmayan veya çok az hisse bulunduran yöneticiler, firma değerini maksimize eden yatırımları bulmak için zaman harcamak istemeyebilirler veya bu yatırımlarda kendi çıkarları yoktur denebilir.

Jensen ve Meckling (1976) yöneticilerin sermaye payı arttıkça, firma değeri maksimizasyonundan sapmaların azalacağını göstermiştir. Yöneticilerin sermaye payı arttıkça şirket varlıklarını boş yere harcamayacağı ve bu harcamaların maliyetine kendileri katlanacağı kesindir. *Çıkarların yaklaşımı (Convergence-of-interest)* hipotezine göre, yöneticilerin sermaye payının artması ile birlikte hissedarlarla çıkarları birleşerek şirkete olan ilgisi artacak, hissedarlar ile aralarındaki temsilcilik problemleri azalacak ve firma değeri artacaktır.

Demsetz (1983) ve Fama ve Jensen (1983) yöneticilerin firmada küçük sermaye payları olması durumunda emek piyasası, ürün piyasası, ve şirket kontrol piyasasının, yöneticiyi firma değerini maksimizasyona doğru zorladığını fark etmiştir. *Yerleşiklik (Entrenchment)* hipotezine göre, önemli oranda sermaye payı olan yönetici yeterli oy hakkına sahiptir ve firmada kendi işini yüksek bir ücretle çalışarak garanti etmiş durumdadır. Weston (1979) yönetimin sermaye sahipliğinin %30'dan fazla olduğu hiçbir firmada düşman alımlarının oluşmadığını bulmuştur. Yöneticilerin sermaye payının artması, hem yöneticilerin kendilerini yerleşik hissederek gereksiz harcamalar yapması hem de firma hisselerine olan teklifi azaltması nedeniyle firma değerini düşürecektir.

Çıkarların yaklaşımı hipotezi büyük sermaye paylarını yüksek firma değeri ile bağdaştırırken, yerleşiklik hipotezinin tahminleri çok da açık değildir. Problem yerleşik olmanın sadece oy hakkı sonucu oluşmamasıdır. Özellikle firmada uzun süre çalışmış olan veya kurucu statüsünde bulunan yöneticiler, çok az hisseleri olsa bile kendilerini firmada yerleşik hissedebilirler. Ancak genelde yerleşiklik hipotezi, yöneticilerin sermaye payının artmasını daha fazla yerleşiklik etkisi yaratarak firma değerinin azalması şeklinde bir ceza gibi görmektedir. Fama ve Jensen (1983) yöneticilerin %50'den fazla sermaye payına sahip olduğu şirketlerin varlığını devam ettirmesinin çok zor olduğunu savunmuşlardır ve New York hisse senedi piyasasında 1980 yılında işlem gören 371 Fortune 500 şirketin yalnızca 14 tanesinin %50'den fazla sermaye payına sahip olmasını ispat olarak vermişlerdir. Aynı zamanda 103 firmada yöneticilerin sermaye sahipliğinin %1'den az iken, 46 firmada yöneticilerin sermaye sahipliğinin %0.2'den düşük olduğu görülmüştür.

Stulz (1988) yöneticiler tarafından kontrol edilen oy hakları oranının (α) halka açık şirketlerde sermaye sahipliğinin önemli bir unsuru olduğunu belirtmiştir. Stulz (1988)'un oluşturduğu modelde yöneticiler oy haklarını ellerinde bulundururlar, çünkü, böylece firma hisselerine teklif verebilecek potansiyel kişilerin davranışlarını ve kaybetme olasılıklarını etkileyebilirler. Stulz (1988), α 'daki artışın firma değerinde kesin olmayan bir etki yarattığını göstermiştir. Stulz (1988)'a göre

firma değerinin artması ile azalması, α 'nın küçük veya büyük olmasına bağlıdır ve firma değerini maksimize etmesi beklenen bir α değeri bulunabilir. Stulz (1988) firma değeri ile α 'nın düşük değerleri arasında pozitif ilişki bulurken, α 'nın yükselmesi durumunda ilişkiyi negatif bulmuştur. Eğer α küçük ise, teklif verenler açısından başarılı olunması olasılığı ile firmanın elde edeceği prim miktarının çarpımı artabilir. Yöneticiler α 'nın çok azına sahipse veya sahip değilse ($\alpha = 0$), düşman alımı teklifi veren firma kontrolü ele geçirebilmek için daha fazla prim ödemeye razıdır. Yani $\alpha = 0$ ise α 'daki bir artış, hedef firmanın ele geçirme sırasında daha fazla oranda fayda sağlaması ve firma değerinin artmasıyla sonuçlanır. Ancak belirli bir noktadan sonra α arttıkça, teklif verenlerin başarılı olması olasılığı 0'a iner. Bu durumda yöneticiler oy haklarının büyük bir çoğunluğuna sahiptir; her zaman düşman alımlarına karşı çıkacaklardır ve firma hisselerinin değeri minimuma inecektir; çünkü hiç kimse düşman alımı yapmak üzere teklif vermeyecektir. Eğer α çok büyükse, teklif verenler açısından başarılı olunması olasılığı ile firmanın elde edeceği prim miktarının çarpımı azalacaktır ve firma değeri düşecektir. Ancak bu model yöneticiler ve hissedarlar arasındaki anlaşmazlıkları sadece düşman alımı tekliflerinin yöneticileri ve hissedarları farklı etkilemesinden yola çıkarak oluşturulmuştur ve bilgi dengesizliklerini ihmal etmektedir. Genelde yöneticiler hedef hisseler hakkında dış hissedarlar veya teklif verenlerden daha çok bilgi sahibidirler.

Teorik tartışmalar net olarak yöneticilerin sermaye sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişkiyi tahmin edememektedirler. Çıkarların yaklaşımı hipotezi tek başına pozitif bir ilişki önermekteyken, yerleşiklik hipotezi firma değeri ile belirli bir aralıktaki yüksek sermaye sahipliğinde negatif ilişki olduğunu ifade etmektedir. 1980li yıllarda teori bu ilişkiye çok az rehberlik ettiği için, Morck, Shleifer, Vishny'nin (1988) çalışması hipotezi test etmekten çok yöneticilerin sermaye sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişkiyi tanımlayıcı bir veri analizidir.

Morck, Shleifer ve Vishny (1988) firma değerini Tobin Q (= Şirketin Piyasa Değeri / Toplam Varlıkları Yenileme Maliyeti) ile ölçmüşlerdir. Şirketin piyasa

değeri hesaplanırken, hisse senetlerinin piyasa değeri ile borcun ve imtiyazlı hisse senetlerinin tahmin edilebilen toplam değerleri alınmaktadır. Yöneticilerin sermaye sahipliğinin firma değeri üzerindeki etkisini tahmin ederken, 1980 yılındaki 371 Fortune 500 şirketi yöneticilerin sermaye paylarına göre gruplayarak yatay kesit (cross-sectional) bir analiz yapılmıştır. Yöneticilerin sermaye payı katsayısında iki değişikliğe izin veren parçalı doğrusal (piecewise linear) regresyonlar kullanılmıştır. Kırılma noktaları %5 ve %25 olarak alınmıştır. Yöneticilerin sermaye payı %0 ve %5 arasında ise, sermaye payındaki %1'lik bir artış, Tobin Q'da %6.2'lik bir artış yaratırken; %5 ve %25 arasında yöneticilerin sermaye payındaki %1'lik bir artış, Tobin Q'yu %1.6 düşürmektedir. Yöneticilerin sermaye payı %25'in üzerine çıktığında, her %1'lik bir artışta %0.8'lik bir artış görülmüştür. Bu şekilde iki alternatif hipotez olan çıkarların yaklaşımı ve yerleşiklik hipotezinin her ikisiyle de uyumlu bir açıklama yapılabilmektedir. Tobin Q'da %5'e kadar olan ilk artış yöneticilerin sermaye payı arttıkça hissedarların çıkarlarıyla kendi çıkarlarını uyumlaştırmasına ve firma değerini artırmasına yol açmaktadır. Yöneticilerin %5'in üzerinde sermaye payına sahip olması durumunda oluşacak bir artış, artan oy hakkı nedeniyle yöneticinin firmada kendini yerleşik hissetmesi, bulunduğu mevki işgal etmesi, görev sürelerinin uzaması, profesyonel yöneticilerin işe alınma oranının düşmesi, firma içi yöneticilerin %5 oranından fazla paya sahip büyük hissedarlara karşı üstünlük sağlaması gibi sonuçlar doğurarak yöneticilerin şirket dışı ilgi alanlarını tatmin etmesi ve firma değerinin düşmesi ile neticelenecektir. %5 ve %25 aralığında yerleşiklik etkisi baskın çıkarken, yöneticilerin sermaye payının %25'i aşması durumunda %5'ten önceki kadar belirgin olmasa da tekrar bir çıkarların yaklaşımı etkisi oluşmaya başlar ve yöneticilerin sermaye payı arttıkça firma değerinin arttığı görülür.

Bütün yöneticilerin hissedarların çıkarlarını temsil etmesi itimada dayanan bir görev olmakla birlikte yönetim kurulu dışındaki yöneticilerin (outboard), firma içi çalışanların ve yöneticilerin (officers) performansını gözlemlemesi firma değerini artırabilir. Eğer yönetim kurulu dışındaki yöneticilerin yeterli hissesi yoksa şirket yöneticilerini ve çalışanlarını değerlendirmede isteksiz davranacaklardır. Yönetim

kurulu dışındaki yöneticilerin, yönetimi disipline etme derecesinin bu kişilerin sermaye payıyla pozitif olarak ilişkili olduğu farz edilmektedir. Yöneticilerin sermaye payı, firmanın finansal başarısında ne kadar çıkarlarının olduğunu bir göstergesidir. Firma çalışanları ve yöneticileri, yönetim kurulu dışındaki yöneticilerin aksine önemli boyutlarda maaş, bonus ve teşvik primleri alabilirler ve emek piyasası tarafından disipline edilebilirler (Fama 1980). Morck, Shleifer ve Vishny (1988) bu nedenlerle firma çalışanları ve yöneticilerinin yönetim kurulu dışındaki yöneticilere göre daha fazla yerleşiklik etkisi göstermesini beklerken iki grupta da yaklaşık değerler ve aynı ilişkiyi bulmuştur. Yani Tobin Q %5'e kadar artmakta, %5 ve %25 aralığında azalmakta ve %25'ten sonra tekrar artmaktadır. Bu da yönetim kurulu dışındaki yöneticilerin en az firma çalışanları kadar finansal teşviklere duyarlı olduğunu ve sermaye sahiplikleri arttıkça şirket refahını artıracaklarını göstermektedir. *Rosenstein ve Wyatt (1997)* firma dışından yönetici atanması durumunda, piyasanın bu firma dışı yöneticilerin gözlemlerini artıracığı ve performansı yükselteceği beklentileri nedeniyle pozitif hisse senedi piyasası reaksiyonu gözlemlenmiştir. *Weisbach (1988)* ise eğer bir firmada firma dışı yöneticiler çoğunluktaysa, düşük performans gösteren yöneticilerin atılma şansının artacağını göstermiştir.

Ayrıca Morck, Shleifer ve Vishny (1988) yönetim kurulunda kurucu aileler olmasının Tobin Q üzerindeki etkisine de bakmışlar ve 1950 öncesi kurulan firmalarda kurucu ailelerin varlığının Tobin Q'yu azaltırken, 1950 sonrası kurulan firmalarda Tobin Q'yu artırdığını bulmuşlardır. Buna göre genç firmalarda yönetim kurulunda bulunan kurucu aileler girişimci bir rol oynarken, eski firmalarda kurucuların kendilerini daha yerleşik hissettiği söylenebilir. Ancak eski ve yeni bütün şirketleri kapsayan ve yönetim kurulunda kurucu bir ortağın bulunmasını test eden ilişkide Tobin Q'nun düştüğü, firma değerinin azaldığı görülmektedir. Böylece Morck, Shleifer ve Vishny (1988) yönetim kurulundaki yöneticilerden en az birinin kurucu aileden olması durumunda firmanın düşman alımları sonucu ele geçirilme ihtimalinin düştüğüne bir kanıt vermişlerdir.

Morck, Shleifer ve Vishny (1988) gibi McConnell ve Servaes (1990) ve Hermalin ve Weisbach (1991) firma değeri ve yöneticilerin sermaye sahipliği arasında önemli ve farklı eğrisel sonuçlar bulmuşlardır. McConnell ve Servaes (1990) firma değeri ve yöneticilerin sermaye payları arasında, sermaye paylarının %0 ve yaklaşık olarak %40 ve %50 arası bir değere kadar pozitif olarak firma değerini etkilediğini, daha sonra negatif olduğunu göstermiştir. Hermalin ve Weisbach (1991) ise 142 NYSE firmasını incelemiş ve Tobin Q'nun %1'lik bir sermaye payına kadar artış gösterdiğini, sermaye payının %1 ve %5 arası olduğu durumda negatif bir ilişkiye rastlandığını, %5 ve %20 arasında tekrar pozitif hale gelerek %20'den sonra sürekli negatif bir ilişki gözlemlendiğini belirtmiştir.

4.2. %5 ORANINDAN FAZLA SERMAYE PAYINA SAHİP OLAN EN BÜYÜK HİSSEDARLARIN (BLOCKHOLDERS) SERMAYE SAHİPLİĞİNİN ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİ

Diğer bir grup çalışmalar ise %5 oranından fazla sermaye payına sahip olan en büyük hissedarların sermaye sahipliğinin, yöneticiler üzerindeki gözlem faaliyetlerini artırması nedeniyle firma değerini artırıp artırmayacağı konusundadır. Bethel, Liebeskind, ve Opler (1998) endüstri bazında düzeltilmiş kârlılığın aktif blok hisse alımlarını takiben iyileşme gösterdiğini bulmuştur. Holderness ve Sheehan (1985), Mikkelsen ve Ruback (1985) ve Barclay ve Holderness (1990)'a göre %5 oranından fazla paya sahip en büyük hissedarın hisse senedi alması durumunda, hissedarlar yakın zamanda etkin kazançlar elde edeceklerini düşünürler ve bu da kazançlarının artacağı yolunda bir duyuru etkisi oluşturur. Claessens, Djankov ve Lang (2000) Doğu Asya ülkelerinde yaptığı çalışmada %5 oranından fazla paya sahip hissedarların nakit akımları üzerindeki haklarının artmasının firma değerini artırırken, oy haklarının artmasının firma değerini düşürdüğünü saptamıştır. McConnell ve Servaes (1990) firma değeri ve %5 oranından fazla paya sahip en büyük hissedarların sermaye payları arasında önemli bir bağıntıya rastlamamıştır.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer (1999) ve Bebchuk (1999) ise; %5 oranından fazla paya sahip hissedarların kontrol güçlerinin artmasının, hem azınlık hissedarların haklarını yok edebilme potansiyeline sahip olmaları, hem de oy hakkıyla elde edilen ve genelde yöneticiler tarafından sahip olunan özel faydaları ele geçirebilmeleriyle sonuçlanarak firma değerini düşürebileceğini savunmuşlardır. Örneğin, firma yöneticilerinin firmanın tamamen içini boşaltmamada alâkadar menfaatleri var iken; diğer büyük hissedarlar bu tip bir sınırlamaya uymak zorunda değildir. Eğer kontrol haklarının çoğunluğu tek bir hissedar tarafından elde tutulursa kontrol yarışı olmayacaktır ve kontrol değişikliği sonucunda istenmeyen bir değer düşmesi ile karşılaşılmayacaktır; çünkü, hissedarların zayıf olarak korunduğu ülkelerde, büyük hissedarların sermaye paylarının artması ve kontrolü ele geçirmesi mevcut hissedarlara fayda sağlamaktan çok zarar verebilir.

Lins (2000) Türkiye'nin de içinde bulunduğu 22 gelişmekte olan ülkede 1857 firmanın sermaye sahipliğinin ve oy haklarının şirket performansına etkisini incelemiştir. Örnek firma gruplarında, %5 oranından fazla paya sahip en büyük hissedarların baskın grup olduğu ve bu firmaların 2/3'ünden fazlasında yöneticilerin ve ailelerin %5 oranından fazla paya sahip en büyük hissedarlar olduğu gözlemlenmiştir. Bununla birlikte, yöneticiler ile ailelerin oluşturdukları piramit yapılar veya oy hakkı vermeyen hisse senetleri kullanılması nedeniyle kontrol haklarının, nakit akımlarının 2.7 katı olduğu ve böylece oluşan sapmaların firma değerini düşürdüğü saptanmıştır. Ayrıca sapmaların hissedarların zayıf olarak korunduğu ülkelerde daha fazla olduğu görülmüştür. Lins (2000), Claessens, Djankov ve Lang (2000)'ın aksine %5 oranından fazla paya sahip hissedarların hem nakit akımları üzerindeki haklarının hem de oy haklarının artmasının, Tobin Q ile ölçtüğü firma değerini artırdığını bulmuştur. Bu sonuç La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer (1999) ve Bebchuk (1999) tarafından ortaya atılan ve büyük hissedarların oy hakları yoluyla elde ettiği kontrol gücünü artırmasının, azınlık hissedarları suistimal ederek firma değerini düşürdüğü iddiasıyla çelişmekte ise de; %5 oranından fazla paya sahip hissedarların nakit akımları üzerindeki haklarını artırmasının firma değerini artırması, büyük hissedarların yönetimi kontrol edeceği yönünde bir kanıttır.

Lins (2000)'in çalışmasında yöneticiler, hisselerin %5 oranından büyük bir kısmını kontrol ediyorlarsa, yöneticinin sermaye payı arttıkça firma değerinin düştüğü görülmüştür; fakat yönetici dışında büyük bir hissedarın varlığı söz konusu ise yöneticinin sermaye paylarının firma değerine bir etkisi olmadığı görülmüştür. Bu da %5 oranından fazla paya sahip büyük hissedarları olan şirketlerde, yöneticilerin aktif bir grup oluşturması ve yüksek sermaye payları olmasına rağmen, yerleşiklik etkisinin düşük olduğu ve yönetici dışında %5 oranından fazla paya sahip hissedarların gözlemlerini artırarak temsilcilik maliyetlerini azalttığına dair Morck, Shleifer ve Vishny (1988)'nin iddiasının bir kanıtıdır.

Önder (2000)'in çalışması hisse senetleri IMKB'de 1992-1997 arasında işlem gören şirketlerin mülkiyet yapısı ile mülkiyet yoğunluğunun şirket performansına olan etkisini incelemektedir. Mülkiyet yoğunluğu halka açıklık oranı, en büyük hissedarın sahip olduğu sermaye payı ve en büyük üç hissedarın sahip olduğu sermaye payı ile ölçülmüştür. IMKB'deki şirketler 3 değişik ortaklık yapısına göre gruplara ayrılmıştır: Devlet, yabancı ortaklar ya da yöneticilerden biri sermaye payının en az %1'ine sahipse, o şirket sırası ile devlet, yabancılar ya da yöneticiler tarafından sahip olunan şirketler olarak sınıflandırılmıştır. Devletin ya da yabancıların büyük ortaklardan biri olduğu şirketlerde, halka açıklık oranının daha düşük olduğu bulunmuştur. Yöneticilerin büyük sermaye payına sahip olduğu şirketlerde ise, halka açıklık oranı daha yüksek olup, en büyük hissedarın ya da en büyük üç hissedarın sermaye payı diğerlerine göre daha düşük bulunmuştur.

Şirketin performansı üç grup kriterle ölçülmüştür: piyasa değeri, kârlılık ve büyüme.

Tobin Q mülkiyet yapısı ve performansı inceleyen literatürde çok kullanılan bir ölçüt olmasına karşılık, Türkiye'de yaygın olarak kullanılan bir ölçüt değildir. Türk şirketleri için, toplam varlıkların yenileme maliyeti ve borcun piyasa değeri bulunamadığı için Tobin Q (= Şirketin Piyasa Değeri / Toplam Varlıkları Yenileme Maliyeti) hesaplanırken şirketin piyasa değeri, öz sermayesinin piyasa değeri ile

borçlarının defter değeri toplanarak bulunmuştur. Toplam varlıkların yenileme maliyeti olarak toplam varlıkların yeniden değerlendirme sonrası net defter değeri kullanılmıştır. Kullanılan diğer piyasa değeri ölçütü ise, sadece öz sermayenin piyasa değerinin defter değerine bölünmesi yoluyla elde edilmektedir. Literatürde piyasa değeri ölçütlerinin yüksek olduğu şirketlerde mülkiyetin daha az yoğunlaştığı görülür. Örneğin, İsveç şirketlerini analiz eden *Bergström ve Rydqvist (1990)*, şirketlerdeki öz sermayenin piyasa değeri ile sermaye yoğunluğu arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Şirket büyüdükçe, piyasa değeri artacağından, şirketin küçük bir kısmına sahip olmanın maliyeti yükselecektir. Bu nedenle, büyük şirketler daha çok profesyonel yöneticilerle yönetilecek ve daha az yoğun mülkiyet yapısına sahip olacaklardır. Bu tartışma gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin mülkiyet yapıları için doğru olabilir. Örneğin, Fortune 500 şirketlerinden alınan örnekte en büyük sermaye payına sahip olan kişi ya da kuruluş, ortalama olarak şirketin %15.4'üne sahiptir (Shleifer ve Vishny 1986). Türk şirketlerinde tam tersi bir ilişki beklenmektedir; çünkü, aile şirketi şeklinde kurulan şirketler IMKB yeni kurulduğu için son senelerde halka açılmakta ve halka açılırken şirket sahipleri sermaye paylarının önemli bir kısmını korumaktadırlar. Diğer taraftan, Türkiye'de halka açıklık oranı, sermayeye bağlı olduğundan, büyük şirketlerde daha yoğun mülkiyet yapısı görülebilir. Mülkiyet yoğunluğu fazla olan Türk şirketlerinde piyasa değeri ölçütlerinin daha yüksek olması tahmin edilmektedir.

İkinci grup kriter, kârlılık ölçütleridir. Bunlar toplam varlıkların verimliliği, öz sermayenin verimliliği ve net kâr marjıdır. Mülkiyetin yoğun olduğu şirketlerde, büyük hissedarların aynı zamanda yönetimi de ellerinde bulunduracağı düşünülerek bu şirketlerin kaynaklarını daha verimli kullanmaları ve kârlılık oranlarının daha yüksek olması beklenmektedir.

Üçüncü grup kriter, şirketin büyümesi ile ilgilidir. Bunun için toplam varlıklardaki ve net satışlardaki büyüme oranları kullanılmıştır. Şirketlerin yeni finansman kaynağı olarak halka açıldıkları düşünüldüğünde, mülkiyet yoğunluğu düşük olan şirketlerde, büyüme oranlarının daha yüksek olması beklenmektedir.

Aynı büyüklükteki şirketler karşılaştırıldığında, halka açıklık oranı arttıkça, şirketin piyasa değerini ölçen Tobin Q ve öz sermayenin piyasa değeri / defter değerinin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde düştüğü görülmüştür. Kârlılık ölçümlerine bakıldığında halka açıklık oranı ile toplam varlıkların verimliliği arasında pozitif ve önemli bir ilişki görülmektedir. Bu sonuç halka açık şirketlerde yöneticilerin finans kitaplarında belirtilen şirketin piyasa değerini yükseltmek yerine şirketin toplam varlıklarının getirisini artırma amacını güttükleri izlenimini vermektedir. Halka açıklık oranı yükseldikçe, şirketin toplam varlıklarındaki büyüme önemli oranda artmaktadır. Şirketlerin büyümelerini sağlamak amacı ile, yeni finansman kaynakları bulmak için halka açıldıkları düşünülecek olursa, bu sonuç beklentileri desteklemektedir. Ayrıca şirketlerde halka açıklık oranı arttıkça net satışlardaki büyüme oranının da önemli olarak arttığı bulunmuştur. Şirketlerin halka açılmasındaki diğer bir amacın halk tarafından daha çok tanınma olduğu düşünülecek olursa, bu sonucun bulunması şaşırtıcı değildir.

Sermaye yoğunluğu arttıkça, hisselerin piyasa değerinin defter değerine oranının önemli olarak yükseldiği görülmektedir. Fakat Tobin Q üzerinde önemli bir etki bulunamamıştır; bu da Tobin Q hesaplanırken karşılaşılan sorunlardan olabilir. Kârlılık ölçümleri incelendiğinde, aynı büyüklükteki şirketlerde mülkiyet yoğunluğu arttıkça, toplam varlıklar ve öz sermaye verimliliğinin önemli olarak azaldığı görülmektedir. Bu sonuçlar, en büyük hissedarın veya en büyük üç hissedarın sermaye payını artırır, şirketin kaynaklarını kendi menfaatine kullanabileceğini göstermektedir.

Sonuçlar devletin büyük ortaklardan biri olmasının şirketin performansını önemli ölçüde etkilemediğini göstermektedir. Benzer şekilde genel müdür ya da yönetim kurulu üyelerinden birinin büyük ortaklardan biri olmasının da şirketin performansında önemli bir etkisi olmadığı bulunmuştur. Yabancı büyük ortağın etkisi sadece toplam varlıkların verimliliğini açıklamada önemli bulunmuştur; eğer şirketteki büyük ortaklardan biri yabancı ise toplam varlıkların verimliliğinin istatistiksel olarak daha yüksek olduğu görülmektedir.

4.3. KURUMSAL YATIRIMCILARIN SERMAYE SAHİPLİĞİNİN ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİ

Bankalar, sigorta şirketleri, yatırım ortaklıkları gibi kurumsal yatırımcılar yaptıkları kalite araştırmaları sonucunda etkin firmaları belirleyerek yatırım yaparlar ve bu sayede kıt sermayelerini en etkin şekilde kullanmış olurlar. Lang, Stulz ve Walkling (1989) firma hisselerine teklif veren kurumsal yatırımcıların sermaye sahipliği ile firmadaki kazançları arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Kurumsal yatırımcıların şirket performansına olan etkisi, kurumsal yatırımcıların sermaye payı arttıkça yöneticileri gözlemlemek için daha çok teşvik sahibi olmalarından ileri gelmektedir. Kurumsal yatırımcıların gözlemleri, yöneticilerin etkinliğini ve kurumsal yönetim yapısının kalitesini artıracaktır. Brickley, Lease ve Smith (1988) ve Agrawal ve Mandelker (1990) yöneticilerin ele geçirme karşıtı eylemlerde bulunmaları için kurumsal yatırımcıların gözlemlerini artırdığını ifade etmiştir.

Kurumsal yatırımcıların etkinliği azaltıcı olduğunu düşünen karşıt görüş ise kurumsal yatırımcıların şirketleri gözlemlemek ve performanslarını artırmak yerine kötü performans gösteren şirketlerdeki hisselerini satan, kısa vadeli düşünen pasif yatırımcılar olduğunu iddia etmektedir. Bunun yanı sıra özellikle sigorta şirketleri aynı zamanda kendi hisselerinin sahibi olan şirketlerde hisse sahibi olması veya kurdukları iş ilişkileri nedeniyle aktif olarak kontrol sağlayamayabilirler. Bu durumda kurumsal yatırımcıların sermaye paylarının artması, yöneticilerin yerleşikliğini artırabilir ve teklif veren kurumsal yatırımcıların kazancı düşebilir. Pound (1988) kurumsal yatırımcıların yerleşiklik etkisini artırdığını saptamıştır.

McConnell ve Servaes (1990) firma değeri ve kurumsal yatırımcıların sermaye payları arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Lichtenberg ve Pushner (1994) ise, hissedarları arasında finansal yatırım kurumları olan şirketlerin performansının daha yüksek olduğunu göstermişlerdir. Dugal ve Millar (1999) ise kurumsal yatırımcıların sermaye sahipliği ve performans arasında pozitif bir ilişki bulamamıştır; ancak kurumsal yatırımcıların sermaye sahipliğinin firma büyüklüğü,

yöneticilerin sermaye sahipliği ve firmanın S&P 500 endeksinde olması gibi diğer faktörler tarafından belirlendiğini saptamıştır.

4.4. SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISININ ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİNİ BELİRLERKEN KARŞILAŞILAN SORUNLAR

Yöneticilerin sermaye sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkiyi test etmedeki bir zorluk, yöneticilerin sermaye paylarının kullanılmasının, temsilcilik maliyetlerini azaltmanın yollarından sadece birisi olmasıdır; fakat teorik olarak bütün farklı mekanizmalara birlikte bakılmalıdır. Bir mekanizmanın kullanılması diğerinin daha az kullanılmasına zorlayabilir (*Agrawal ve Knoeber 1996*). *Bathala, Moon ve Rao (1994)* hem borç alınması ile kurumsal yatırımcıların payları, hem de yöneticilerin sermaye payı ile kurumsal yatırımcıların sermaye payları arasında negatif bir ilişki bulmuştur.

Demsetz (1983) sermaye sahipliğinin bağımsız bir değişken olmayıp hissedarların kararlarından etkilenen veya açıklanabilirliği firmanın içinde bulunduğu koşullar, ölçek ekonomileri, düzenlemeler veya şirket kontrol piyasası gibi etkenlere bağımlı bir değişken olabileceğini ifade etmiştir. Şirket kontrol piyasası sadece düşman alımları ve yönetimin borçlanarak veya başka şekillerde hisse alıp satmasını içermemektedir; aynı zamanda ele geçirme ve günlük alış satışları içermekte olup sermaye sahipliği yapısını dağınık veya yoğun hale getirebilir; dolayısıyla sermaye sahipliği yapısı kâr maksimizasyonu amacı güden hissedarların kararları doğrultusunda şekillenerek optimal yapıyı bulabilmektedir. Temel nokta, dağınık sermaye sahipliğinin veya ellerinde hisse senedi bulunmayan yöneticilerin temsilcilik maliyetlerini artırmasına rağmen bu durumun şirket performansını artırabilme ihtimali olmasıdır. Eğer yöneticilerin sermaye sahipliği ile performans arasında sistematik bir ilişki olsaydı; hiçbir şirket temsilcilik maliyetlerini artırıp performansı düşürdüğü için dağınık sermaye yapısını seçmez ve firma hisselerine sahip olmayan profesyonel yöneticileri yönetime getirmezdi. Bununla birlikte içerden bilgi sağlama veya performansa dayalı yöneticilik bedelleri alınması, yöneticilerin ellerinde

tuttukları hisse miktarını gelecekteki performans beklentilerine göre ayarlamalarını sağlayabilir. Yöneticilerin performansa dayalı hisse senedi opsiyonu almaları da firma performansının sermaye sahipliğini etkilemesi yönünde ters bir ilişki ihtimali yaratabilir. Yani iddia edildiğinin aksine sermaye sahipliği şirket performansını etkilemeyebilir; çünkü sermaye sahipliği firma performansı veya diğer faktörlere bağımlı bir değişken olabilir. Bu ihtimali göz ardı ederek sermaye sahipliğinin şirket performansı üzerinde etkisini saptayan regresyonlar yapılması taraflı sonuçlarla karşılaşılmasına neden olabilir. *Demsetz ve Lehn (1985)*, Demsetz (1983) tarafından ortaya atılan sermaye sahipliğinin firmanın içinde bulunduğu koşullardan etkilenen bağımlı bir değişken olması varsayımı üzerine yaptıkları iki aşamalı regresyonlarda firma değerinin bir uzantısı olduğu düşünülen kârlılık ve sermaye sahipliği arasında bir ilişki olmadığını saptamışlardır.

Sermaye sahipliği bağımsız bir değişken değilse veya performansın sermaye sahipliğini etkileyebilme ihtimali düşünülürse², sermaye sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkilerin eşanlı (simultaneous) eşitlik olarak test edilmesi daha gerçekçi sonuçlar verebilir. *Loderer ve Martin (1997)* hem Tobin Q ile ölçtükleri performans hem de sermaye sahipliğini birbirine ve başka faktörlere bağımlı değişken kabul ederek eşanlı (simultaneous) regresyonlar gerçekleştirmişlerdir. Oluşturdıkları sistem şu şekildedir:

Tobin Q = f (Yöneticilerin Sermaye Sahipliği, logsatışlar, ele geçirmenin hisse senedi ile yapıp yapılmadığını gösteren kukla değişken)

Yöneticilerin Sermaye Sahipliği = g (Tobin Q, logsatışlar, firmanın hisse senedi getirilerinin günlük varyansı)

Loderer ve Martin (1997) bulunan ilişkilerin önemli olmakla birlikte, açıklama gücünün zayıf olduğuna dikkat çekmiştir. Yöneticilerin sermaye sahipliği Tobin Q ile ölçülen performans açıklayamazken, Tobin Q yöneticilerin sermaye sahipliğini azaltan bir açıklayıcıdır.

² *Kole (1996)* firma performansının yöneticinin sermaye payını etkilediğini bulmuştur.

Cho (1998) ise Jensen ve Meckling (1976)'in yatırımların firma değerini artırdığı konusundaki tartışmasından yola çıkarak yaptıkları en küçük doğrusal kareler (ordinary least squares) regresyonlarında, yöneticilerin sermaye sahipliğinin yatırımları etkilediğini ve sonuç olarak firma değerini etkilediğini bulmuştur. Cho (1998)'nun geliştirdiği eşanlı (simultaneous) sisteme göre ise;

Yöneticilerin Sermaye Sahipliği = f (Firma Değeri, Yatırımlar, Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri, Kazançlardaki Değişkenlik, Likidite, Endüstri)

Firma Değeri = g (Sermaye Sahipliği, Yatırımlar, Finansal Kaldıraç, Varlık Büyüklüğü, Endüstri)

Yatırımlar = h (Sermaye Sahipliği, Firma Değeri, Kazançlardaki Değişkenlik, Likidite, Endüstri)

Cho (1998)'nun eşanlı sistemde bulduğu sonuçlar en küçük doğrusal kareler regresyonlarında bulunanın tam tersine yatırımların firma değerini etkilediği ve firma değerinin ise yöneticilerin sermaye sahipliğini etkilediğini göstermektedir.

Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999) yöneticilerin sermaye paylarının Tobin Q üzerinde test edilmesinin çok doğru olmadığını göstermişlerdir; çünkü, Tobin Q'yu etkileyen bazı değişkenler, aynı zamanda yöneticilerin sermaye paylarını da etkilemektedir ve sermaye sahipliği diğer faktörlerden bağımsız olarak alınamaz. Örneğin, firma büyüklüğünün artması gözlem maliyetlerini artırdığı için yöneticilerin sermaye paylarını artırıcı bir etki yaratmaktadır. Sabit sermaye yatırımlarının gözlemlenebilirliğinin daha kolay olması, yöneticilerin daha az sermaye payı olmasıyla veya araştırma-geliştirme ve reklam harcamaları gibi isteğe bağlı olarak yapılan harcamaları gözlemlemenin yaratacağı temsilcilik maliyetinin fazla olması, yöneticilerin daha fazla sermaye sahibi olmasıyla sonuçlanmaktadır. Ayrıca riskin artması yöneticilerin ellerinde daha az hisse bulundurmalarıyla sonuçlanacaktır. Sonuçlar hem gözlenebilen firma karakteristikleri hem de gözlenemeyen sabit etkiler kontrol altına alınsa bile Tobin Q'yu etkilemesi beklenen yöneticilerin sermaye payının açıklanabilirliğinin başka değişkenlere bağlı olduğunu göstermektedir ve bu nedenden dolayı yöneticilerin sermaye payındaki değişimlerin firma performansını etkilediği ekonometrik olarak saptanamamıştır.

BEŞİNCİ BÖLÜM

5. TÜRK ŞİRKETLERİNİN SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISININ ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİLERİNİN İNCELENMESİ

5.1. VERİ TANIMI

Bu çalışmada IMKB’de hisse senetleri işlem gören şirketlerin sermaye sahipliği yapısının temsilcilik maliyeti ile ilişkisi ve şirket performansına olan etkileri incelenmiştir.

IMKB’de hisse senetleri işlem gören şirketlerin sermaye sahipliği yapısı ile ilgili veriler IMKB Kotasyon Müdürlüğü’nce hazırlanan Şirketler Yıllığından elde edilmiştir. Şirketler Yıllığı 1992 senesinden itibaren şirketlerin sermaye sahipliği yapıları hakkında düzenli olarak bilgi verdiğinden, bu çalışma 1992-2000 yıllarını kapsamaktadır. Ancak 1999 yılı verilerine ulaşamamıştır; bu nedenle bu yıla ait sermaye sahipliği yapısı gözardı edilmiştir.

Şirketler Yıllığı, şirketlerin genel müdür ve yönetim kurulu üyelerinin isimleri, başlıca ortakları ve sermaye payları ile ilgili bilgi vermektedir. Bu çalışmanın analizinde kullanılmak üzere Şirketler Yıllıklarının sermaye sahipliği yapısında verilen ortakların sermaye payları ile ilgili bilgilere göre aşağıdaki sermaye gruplarını oluşturduk:

1. Yöneticiler: Şirketlerin genel müdür ve yönetim kurulu kadrosunda bulunup sermaye sahipliği yapısında payları gösterilen kişilerdir.

2. Yönetici Olmayanlar: Aileden ve yöneticilerden olduğu saptanamayan ancak genelde önemli sermaye payları olan kişilerdir.

3. *Holding Şirketler:* Şirketler Yıllıkları holding şirketlerin sermaye paylarını direkt olarak sermaye sahipliği yapısında göstermektedir.

4. *Finansal Şirketler:* Bankalar, sigorta şirketleri ve diğer finansal şirketlerin sermaye paylarının toplamı olarak incelenmektedir. Diğer finansal şirketler içinde menkul kıymetler A.Ş., yatırım ve finansman şirketleri, mensupların oluşturduğu yardımlaşma sandıkları, faktoring ve finansal kiralama şirketleri yer alır.

5. *Finansal Olmayan Şirketler:* Finansman dışı alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin sermaye paylarının toplamı olarak alınmıştır.

6. *Devlet:* Belediyeler, il özel idareleri, özelleştirme idaresi başkanlığı gibi devlet kurumlarının sermaye paylarının toplamı olarak alınmıştır.

7. *Yabancılar:* Yabancı şirketler veya yabancı kişilerin sermaye paylarını göstermektedir.

8. *Kurumlar:* Sosyal yardım, eğitim ve spor gibi genel amaçlara hizmet eden vakıfların sermaye paylarını ifade etmektedir.

9. *Aileler:* Bütün aile üyelerini ve akrabalarını halka açık bilgilerden sağlamak çok zor olduğu için, soyadlarına bakılarak aileden olduğu açıkça görülebilen ve yöneticilerin içinde olmayan kişilerin, bu kişilerin eşleri, çocukları veya en yakın akrabaları olarak saptanabilen kişilerin sermaye payları tutarıdır.

10. *İşçi Sendikaları/Kooperatifler:* Tarım ve kredi koooperatifleri, pancar kooperatifleri gibi kooperatif ibaresini içeren şirketler ve yine aynı şekilde Tes-iş sendikası gibi sendika ibaresini içeren işçi sendikaları bu grupta incelenmiştir.

11. *Diğer*: Halka açıklık oranı olarak da gösterilen diğer grubu, diğer küçük sermaye paylarına sahip kişilerin sermaye paylarının toplamı olarak sermaye sahipliği yapısında gösterilmiştir.

Tablo 1 Türk şirketleri için oluşturduğumuz sermaye gruplarının 1992-2000 yılları arasındaki sermaye paylarının tanımlayıcı istatistiklerini toplu olarak vermektedir.

Tablo 1: Sermaye Grupları¹

	ORTALAMA	MEDYAN	ST.SAPMA.	MİNİMUM	MAKSİMUM
1 Yöneticiler (own1)	18.05	8.11	22.31	0.00	97.88
2 Yönetici Olmayanlar (own2)	11.28	5.76	13.97	0.00	84.91
3 Holding Şirketler (own3)	34.13	31.00	22.94	0.00	98.50
4 Finansal Şirketler (own4)	29.71	20.75	25.75	0.00	99.00
Bankalar (own5)	30.73	25.11	24.99	0.01	99.00
Sigorta Şirketleri (own6)	6.50	4.08	6.40	0.00	23.30
Diğer Finansal Şirketler (own7)	19.02	11.02	20.29	0.00	95.14
5 Finansal Olmayan Şirketler (own8)	29.64	24.64	24.04	0.00	98.20
6 Devlet (own9)	36.98	20.35	36.20	0.00	99.28
7 Yabancılar (own10)	37.25	36.00	25.29	0.10	96.75
8 Kurumlar (own11)	5.91	2.00	11.18	0.00	84.59
9 Aileler (own12)	13.44	7.51	17.29	0.01	85.00
10 İşçi Sendikaları/Kooperatifler (own13)	23.84	5.00	34.52	0.00	88.53
11 Diğer (own14)	32.43	28.99	19.89	0.10	100.00

Tablo 2 Türk şirketleri için oluşturulan sermaye gruplarının 1992-2000 yılları arasındaki sermaye paylarının tanımlayıcı istatistiklerini yıllara ayırarak incelemektedir.

Tablo 2: Sermaye Gruplarının Yıllara Göre Dağılımı

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	2000
<i>N</i>	<i>95</i>	<i>110</i>	<i>134</i>	<i>154</i>	<i>173</i>	<i>198</i>	<i>214</i>	<i>222</i>
1 Yöneticiler (own1)								
Ortalama	37.03	26.23	19.61	21.43	14.70	17.32	17.50	14.87
Medyan	27.70	18.88	10.96	11.75	4.22	6.01	5.73	4.16
St. Sapma.	27.40	22.13	21.99	23.36	21.20	21.60	23.47	19.89
Minimum	0.25	1.18	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Maksimum	93.73	71.35	81.77	79.60	81.05	81.73	97.88	84.80

¹ Bu çalışmada finansal şirketler (own4), sigorta şirketleri (own6), kurumlar (own11), işçi sendikaları/kooperatifler (own13) değişkenlerinin tanımlayıcı istatistikleri verilmekle birlikte analizlere dahil edilmemiştir.

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	2000
N	95	110	134	154	173	198	214	222
2 Yönetici Olmayanlar (own2)								
Ortalama	15.76	15.37	12.07	9.42	8.68	9.36	12.82	13.72
Medyan	17.40	8.91	5.75	5.48	4.74	4.94	5.83	7.57
St. Sapma.	4.31	16.98	13.59	10.62	11.03	12.27	15.69	16.82
Minimum	9.40	1.00	0.08	0.01	0.01	0.00	0.01	0.00
Maksimum	18.88	60.00	46.08	42.39	40.00	60.00	84.91	66.62
3 Holding Şirketler (own3)								
Ortalama	32.13	35.04	31.79	33.42	34.24	34.65	34.92	34.92
Medyan	24.93	29.18	26.00	27.78	32.74	31.88	33.50	32.34
St. Sapma.	20.20	23.21	23.19	24.84	23.34	22.64	22.60	23.03
Minimum	1.93	1.94	0.10	0.08	0.01	0.16	0.01	0.00
Maksimum	81.60	98.50	97.73	95.31	85.00	85.00	85.00	93.00
4 Finansal Şirketler (own4)								
Ortalama	34.56	34.66	29.81	29.36	25.71	27.45	29.29	30.42
Medyan	32.77	29.40	20.00	19.70	16.94	18.04	16.80	24.71
St. Sapma.	25.45	25.63	26.74	25.96	24.43	24.50	27.00	26.11
Minimum	2.15	2.15	0.03	0.04	0.01	0.12	0.00	0.00
Maksimum	99.00	98.69	97.00	92.17	90.55	94.19	95.14	84.00
Bankalar (own5)								
Ortalama	31.35	34.28	33.71	26.54	24.99	27.01	33.76	35.59
Medyan	20.00	25.30	27.88	19.20	16.94	21.18	30.91	34.22
St. Sapma.	27.52	28.18	27.55	23.35	22.27	21.16	26.04	24.84
Minimum	2.15	2.15	0.14	0.01	0.01	0.51	0.71	0.02
Maksimum	99.00	98.69	97.00	91.84	76.07	77.93	93.80	83.80
Sigorta Şirketleri (own6)								
Ortalama	12.09	10.90	6.64	6.37	5.95	6.80	5.99	5.09
Medyan	13.05	9.97	4.00	3.94	4.08	4.08	3.00	2.69
St. Sapma.	2.50	6.00	6.33	6.63	5.95	6.86	6.48	6.35
Minimum	9.00	3.00	0.45	0.11	0.03	0.12	0.00	0.02
Maksimum	15.00	20.87	21.78	21.78	21.78	23.30	21.78	21.78
Diğer Finansal Şirketler (own7)								
Ortalama	23.25	21.17	18.90	18.24	15.66	19.81	18.80	19.34
Medyan	14.65	13.89	12.63	10.92	9.00	11.67	9.25	9.86
St. Sapma.	17.70	17.24	19.17	19.86	18.71	22.15	22.52	21.24
Minimum	4.26	2.50	0.01	0.03	0.03	0.02	0.01	0.00
Maksimum	55.28	53.50	81.64	85.00	79.34	94.19	95.14	73.53
5 Finansal Olmayan Şirketler (own8)								
Ortalama	33.25	36.23	28.94	28.18	29.19	29.63	29.51	27.06
Medyan	26.77	30.21	22.46	23.42	25.00	26.21	25.24	22.00
St. Sapma.	22.39	23.81	24.25	23.50	24.33	23.60	23.66	25.33
Minimum	3.58	3.57	0.03	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
Maksimum	82.40	94.05	98.20	98.20	98.00	94.87	85.00	85.42
6 Devlet (own9)								
Ortalama	41.22	37.60	43.87	34.61	34.18	33.85	33.05	40.53
Medyan	30.56	21.31	26.19	12.97	17.50	18.51	16.67	30.36
St. Sapma.	35.14	35.03	37.03	38.68	37.31	36.52	37.06	38.91
Minimum	5.36	1.60	4.33	0.11	0.05	0.00	0.03	0.00
Maksimum	98.75	99.24	99.28	98.20	98.20	98.17	98.17	99.08
7 Yabancılar (own10)								
Ortalama	42.57	39.71	38.59	35.23	35.02	38.29	34.52	38.50
Medyan	40.25	40.42	39.00	33.76	33.76	37.50	33.76	37.81
St. Sapma.	24.77	18.15	26.04	25.43	25.57	26.35	26.31	26.50
Minimum	6.44	9.06	1.01	3.29	0.35	1.04	0.80	0.10
Maksimum	96.75	86.10	96.75	96.75	96.72	96.72	96.72	96.72

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	2000
N	95	110	134	154	173	198	214	222
8 Kurumlar (own11)								
Ortalama	13.55	15.16	5.79	8.46	3.32	7.60	2.94	4.75
Medyan	8.77	10.16	1.64	1.84	1.97	2.27	2.13	1.68
St. Sapma.	11.81	12.12	9.30	16.33	4.45	17.04	3.12	9.12
Minimum	5.67	4.68	0.01	0.01	0.01	0.00	0.04	0.02
Maksimum	31.00	31.00	31.00	70.00	21.00	84.59	10.16	48.11
9 Aileler (own12)								
Ortalama	41.79	48.43	17.63	12.71	7.23	9.14	9.48	9.52
Medyan	32.10	42.40	9.23	10.43	5.39	5.38	6.68	5.52
St. Sapma.	30.79	19.34	23.60	14.68	7.32	10.69	10.47	10.35
Minimum	5.35	26.40	0.02	0.03	0.03	0.01	0.01	0.01
Maksimum	81.67	85.00	83.40	59.51	30.11	33.77	33.77	53.12
10 İşçi Sendikaları /Kooperatifler (own13)								
Ortalama	24.58	32.47	47.02	19.93	11.98	39.86	23.81	19.95
Medyan	24.59	7.30	47.02	3.80	1.56	37.44	3.80	4.40
St. Sapma.	24.44	48.63	56.17	37.85	31.30	43.58	36.25	32.99
Minimum	7.30	1.60	7.30	1.56	0.31	0.04	0.04	0.08
Maksimum	41.87	88.53	86.74	87.59	84.58	84.52	84.52	84.35
11 Diğer (own14)								
Ortalama	34.82	29.95	29.68	31.12	33.28	33.55	32.44	33.57
Medyan	34.15	25.92	24.71	27.96	28.21	30.00	27.82	30.08
St. Sapma.	19.61	19.24	18.77	19.48	21.89	19.94	19.71	19.73
Minimum	1.00	0.76	0.72	1.80	1.80	1.76	0.51	0.01
Maksimum	99.75	86.00	95.89	100.00	100.00	99.08	98.00	99.89

1992-2000 arasında yeni şirketler IMKB’de işlem görmeye başlamış ve bazı şirketler borsadan çıkarılmıştır. Yeni şirketlerin hisse senetleri IMKB’de işlem görmeye başladığı için, örnekte bulunan şirket sayısı yıllar itibariyle artmaktadır. Örneğin, 1992’de 95 olarak incelenen şirket sayısı, 2000’de 222’ye yükselmiştir. Bütün seneler için toplam 1300 gözlem vardır.

Tablo 1’de görüldüğü gibi Türk şirketlerinde ortalama olarak en yüksek sermaye paylarına holding şirketler (%34.13), bankalar (%30.73), devlet (%36.98), yabancılar (%37.25) ve diğer hissedarlar (%32.43) sahiptir. Tablo 2’de yıllara göre bulunan sonuçlar da yaklaşık olarak aynı değerleri vermektedir. Belirgin olan iki trend yıllar itibariyle yöneticilerin ve ailelerin sermaye paylarının gitgide azalmakta olduğudur. Şirketler grubu şeklindeki yapının yaygın olduğu ülkemizde holding şirketlerin karar alma mekanizmasını, yine aynı kişiler veya aileler tarafından sahip olunan bankaların ise grubun finansman ihtiyacını karşıladığını görmekteyiz. 90’lı yıllarda özelleştirme sürecini hızlandıran, fakat tamamlamayan ülkemizde devletin bazı şirketlerde yüksek sermaye paylarına sahip olması olağan bir sonuçtur. Diğer

hissedarların toplam sermaye payı veya halka açıklık oranı yüksek olmakla birlikte bu değer küçük hissedarların sermaye paylarının toplamıdır.

Tablo 1 ve Tablo 2'deki sonuçlardan Türk şirketlerinde sermaye gruplarının hemen hemen tamamının %20'den fazla sermaye payına sahip olduğu görülmektedir; bu sonuç Türk şirketlerinin sermaye yoğun bir yapıda olduğunu göstermektedir.

Finans literatürü sermaye sahipliği yapısının şirket performansı üzerinde etkilerini incelerken, sermaye sahipliği yapısı ölçütü olarak, en büyük hissedarların sermaye payları ile yöneticilerin sermaye sahipliği yapısının kullanılması ağırlık kazanmıştır. Demsetz ve Lehn (1985) en büyük hissedarların sermaye paylarını alırken, daha sonraki yıllarda yapılan çalışmalarda şirket hissedarlarıyla farklı çıkarları olan yöneticilerin yarattığı temsilcilik problemlerinin performansa etkisi üzerinde durulmaya başlanmış ve yöneticilerin sermaye payları temel ölçüt olarak alınmıştır. Yöneticilerin sermaye payları şirket yöneticileri ve yönetim kurulu üyelerinin paylarından oluşmaktadır; özellikle yönetim kurulu üyeleri büyük hissedarları temsil eden kişilerdir ve sadece kendi çıkarları için çalışmazlar; örneğin, ailelerin sermaye payları ve yöneticilerin sermaye payları arasında pozitif bir korelasyon olduğu bulunmuştur. Özellikle sermaye yoğun yapıda olan Türk şirketlerinin çoğunluğunda aileler ve yine bu aileler tarafından sahip olunan holding şirketlerin, bankaların yöneticileri veya önemli sermaye sahipleri, hatta şirkete ortak olan yabancı şirketlerin sahipleri yönetim kurulunda yer almaktadır. Dolayısıyla Türk şirketleri için sadece yöneticilerin ve diğer grupların ayrı ayrı sermaye payına bakmak ve bunlarla performans arasındaki ilişkileri incelemek yeterli bir yaklaşım olmayacaktır; bu nedenle bu tezde şirket performansını en büyük hissedarın ve en büyük 3 hissedarın sermaye paylarının etkileyebileceği de düşünülmüş ve analizlere bu açıdan da yaklaşılmıştır.

En büyük hissedarın ve en büyük 3 hissedarın sermaye paylarına göre sermaye sahipliğinin daha yoğun olduğu şirketlerde, yöneticilerin aynı zamanda hissedar olma olasılığı daha yüksektir. Bu tür şirketlerde hissedarlar ve yöneticilerin

ilgi ve çıkarlarının birleşmesi sonucu en büyük hissedarları temsil eden yöneticiler şirketin piyasa değerini artırmak için çalışırlar. Diğer taraftan sermaye sahipliğinin daha az yoğun olduğu şirketlerde hissedarların yönetimden ayrılması ihtimali ve şirketin profesyonel yöneticilerle yönetilme olasılığı kuvvetlenmekte, şirket varlıklarının ve kaynaklarının daha etkin olarak satışlara çevirilebilme çabasının artma ihtimali yükselmekte ve dolayısıyla muhasebesel kârlılık artabilmektedir.

Bu çalışmada performans ölçütlerinden, piyasa değeri ölçütü olarak TOBINQ, muhasebesel kârlılık ölçütü olarak Toplam Varlıkların Kârlılığı (Return on Total Assets: ROA) ve Özsermayenin Kârlılığı (Return on Equity: ROE) oranları alınmıştır. Bu ölçütler FINNET veri tabanından elde edilen veriler kullanılarak 1992-2000 yılları arası için hesaplanmıştır.

TOBINQ firmanın sermaye sahipliği ve piyasa değerine bağlı olması ve gelecekteki büyüme potansiyellerini göstermesi açısından şirket performanslarının değerlendirildiği literatürde çok kullanılan bir ölçüt olmasına karşın, Türkiye’de yaygın olarak kullanılan bir ölçüt değildir. TOBINQ gerçekte şirketin hem borç hem de öz sermayesinin piyasa değerinin şirketin toplam varlıklarını yenileme maliyetine oranıdır. Chung ve Provitt (1994) basit bir yaklaşım ile TOBINQ’yu aşağıdaki şekilde hesaplayabileceğimizi belirtmiştir:

• TOBIN Q : $\frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar} + \text{Uzun Vadeli Borçlar} + \text{Öz sermayenin Piyasa Değeri}}{\text{Toplam Varlıklar}}$

Bu formülde öz sermayenin piyasa değeri, hisse senedi sayısı ile hisse fiyatını çarpmak suretiyle bulunmuştur. Türkiye’de duran varlıkların yeniden değerlendirilmesine izin verildiği için toplam varlıkların değeri yaklaşık olarak yenileme maliyetini verecektir.

Muhasebesel kârlılık ölçütleri olan Toplam Varlıkların Kârlılığı (Return on Total Assets: ROA) ve Özsermayenin Kârlılığı (Return on Equity: ROE) oranları ise şu şekilde hesaplanmıştır:

• ROA: $\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	• ROE: $\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Öz sermaye}}$
---	---

TOBIN Q, ROA ve ROE ölçütlerini değerlendirirken farklı perspektiflerden bakılmalıdır. Birincisi zaman perspektifidir, Varlıkların Kârlılığı (Return on Total Assets: ROA) ve Özsermayenin Kârlılığı (Return on Equity: ROE) oranları geçmişe dönük muhasebe kârlarından hesaplanmaktadır; ancak TOBINQ ileriye yönelik ve tahminlemeye dayalı bir ölçütdür. İkincisi, Varlıkların Kârlılığı (Return on Assets: ROA) ve Özsermayenin Kârlılığı (Return on Equity: ROE) muhasebe standartları ve muhasebecinin bakış açısıyla şekillenirken, TOBINQ yatırımcının psikolojisine bağlı olarak değişmektedir. Özellikle TOBINQ hesaplanırken piyasa değerinin bulunması sırasında maddi olmayan varlıkların gerçek değerinin saptanamaması ve varlıkları yenileme maliyetini hesaplarken sadece maddi olan varlıkların kullanılması yatırımcıların tahmin yeteneğine ve optimistik veya pesimistik olmasına bağlı olmaktadır. Ancak piyasa kısıtlarının muhasebe kısıtlarından daha gerçekçi olduğunu savunan pek çok ekonomist TOBINQ'nun daha iyi bir performans ölçütü olduğunu savunmaktadır. Bunun yanı sıra TOBINQ ve kârlılık ölçütleri arasında pozitif bir korelasyon vardır; çünkü TOBINQ hesaplanırken paydada toplam varlıkların yenileme maliyeti yerine defter değeri alınmıştır ve şirketin piyasa değeri ile muhasebe kârlılığının paralellik göstermesi gerekir, örneğin yüksek hisse senedi fiyatları şirketin kârlı olduğunun bir göstergesidir. Bizim örneğimizde TOBINQ ile ROA arasında 0.49 ve TOBINQ ile ROE arasında 0.36 değerinde pozitif bir korelasyon vardır. Bu rakamlar istatistiksel olarak 0'dan farklı olmasına rağmen çok yüksek değildir; ROA ile ROE arasındaki korelasyon ise daha yüksek ve 0.69'dur. Sonuç olarak TOBIN Q, ROE ve ROA kullanarak bulunabilecek performans farklı veya paralel sonuçlar verebilir.

Tablo 3 sermaye yoğunluğu ölçütü olarak ele aldığımız en büyük hissedarın ve en büyük 3 hissedarın sermaye paylarının tanımlayıcı istatistiklerini performans ölçütleri olan TOBIN Q, ROE ve ROA ölçütlerinin tanımlayıcı istatistikleri ile birlikte yıl yıl ve toplu olarak göstermektedir.

Tablo 3: Sermaye Yoğunluğu ve Performans Ölçütleri

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	2000	TOPLU
	95	110	134	154	173	198	214	222	1300
En büyük hissedarın sermaye payı (con1)									
Ortalama	0.46	0.50	0.50	0.49	0.48	0.48	0.50	0.49	0.49
Medyan	0.47	0.50	0.50	0.50	0.48	0.48	0.49	0.50	0.49
St. Sapma.	0.23	0.23	0.22	0.21	0.21	0.21	0.21	0.20	0.21
Minimum	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00
Maksimum	0.99	0.99	0.99	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.99
En büyük 3 hissedarın sermaye payı (contot3)									
Ortalama	0.61	0.66	0.67	0.65	0.64	0.64	0.67	0.66	0.65
Medyan	0.65	0.70	0.69	0.68	0.68	0.68	0.70	0.70	0.68
St. Sapma.	0.23	0.21	0.19	0.20	0.21	0.20	0.20	0.20	0.20
Minimum	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00	0.01	0.02	0.00	0.00
Maksimum	0.99	0.99	0.99	0.98	0.98	0.98	1.00	1.00	1.00
TOBINQ									
Ortalama	1.39	2.64	2.07	1.64	1.93	2.05	1.37	1.55	1.71
Medyan	1.01	2.30	1.72	1.42	1.54	1.78	1.11	1.25	1.41
St. Sapma.	1.04	1.32	1.24	1.03	1.49	1.22	0.81	1.01	1.10
Minimum	0.33	0.76	0.69	0.51	0.54	0.50	0.37	0.49	0.33
Maksimum	5.68	9.48	9.90	8.09	11.31	9.55	6.63	7.59	9.90
ROA									
Ortalama	0.08	0.12	0.13	0.13	0.13	0.14	0.06	0.04	0.08
Medyan	0.07	0.09	0.09	0.11	0.10	0.09	0.05	0.04	0.07
St. Sapma.	0.12	0.13	0.15	0.11	0.12	0.15	0.13	0.12	0.11
Minimum	-0.49	-0.63	-0.64	-0.29	-0.14	-0.26	-0.79	-0.48	-0.47
Maksimum	0.43	1.25	0.58	0.44	0.54	0.67	0.44	0.36	0.49
ROE									
Ortalama	0.15	0.22	0.18	0.19	0.23	0.23	0.12	0.11	0.17
Medyan	0.16	0.22	0.18	0.34	0.23	0.23	0.13	0.12	0.17
St. Sapma.	0.20	0.16	0.19	0.26	0.15	0.17	0.18	0.17	0.18
Minimum	-0.43	-0.33	-0.45	-0.37	-0.34	-0.33	-0.39	-0.49	-0.49
Maksimum	0.50	0.49	0.49	0.46	0.48	0.50	0.50	0.48	0.49

Tablo 3’de görüldüğü gibi Türk şirketlerinde en büyük hissedarın sermaye payı ortalama olarak %50 gibi büyük bir rakamdır; en büyük 3 hissedarın sermaye payını hesapladığımız takdirde yaklaşık olarak %65 gibi büyük bir değere sahip olmaktadır. Yani ülkemizde yöneticilerin bu grupta olmasa bile en büyük hissedarların kararlarından etkileneneceği kesindir.

TOBINQ 1994 yılına kadar artış göstermiş 1995-1996 yıllarında düşüş göstermiş ve 1997 yılında tekrar artarak 1998 ve 2000 yıllarında tekrar düşüşe geçmiştir. ROA 1994 yılına kadar artış göstermiş, daha sonra 1997 yılına kadar sabit bir seyirle ilerleyerek 1998 ve 2000 yıllarında tekrar düşüş göstermiştir. ROE ise 1994, 1998 ve 2000 yıllarında düşüş göstermiştir. 1994 krizi ve 1998'den beri Türk ekonomisinin kötüye doğru gidişi, şirketlerin toplam varlıklarının ve öz sermayelerinin kârlılığının ve piyasa değerinin düşmesiyle sonuçlanmıştır.



5.2. AMPİRİK SONUÇLAR

5.2.1. Temsilcilik Maliyetlerinin Sermaye Sahipliği Yapısına Göre Değerlendirilmesi:

Firmaların temsilcilik maliyetini ölçmek için iki oran kullanılmıştır:

Birincisi, Satışlar / Toplam Aktifler oranıdır. Bu oran, firma yönetiminin varlıkları ne kadar etkin olarak kullandığını göstermektedir. Eğer bir yönetici şirket varlıklarını kârlı yatırımlar yapmak için harcamıyor veya şirket varlıklarını kendi çıkarı ve ilgisi doğrultusunda gereksiz harcamalara yatırıyor ise, bu şirketin aktiflerini satışa çevirebilmesi ve firma değerini artırabilmesi olasılığı düşecektir. Satışlar / Toplam Aktifler oranı arttıkça, yöneticinin firma değerini artıran kararlar alması ve temsilcilik maliyetlerinin düşmesi beklentisi artmaktadır.

İkincisi, Faaliyet Giderleri / Satışlar oranıdır. Bu oran, firma yönetiminin faaliyet giderlerini ne kadar etkin harcadığını ölçmektedir. İşletmenin esas faaliyeti ile ilgili bulunan giderleri ve genel yönetim giderlerini kapsayan faaliyet giderlerinin satışlara oranla artması, yöneticilerin ve kurumsal yönetimi etkileyen en büyük hissedarların gereksiz imtiyazlar kullanması, firma kaynaklarının gelir artırıcı faaliyetler yerine lüks tüketim gibi giderlere harcanması, bu giderlerin en büyük hissedarlar tarafından kontrol edilmemesi temsilcilik maliyetlerinin artması sonucunu doğurmaktadır.

Sermaye sahipliği yapılarında temsilcilik maliyetlerine göre farklılık olup olmadığını analiz etmek için 1992-2000 yılları arasında Satışlar / Toplam Aktifler ve Faaliyet Giderleri / Satışlar oranları saptanabilen toplam 1300 gözlem, hem Satışlar / Toplam Aktifler oranı hem de Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına dayanarak saptanan medyan değerine göre iki gruba ayrılmıştır. Satışlar / Toplam Aktifler açısından bakıldığında, medyan değerinin üzerinde kalan 650 gözlem (medyan üstü grup) şirket varlıklarını etkin kullanan temsilcilik maliyetlerinin düşük olduğu

firmalar iken, medyan değerinin altında kalan 650 gözlem (medyan altı grup) şirket varlıklarının etkin olarak kullanılmadığı temsilcilik maliyeti yüksek olan firmalar olarak düşünülmüştür. Faaliyet Giderleri / Toplam Aktifler oranına göre ise, medyan değerinin üzerinde kalan firmalar (medyan üstü grup) faaliyet giderlerinin ve temsilcilik maliyetlerinin fazla olduğu firmalardır. Medyan değerinin altında kalan firmalar (medyan altı grup) faaliyet giderlerinin satışlar karşısında az olduğu temsilcilik maliyetleri düşük olan firmalar olarak değerlendirilmiştir.

Tablo 4, 1992-2000 yılları arasındaki 1300 gözlemin Satışlar / Toplam Aktifler ve Faaliyet Giderleri / Satışlar oranları baz alınarak saptanan medyan üstü ve medyan altı gruplardaki hissedarların sermaye payları arasında önemli bir farklılık olup olmadığını göstermektedir.

Tablo 4: 1992-2000 Yılları Arasında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi:

TOPLAM	Satışlar / Toplam Aktifler				Faaliyet Giderleri / Satışlar		
	1300	650	650		650	650	
	Ortalama	Medyan Üstü	Medyan Altı	Fark	Medyan Üstü	Medyan Altı	Fark
own1	0.09	0.09	0.09	(0.36)	0.07	0.11	(13.87)***
own2	0.03	0.03	0.03	(0.09)	0.02	0.04	(5.27)**
own3	0.16	0.16	0.17	(0.34)	0.18	0.14	(10.03)***
own5	0.05	0.03	0.07	(26.05)***	0.07	0.04	(11.01)***
own7	0.05	0.04	0.05	(1.07)	0.05	0.04	(1.03)
own8	0.16	0.16	0.15	(1.09)	0.17	0.15	(3.99)**
own9	0.04	0.04	0.04	(0.00)	0.04	0.04	(0.37)
own10	0.05	0.07	0.04	(7.90)***	0.06	0.05	(0.42)
own12	0.02	0.02	0.02	(0.40)	0.02	0.02	(0.15)
own14	0.33	0.33	0.33	(0.34)	0.30	0.35	(16.19)***
lnsat	15.39	15.74	15.09	(37.24)***	15.00	15.79	(48.84)***
con1	0.49	0.49	0.49	(0.52)	0.52	0.46	(26.99)***
contot3	0.65	0.65	0.65	(0.25)	0.68	0.63	(18.97)***

Temsilcilik maliyetlerinin bir ölçütü olarak Satışlar / Toplam Aktifler oranına bakıldığında medyan altı ve üstündeki firmalar arasında bankaların (own5) ve yabancıların (own10) sermaye sahipliği yapıları haricinde bir farklılığa rastlanmamaktadır. Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre ise, medyan altı ve üstündeki firmalar arasında hissedarların sermaye paylarının ortalama değerlerinde önemli farklılıklar gözlemlenmektedir.

Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre bulunan medyan değerinin altında bir değere sahip olan ve temsilcilik maliyetlerinin az olduğu düşünülen firmalarda yöneticilerin (own1) ortalama sermaye payları (%11), bu oranın yüksek olduğu firmalardaki sahiplik payı ile karşılaştırıldığında (%7) istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık gözlemlenmektedir. Bu sonuç yöneticilerin sermaye payı arttıkça temsilcilik maliyetlerinin düşeceğini doğrulamaktadır.

Holding şirketlerin (own3) ortalama sermaye paylarının Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre saptanan medyan üstü grupta fazla olması ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir fark yaratması; holding şirketlerin sermaye paylarının artmasının temsilcilik maliyetlerini artırdığını göstermektedir. Türkiye’de genellikle holding şirketler ve holding şirketlerin sermaye sahibi olduğu şirketlerin aynı kişiler tarafından sahip olunması nedeniyle holdinglerin kurumsal yönetimde önemli bir etkilerinin olduğu düşünülürse, temsilcilik maliyetlerinin artması beklenen bir sonuç olmaktadır.

Bankaların (own5) ortalama sermaye paylarının Satışlar / Toplam Aktifler oranına göre belirlenen medyan altı grupta fazla olduğu, Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre belirlenen medyan üstü grupta fazla olduğu göze çarpmaktadır. Bankaların sermaye sahipliği temsilcilik maliyetlerini artırmaktadır. Bu sonuç, Türkiye’de bankaların kredi verdiği şirketleri gözlemleyerek şirket varlıklarının daha etkin kullanılmasını sağlayan ve imtiyazlı harcamaları azaltan kurumlar olmadığını göstermektedir; çünkü Türk bankalarının çoğu sermaye sahibi aileler veya holding şirketlerin özel bankası konumundadır ve Türkiye’de bankaların bu şirketlerden bağımsız hareket ettiğini veya etkin bir kontrol ve gözlem sağladığını söylemek imkansızdır. Bu durumun diğer bir nedeni bankaların kredi verdikleri şirketlerin başarısız olmaları durumunda, bağlı ortaklık veya iştirak olarak kendi sahipliklerine geçmesi olarak açıklanmaktadır.

Diğer finansal şirketlerde (own7) belirgin bir etki bulunamamış olmakla birlikte finansal olmayan şirketlerin (own8) ortalama sermaye paylarının Faaliyet

Giderleri / Satışlar oranına göre belirlenen medyan üstü grupta fazla olması finansal olmayan şirketlerin sermaye paylarının artmasının da temsilcilik maliyetini artırabileceğini göstermektedir. Devletin (own9) Türk şirketlerinde büyük sermaye payına sahip olması temsilcilik maliyetleri açısından önemli bir etki yaratmamaktadır; bunun nedeni devletin büyük sermaye payları olmasına karşın ortak olduğu şirket sayısının düşük olmasıdır. Devletin ortak olduğu şirket sayısı 20 civarındayken, temsilcilik maliyetlerini etkileyen holding şirketlerin ortak olduğu şirket sayısı 120'yi geçmektedir; aynı şekilde bankalar ortalama olarak 50 şirkette sermaye payına sahiptir.

Yabancıların (own10) ortalama sermaye paylarının Satışlar / Toplam Aktifler oranına göre belirlenen medyan üstü grupta fazla olması yabancı şirketlerin temsilcilik maliyetlerini düşürmede ve Türk şirketlerini gözlemlemede etkili olduğunu ispatlamaktadır.

Sermaye yoğunluğu ölçütleri olarak ele aldığımız en büyük hissedarın ortalama sermaye payının (con1) ve en büyük 3 hissedarın ortalama sermaye payları toplamının (contot3) Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre belirlenen medyan üstü grupta medyan altı gruba göre %1 önemlilik derecesinde fazla olması, en büyük hissedarın ve en büyük 3 hissedarın sermaye payı arttıkça faaliyet giderlerinin ve temsilcilik maliyetlerinin artabileceğini göstermektedir. Bu sonuç en büyük hissedarları arasında büyük bir olasılıkla holding şirketler ve bankalar olan Türk şirketlerinde sermaye paylarının artmasının daha fazla yerleşiklik etkisi yaratarak temsilcilik maliyetlerini artırdığını göstermektedir. Ortalama halka açıklık oranının (own14) ve yönetici olmayan kişilerin (own2) ortalama sermaye paylarının Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre belirlenen medyan altı grupta fazla olması, halka açıklık oranı ve yönetici olmayan kişilerin sermaye paylarının artmasının sermaye yoğunluğunu düşürerek yerleşiklik etkisini düşürmesi olasılığını artırması nedeniyle temsilcilik maliyetlerinin düşeceğini göstermiştir.

Ayrıca, temsilcilik maliyetlerini ölçmede kullandığımız iki oran direkt olarak satışlarla ilişkilendirildiği için satışların (lnsat: satışların doğal logaritması) etkisine de bakılmıştır. Buna göre satışların, Satışlar / Toplam Aktifler oranı ile belirlenen medyan üstü grupta daha büyük olması ve Faaliyet Giderleri / Satışlar oranı ile belirlenen medyan altı grupta daha büyük olması, bu ölçütlerin temsilcilik maliyetini ölçmede iyi birer ölçüt olabileceklerini göstermektedir. Satışlar / Toplam Aktifler oranına göre ayırdığımız medyan üstü ve medyan altı grup arasında toplam aktifler bakımından bir farklılık yoktur (sonuçlar rapor edilmemiştir). Bu durum toplam aktifleri ortalama olarak aynı olan iki grubun farklı satış miktarlarına sahip olduğunu göstermektedir. Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre medyan üstü grubun hem satışları medyan altı gruba göre az hem de faaliyet giderleri medyan altı gruba göre fazladır. Bu durum, neden Faaliyet Giderleri / Satışlar oranı ile sermaye sahiplik yapılarının medyan altı ve üstünde daha çok farklılık gösterdiğini açıklayabilir.

Tablo 5, Tablo 6, Tablo 7, Tablo 8, Tablo 9, Tablo 10, Tablo 11, Tablo 12, 1992-2000 yılları arasında Satışlar / Toplam Aktifler ve Faaliyet Giderleri / Satışlar oranları baz alınarak saptanan medyan üstü veya medyan altı gruplardaki hissedarların sermaye payları arasında önemli bir farklılık olup olmadığını göstermektedir.

Tablo 5: 1992 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi:

1992	Satışlar / Toplam Aktifler				Faaliyet Giderleri / Satışlar		
	95 Ortalama	48 Medyan üstü	47 Medyan altı	Fark	48 Medyan üstü	47 Medyan altı	Fark
own1	0.05	0.06	0.03	(0.87)	0.02	0.07	(2.20)
own2	0.00	0.01	0.00	(0.09)	0.00	0.01	(0.16)
own3	0.12	0.13	0.12	(0.07)	0.14	0.11	(0.45)
own5	0.08	0.06	0.11	(1.57)	0.08	0.09	(0.17)
own7	0.04	0.04	0.00	(0.17)	0.04	0.05	(0.06)
own8	0.17	0.19	0.14	(1.07)	0.19	0.14	(0.95)
own9	0.07	0.04	0.09	(1.88)	0.07	0.06	(0.09)
own10	0.06	0.07	0.05	(0.33)	0.06	0.07	(0.13)
own12	0.01	0.02	0.00	(1.47)	0.02	0.00	(1.47)
own14	0.34	0.33	0.35	(0.11)	0.33	0.35	(0.06)
lnsat	95.00	12.95	12.47	(2.41)	12.13	13.31	(16.47)***
con1	0.49	0.46	0.46	(0.00)	0.49	0.43	(1.99)
contot3	0.66	0.62	0.59	(0.47)	0.61	0.60	(0.04)

Tablo 6: 1993 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi:

1993	Satışlar / Toplam Aktifler				Faaliyet Giderleri / Satışlar			
	110	55	55		55	55		
	Ortalama	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	
own1	0.05	0.07	0.03	(2.13)	0.04	0.06	(0.88)	
own2	0.01	0.01	0.01	(0.00)	0.02	0.00	(0.01)	
own3	0.15	0.14	0.16	(0.18)	0.15	0.15	(0.02)	
own5	0.08	0.06	0.10	(1.54)	0.09	0.06	(1.20)	
own7	0.05	0.04	0.06	(0.65)	0.06	0.04	(0.27)	
own8	0.18	0.21	0.15	(1.94)	0.19	0.17	(0.09)	
own9	0.07	0.05	0.10	(1.57)	0.08	0.06	(0.12)	
own10	0.05	0.04	0.05	(0.19)	0.05	0.05	(0.03)	
own12	0.02	0.03	0.02	(0.58)	0.01	0.04	(1.56)	
own14	0.31	0.31	0.30	(0.04)	0.30	0.32	(0.27)	
lnsat	13.35	13.64	13.07	(3.47)*	12.93	13.78	(8.07)***	
con1	0.50	0.50	0.49	(0.07)	0.52	0.48	(0.79)	
contot3	0.67	0.66	0.67	(0.01)	0.67	0.66	(0.14)	

Tablo 7: 1994 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi:

1994	Satışlar / Toplam Aktifler				Faaliyet Giderleri / Satışlar		
	134	67	67		67	67	
	Ortalama	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	Medyan üstü	Medyan altı	Fark
own1	0.09	0.10	0.08	(0.57)	0.05	0.13	(5.85)**
own2	0.01	0.01	0.01	(0.44)	0.00	0.02	(2.50)
own3	0.15	0.12	0.18	(2.50)	0.17	0.14	(0.40)
own5	0.06	0.04	0.09	(2.47)	0.08	0.05	(1.19)
own7	0.05	0.05	0.06	(0.18)	0.06	0.04	(1.40)
own8	0.16	0.20	0.12	(4.45)**	0.17	0.16	(0.16)
own9	0.05	0.03	0.06	(0.62)	0.04	0.05	(0.08)
own10	0.05	0.07	0.04	(0.56)	0.06	0.05	(0.06)
own12	0.04	0.05	0.04	(0.09)	0.04	0.04	(0.05)
own14	0.31	0.30	0.31	(0.07)	0.31	0.31	(0.01)
lnsat	14.03	14.31	13.75	(4.28)**	13.47	14.58	(19.33)***
con1	0.48	0.50	0.50	(0.00)	0.51	0.49	(0.42)
contot3	0.64	0.68	0.67	(0.10)	0.67	0.67	(0.03)

Tablo 8: 1995 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi:

1995	Satışlar / Toplam Aktifler				Faaliyet Giderleri / Satışlar		
	154	77	77		77	77	
	Ortalama	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	Medyan üstü	Medyan altı	Fark
own1	0.12	0.12	0.12	(0.01)	0.10	0.13	(0.92)
own2	0.03	0.03	0.02	(0.19)	0.02	0.03	(1.66)
own3	0.15	0.15	0.14	(0.09)	0.17	0.13	(1.12)
own5	0.05	0.02	0.07	(6.12)**	0.06	0.04	(0.69)
own7	0.05	0.04	0.06	(0.43)	0.05	0.04	(0.14)
own8	0.15	0.17	0.13	(1.31)	0.18	0.13	(2.01)
own9	0.04	0.04	0.04	(0.00)	0.04	0.04	(0.01)
own10	0.05	0.06	0.05	(0.22)	0.05	0.05	(0.00)
own12	0.02	0.01	0.03	(2.40)	0.02	0.02	(0.01)
own14	0.33	0.33	0.33	(0.00)	0.30	0.35	(2.22)
lnsat	14.65	15.08	14.23	(13.12)***	14.20	15.11	(15.29)***
con1	0.48	0.49	0.49	(0.03)	0.53	0.45	(6.23)**
contot3	0.64	0.65	0.65	(0.01)	0.68	0.62	(4.32)**

Tablo 9: 1996 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi:

1996	Satışlar / Toplam Aktifler				Faaliyet Giderleri / Satışlar			
	173	87	86		87	86		
	Ortalama	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	
own1	0.09	0.08	0.10	(0.11)	0.07	0.11	(2.66)	
own2	0.03	0.03	0.03	(0.00)	0.03	0.03	(0.09)	
own3	0.17	0.16	0.17	(0.32)	0.21	0.12	(6.20)**	
own5	0.05	0.03	0.07	(3.66)*	0.05	0.04	(0.28)	
own7	0.04	0.03	0.05	(2.64)	0.04	0.03	(0.42)	
own8	0.17	0.18	0.16	(0.06)	0.19	0.14	(2.23)	
own9	0.04	0.05	0.03	(0.53)	0.04	0.05	(0.26)	
own10	0.05	0.06	0.03	(1.69)	0.03	0.06	(1.54)	
own12	0.01	0.00	0.01	(1.49)	0.01	0.01	(0.06)	
own14	0.35	0.36	0.33	(0.91)	0.31	0.38	(3.45)*	
lnsat	15.40	15.94	14.86	(23.40)***	14.86	15.94	(25.51)***	
con1	0.49	0.47	0.49	(0.37)	0.53	0.43	(8.44)***	
contot3	0.65	0.62	0.65	(0.78)	0.67	0.60	(4.81)**	

Tablo 10: 1997 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi:

1997	Satışlar / Toplam Aktifler				Faaliyet Giderleri / Satışlar			
	198	99	99		99	99		
	Ortalama	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	
own1	0.09	0.09	0.09	(0.01)	0.07	0.11	(1.84)	
own2	0.03	0.03	0.03	(0.00)	0.02	0.04	(2.37)	
own3	0.18	0.18	0.17	(0.20)	0.19	0.16	(0.98)	
own5	0.05	0.03	0.07	(4.31)**	0.06	0.03	(1.32)	
own7	0.05	0.05	0.06	(0.43)	0.06	0.04	(0.77)	
own8	0.15	0.15	0.15	(0.07)	0.16	0.14	(0.39)	
own9	0.03	0.04	0.02	(0.71)	0.03	0.03	(0.03)	
own10	0.05	0.06	0.04	(0.37)	0.05	0.05	(0.04)	
own12	0.01	0.01	0.01	(1.10)	0.02	0.00	(2.92)*	
own14	0.35	0.36	0.34	(0.51)	0.32	0.37	(3.36)*	
lnsat	16.10	16.64	15.55	(27.86)***	15.72	16.51	(13.72)***	
con1	0.50	0.48	0.48	(0.02)	0.51	0.45	(3.09)*	
contot3	0.67	0.63	0.65	(0.40)	0.67	0.61	(3.24)*	

Tablo 11: 1998 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi:

1998	Satışlar / Toplam Aktifler				Faaliyet Giderleri / Satışlar			
	214	107	107		107	107		
	Ortalama	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	
own1	0.10	0.10	0.09	(0.15)	0.07	0.13	(4.45)**	
own2	0.05	0.06	0.04	(2.86)*	0.03	0.07	(4.48)**	
own3	0.18	0.17	0.18	(0.09)	0.22	0.14	(6.54)**	
own5	0.05	0.02	0.08	(8.82)***	0.07	0.02	(4.90)**	
own7	0.04	0.05	0.04	(0.28)	0.04	0.05	(0.08)	
own8	0.16	0.14	0.17	(0.68)	0.17	0.15	(0.43)	
own9	0.03	0.04	0.02	(0.47)	0.03	0.03	(0.09)	
own10	0.05	0.08	0.03	(4.37)**	0.07	0.04	(1.45)	
own12	0.01	0.01	0.01	(0.06)	0.01	0.01	(0.00)	
own14	0.32	0.31	0.33	(0.42)	0.28	0.35	(6.96)***	
lnsat	16.47	17.01	15.92	(31.80)***	16.12	16.84	(12.79)***	
con1	0.50	0.50	0.50	(0.00)	0.53	0.47	(4.90)**	
contot3	0.66	0.67	0.66	(0.33)	0.70	0.63	(7.04)***	

Tablo 12: 2000 Yılında Türk Şirketlerinin Temsilcilik Maliyetlerinin Hissedarlara Göre Değerlendirilmesi:

2000	Satışlar / Toplam Aktifler				Faaliyet Giderleri / Satışlar			
	222	111	111		111	111		
	Ortalama	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	Medyan üstü	Medyan altı	Fark	
own1	0.10	0.10	0.10	(0.07)	0.09	0.11	(1.17)	
own2	0.04	0.04	0.04	(0.09)	0.04	0.04	(0.22)	
own3	0.18	0.19	0.17	(0.13)	0.21	0.15	(4.14)**	
own5	0.05	0.01	0.08	(12.29)***	0.06	0.03	(1.80)	
own7	0.04	0.05	0.04	(0.35)	0.04	0.05	(0.34)	
own8	0.15	0.13	0.16	(1.20)	0.14	0.16	(0.23)	
own9	0.03	0.03	0.02	(0.49)	0.03	0.03	(0.00)	
own10	0.06	0.09	0.03	(7.15)***	0.06	0.05	(0.18)	
own12	0.02	0.02	0.02	(0.00)	0.02	0.02	(0.17)	
own14	0.32	0.33	0.32	(0.01)	0.29	0.35	(4.44)**	
Lnsat	17.23	17.85	16.62	(38.99)***	16.95	17.54	(7.82)***	
con1	0.46	0.49	0.50	(0.27)	0.52	0.47	(3.09)*	
contot3	0.61	0.66	0.67	(0.05)	0.70	0.64	(5.03)**	

1992 ve 1993 yıllarında şirket sayısının düşük olması nedeniyle anlamlı sonuçlar bulunamamıştır. Ancak daha sonraki yıllarda Tablo 4'tekine benzer sonuçlar görülmektedir. Yöneticilerin (own1) sermaye paylarının 1994 ve 1998 yıllarında Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre saptanan medyan altı grupta fazla olduğunu ve yöneticilerin sermaye payının artmasının temsilcilik maliyetlerini düşürdüğünü görmekteyiz. Holding şirketlerin (own3) sermaye paylarının 1996, 1998, 2000 yıllarında Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre saptanan medyan üstü grupta fazla olduğu ve temsilcilik maliyetlerini artırdığı bulunmuştur. Bankaların (own5) sermaye paylarının 1995, 1996, 1997, 1998, 2000 yılları boyunca Satışlar / Toplam Aktifler oranına göre saptanan ve temsilcilik maliyetleri fazla olan medyan altı grupta fazla olduğu görülmüştür; aynı zamanda 1998 yılında Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre saptanan medyan üstü grupta bankaların sermaye paylarının artması, temsilcilik maliyetlerinin arttığını Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre de saptamış olmaktadır. Diğer finansal şirketlerin (own7) ve devletin (own9) sermaye sahipliğinin temsilcilik maliyetine olan etkisi yıllara göre de bulunamamıştır. En büyük hissedarın ortalama sermaye payı (con1) ve en büyük 3 hissedarın ortalama sermaye payı (contot3) 1995, 1996, 1997, 1998, 2000 yıllarında Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre saptanan medyanın üstünde bir değere sahip olan firmalar için fazladır. Buna göre en büyük hissedarın sermaye payı (con1) ve en büyük 3 hissedarın sermaye payı (contot3) olarak ifade ettiğimiz sermaye yoğunluğu ölçütlerinin Tablo 4 ile tutarlı sonuçlar verdiğini gözlemlemekteyiz ki, bu bize

temsilcilik maliyetlerinin yüksek olduğu firmalarda yoğunlaşmanın fazla olduğunu yıllar itibariyle de göstermektedir. Bunların dışında satışlar (lnsat) her yıl için Tablo 4'teki sonucun aynısını vermiştir; Satışlar / Toplam Aktiflere göre saptanan medyan üstü grupta lnstat yüksek iken, Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre saptanan medyan altı grupta lnstat düşüktür; buna göre satışların artmasının direkt olarak temsilcilik maliyetlerini azalttığını bir kez daha söyleyebiliriz.

5.2.2. Sermaye Sahipliği Yapısının Performansa Etkileri:

Bu bölüm, hisse senetleri IMKB'de işlem gören şirketlerin sermaye sahipliği yapısı ile TOBINQ, ROA (Varlıkların Kârlılığı) ve ROE (Öz sermayenin Kârlılığı) ile ölçtüğümüz performans arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Regresyon analizi kullanılarak gerçekleştirilen çalışmada, şirket performansı bağımlı değişken ve sermaye sahipliği yapısı bağımsız değişken olarak kabul edilmiştir. Dolayısıyla şirketlerin sermaye sahipliği yapısının performansı belirlemede önemli bir faktör olup olmadığı analiz edilmiştir.

Tablo 13, Tablo 14, Tablo 15, Tablo 16, Tablo 17, Tablo 18, en büyük hissedarın (con1), en büyük 3 hissedarın (contot3) sermaye paylarının ve halka açıklık oranı olarak ifade ettiğimiz diğer hissedarların (own14) sermaye paylarının TOBINQ, ROA ve ROE ile ölçtüğümüz şirket performansına olan etkilerini incelemektedir. Ancak sermaye sahipliği ile ilgili toplanan verilerin yıl sonu verileri olması nedeniyle kendinden sonra gelen yılın performansını etkileyebilme ihtimalinin daha doğru sonuçlar verebileceği düşünülürse, sermaye yoğunluğu ölçütlerinin kendinden sonra gelen yılın performansını etkileyip etkilemediğine de bakılmıştır. Tablo 19, Tablo 20, Tablo 21, Tablo 22, Tablo 23, Tablo 24 en büyük hissedarın (con1), en büyük 3 hissedarın (contot3) sermaye paylarının ve halka açıklık oranı olarak ifade ettiğimiz diğer hissedarların (own14) sermaye paylarının kendinden sonra gelen yılın TOBINQ1, ROA1 ve ROE1 ile ölçtüğümüz şirket performansına olan etkilerini incelemektedir. Bunlara ek olarak tüm sermaye gruplarının ayrı ayrı şirket performansına etkilerine de bakılmıştır. Tablo 25, Tablo

26, Tablo 27 bütün sermaye gruplarının paylarının TOBINC, ROA ve ROE ile ölçtüğümüz şirket performansına etkilerini saptarken; Tablo 28, Tablo 29 ve Tablo 30'da sermaye sahipliği ile ilgili verilerin kendinden sonra gelen yılın TOBINC1, ROA1 ve ROE1 ile ölçtüğümüz şirket performansına etkilerini incelemektedir.

Bu çalışmada sermaye sahipliğinin performansa etkileri saptanırken parçalı regresyon modellerinden (piecewise linear regression models) yararlanılmıştır. Con1 ve contot3 için kullanılan parçalı regresyon modellerinde kırılma noktası %20 iken halka açık hissedarlar (own14) ve diğer bütün sermaye grupları için (own1, own2, own3, own5, own7, own8, own9, own10, own12) %10 olarak alınmıştır. Böylece, parçalı regresyon analizinde kullanılan değişkenler aşağıda gösterildiği şekilde oluşturulmuştur:

con11 = Eğer en büyük hissedarın sermaye payı < 0.20 ise doğrudan en büyük hissedarın sermaye payı olarak alınmıştır,

= Eğer en büyük hissedarın sermaye payı > 0.20 ise 0.20 olarak alınmıştır.

con12 = Eğer en büyük hissedarın sermaye payı < 0.20 ise 0 olarak alınmıştır,

= Eğer en büyük hissedarın sermaye payı > 0.20 ise (en büyük hissedarın sermaye payı $- 0.20$) olarak alınmıştır.

contot31 = Eğer en büyük 3 hissedarın sermaye payı < 0.20 ise doğrudan en büyük 3 hissedarın sermaye payı olarak alınmıştır,

= Eğer en büyük 3 hissedarın sermaye payı > 0.20 ise 0.20 olarak alınmıştır.

contot32 = Eğer en büyük 3 hissedarın sermaye payı < 0.20 ise 0 olarak alınmıştır,

= Eğer en büyük 3 hissedarın sermaye payı > 0.20 ise (en büyük 3 hissedarın sermaye payı $- 0.20$) olarak alınmıştır.

Diğer hissedarlar (J) için; (J = 1, 3, 5, 7, 8, 9, 10, 12, 14):

ownJ1 = Eğer J hissedarının sermaye payı < 0.10 ise doğrudan J hissedarının sermaye payı olarak alınmıştır,

= Eğer J hissedarının sermaye payı > 0.10 ise 0.10 olarak alınmıştır.

ownJ2 = Eğer J hissedarının sermaye payı < 0.10 ise 0 olarak alınmıştır,

= Eğer J hissedarının sermaye payı > 0.20 ise (J hissedarın sermaye payı $- 0.10$) olarak alınmıştır.

Analizde şirket performansı üzerinde etkili olabilecek ve literatürde önemi belirlenmiş olan toplam borçları toplam aktiflere bölmek suretiyle bulunan borçluluk oranı (tborç/taktifler) kontrol değişkenlerinden biri olarak kullanılmıştır. Şirket aktif büyüklüğünün analiz üzerindeki etkisi toplam aktiflerin doğal logaritması (lna) alınarak kontrol edilmiştir. Ayrıca yıl ve endüstri farklılıklarının performans üzerindeki etkisi kukla değişkenleri yardımıyla ayıklanmıştır.

Sermaye yoğunluğu ölçütleri (con1, contot3) ve halka açıklık oranının (own14) performans üzerine etkilerini gösteren Tablo 13, Tablo 14, Tablo 15, Tablo 16, Tablo 17, Tablo 18, Tablo 19, Tablo 20, Tablo 21, Tablo 22, Tablo 23 ve Tablo 24'te 1.model endüstri etkisi kontrol edilmeden sadece en büyük hissedarın sermaye payı (con1) veya en büyük 3 hissedarın sermaye payı (contot3) değişkeni alınarak oluşturulmuştur. En büyük hissedarın (con1) ve en büyük 3 hissedarın sermaye payının (contot 3) TOBINQ ve TOBINQ1'i önemli derecede artırdığı görülmektedir; ancak sonuçlar bu değişkenlerin ROA, ROE, ROA1 ve ROE1 üzerinde etkili olmadığını göstermektedir.

Bu tablolarda model 1'den sonra oluşturulan tüm modellerde endüstri etkisinin kontrol edilmesi düzeltilmiş R^2 leri yükselterek modelin açıklayıcı gücünü artırmıştır. Bu sonuç şirket performansı üzerinde, şirketlerin çalıştıkları endüstrilerin önemli etkisinin olduğunu göstermektedir.

Model 2'de de model 1'de olduğu gibi en büyük hissedarın (con1) ve en büyük 3 hissedarın (contot3) sermaye payının TOBINQ'yu ve TOBINQ1'i artırdığı görülmektedir. Ayrıca bu değişkenlerin ROA ve ROE üzerinde önemli bir etkisi bulunamamıştır. Bu sonuç sermaye yoğunluğu artışının piyasa değerini olumlu etkilediğini ve şirket üzerinde kontrol mekanizmasının olumlu işlediğini göstermektedir.

Model 3 sermaye payı %20'den büyük olan en büyük hissedarın (con12) ve sermaye payı %20'den büyük olan en büyük 3 hissedarın (contot32) TOBINQ'yu ve

TOBINQ1'i pozitif ve anlamlı olarak artırdığını göstermektedir. Bu sonuç yoğunlaşmanın piyasa değeri üzerine olumlu etkisini yüksek oranlarda oluşturduğunu göstermektedir. Sonuçlar ayrıca sermaye payı %20'den küçük olan en büyük hissedarın (con11) ve sermaye payı %20'den küçük olan en büyük 3 hissedarın (contot31) ROA'yı ve ROA1'i negatif anlamlı etkilediğini göstermektedir. Düşük yoğunlaşma oranları piyasa değeri üzerinde negatif etki göstermezken bu etki muhasebesel kârlılıkta kendisini göstermiştir.

Model 4 en büyük hissedarın sermaye payı (con1) veya en büyük 3 hissedarın sermaye payı (contot3) ile birlikte halka açıklık oranının etkisine bakmıştır. Halka açıklık oranı (own14) Tablo 13 ve Tablo 15'te görüldüğü gibi TOBIN Q ve ROE'yi azaltmaktadır; ancak halka açıklık oranının (own14) modele katılması en büyük hissedarın (con1) ve en büyük 3 hissedarın (contot3) sermaye yoğunluğunun etkisini anlamsız hale getirmektedir. Model 5 ise halka açıklık oranının %10'dan büyük olmasının (own142) TOBINQ'da negatif anlamlı bir etki yarattığını göstermektedir. Muhasebesel kârlılık ölçümlerine (ROA, ROA1, ROE, ROE1) bakıldığında halka açıklık oranının %10'dan küçük olduğu (own141) takdirde performansın pozitif etkilenirken, %10'dan büyük olması durumunda (own142) performansın negatif olarak etkilendiği görülmektedir. Buradan yüksek oranda halka açıklığın şirket performansını düşürmekte olduğunu görüyoruz. Ayrıca halka açıklık oranının katılması durumunda TOBINQ üzerinde sermaye payı %20'den büyük veya küçük en büyük hissedarın (con11, con12) ve sermaye payı %20'den büyük veya küçük en büyük 3 hissedarın (contot31, contot32) etkisi kaybolmuştur.

Tablo 25, Tablo 26, Tablo 27, Tablo 28, Tablo 29 ve Tablo 30'da ise her sermaye grubunun öncelikle tek değişkenli regresyon modeli kullanılarak performans üzerindeki etkisi araştırılmış, daha sonra own1, own2, own5, own9, own10 ve own14 değişkenleri ile çoklu regresyon modeli kullanarak sermaye sahipliği yapısı ile performans arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Own3, own7, own8, own12 değişkenlerinin model içerisinde olmaları ile olmamaları arasında bir farklılık bulunmadığından, bu değişkenler çoklu regresyon modeline dahil edilmemişlerdir.

Tablo 25'te sermaye payı %10'dan küçük olan yöneticilerin (own11), bankaların (own5) ve özellikle %10'dan az sermaye payları olan bankaların (own51), diğer finansal şirketlerin (own7), %10'dan fazla sermaye payına sahip ailelerin (own122) TOBINQ'yu azaltırken; finansal olmayan şirketlerin (own8) ve sermaye payları %10'dan az olan yabancıların (own10) TOBINQ'yu artırdığı görülmüştür. Ancak bir sonraki yıl üzerine yapılan regresyonlarda Tablo 28'de gösterilen sonuçlar Tablo 25'teki ile benzerlik göstermekle birlikte özellikle devletin %10'dan fazla paya sahip olması (own92) durumunda TOBINQ1'in arttığı; yabancıların (own10) TOBINQ1'i artırdığı fakat %10'dan az sermaye payına sahip yabancıların (own101) TOBINQ1'i önemli derecede azalttığı ve %10'dan fazla sermaye payına sahip yabancıların (own102) TOBINQ1'i artırdığı görülmektedir. Her iki tabloda da halka açıklık oranının (own14) TOBINQ ile ölçülen performansı azalttığı saptanmıştır. Model 22 ve 23'te değişkenlerin birlikte alınması durumunda iki sermaye sahipliği yapısının ön plana çıkmakta olduğunu görmekteyiz. Bunlar bankalar (own5) ve halka açıklık oranıdır (own14); her ikisi de performans üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif bir etkiye sahiptir. Parçalı regresyon analizi ile model 23, bu değişkenlerin negatif etkilerinin bankalar için %10'dan düşük, halka açıklık oranı için %10'dan büyük oranlar için geçerli olduğunu göstermektedir. Ayrıca devletin %10'dan fazla paya sahip olması durumunda TOBINQ1'in arttığı; yabancıların (own10) TOBINQ1'i artırdığı fakat %10'dan az sermaye payına sahip yabancıların (own101) TOBINQ1'i önemli derecede azalttığı ve %10'dan fazla sermaye payına sahip yabancıların (own102) TOBINQ1'i artırdığı görülmektedir.

Muhasebesel kârlılık ölçümleri olan ROA ve ROE'de, bankaların (own5) sermaye paylarının ROA ve ROA1'i azalttığını, yabancıların (own10) sermaye paylarının artmasının ROA ve ROA1'i artırdığını Tablo 26 ve 29'dan görmekteyiz. Bunun dışında yöneticilerin sermaye sahibi olmasının (own1) ROA'yı azalttığı ve TOBINQ'dan farklı olarak devletin sermaye sahibi olmasının (own9) şirket kârlılığını azalttığını söyleyebiliriz. Tablo 27'de sermaye payı %10'dan küçük olan yöneticilerin (own11) ROE'yi artırırken, sermaye payı %10'dan büyük olan yöneticilerin (own12) ROE'yi azalttığı görülmektedir, Tablo 30'da ise belirgin olan

tek etki devletin sermaye paylarının artmasının ROE1 ile ölçülen kârlılığı düşürdüğüdür. Muhasebesel kârlılık ölçütlerinde değişkenleri bir arada ölçen model 22 ve 23'e genel olarak bakılırsa değişkenlerin anlamlılığını yitirdiği görülmektedir; anlamlı olan en önemli değişkenin bankaların (own5) ve özellikle %10'dan az sermaye payları olan bankaların (own51) olduğu ve ROA ile ölçülen kârlılığı azalttığı ve devletin (own9) hem ROA hem de ROE ile ölçülen kârlılığı azalttığıdır. Halka açıklık oranı (own14) arttıkça ROA ve ROA1 artmakta iken Tablo 27'de halka açıklık oranının %10'dan küçük olması (own141) durumunda ROE'nin arttığı ancak halka açıklık oranının %10'dan fazla olması (own142) durumunda ROE'nin azaldığıdır; ve bu sonuç TOBINQ ile ilgili sonuçlarla paralellik göstermektedir.

Tablo 25, Tablo 26, Tablo 27, Tablo 28, Tablo 29 ve Tablo 30 bankaların sermaye paylarının artmasının tüm performans ölçütlerine göre performansı düşüreceğini ortaya çıkarmaktadır; özellikle %10'dan daha az sermaye payına sahip olan bankaların TOBINQ'yu düşürdüğünün bulunması ise şaşırtıcı bir sonuç değildir; çünkü bankaların Türkiye'de etkin bir kontrol sağlayamadığı ve temsilcilik maliyetlerini artırdığını daha önce söylemiştik ve bu şirketlerin özel bankaları konumunda olan bankaların sermaye paylarının azalmasının şirketlere kredi verirken denetime gitme olasılığını daha da düşürmektedir. Tüm performans ölçütleri yabancıların sermaye paylarının artmasının performansı artırdığını bulmaktadır, bu da daha önce ifade ettiğimiz gibi yabancı şirketlerin Türk şirketlerini kontrol etmede ve temsilcilik maliyetlerini düşürmede etkili olduğunu savını doğrulamaktadır; bunun yanısıra %10'dan az sermaye payına sahip yabancı şirketlerin TOBINQ1'i düşürmesi ve %10'dan fazla sermaye payına sahip şirketlerin TOBINQ1'i artırması da beklenebilir bir sonuçtur; çünkü %10'dan daha az sermaye payına sahip yabancı şirketler daha fazla spekülâtif amaçlı şirketler olup; %10'dan fazla payları olan şirketler daha çok ortak statüsüne sahiptir ve daha etkin olarak şirket yönetimini kontrol altına alabilirler. Bankalar, yabancılar kadar devletin de en büyük hissedarlar arasında olduğunu söylemiştik. Devletin şirkete ortak olması muhasebesel kârlılık ölçümlerini düşürmektedir; bu durum kamuya ait olan şirketlerin varlıkları ve öz sermayeyi verimli bir şekilde kullanmadığını göstermektedir; bununla birlikte

devlete ait şirketler kurumsallaşmış bir yapıda olup genelde kâr amacı gütmemektedirler. Bankalar, yabancılar, devlet dışında özellikle aileler tarafından sahip olunan holding şirketlerin TOBINQ üzerinde önemli bir etkisine rastlanmamıştır; ancak %10'dan fazla paya sahip ailelerin TOBINQ'yu önemli derecede azalttığı bulunmuştur.

Yöneticilerin (own1) sermaye payının yalnız başına kullanıldığı modellerde, TOBINQ ve ROE üzerinde yöneticilerin sermaye sahibi olması ile performans arasında bir ilişki olduğuna yönelik bulgular bulunsa dahi bunlar oldukça zayıf bulgulardır ve regresyon modellerinde etkileri görülememektedir.



Tablo 13: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığın TOBINQ ile Ölçülen Performansa Etkileri:

TOBINQ	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
con1	0.56 (3.59)***	0.41 (2.71)***		-0.01 (-0.07)	
con11			1.70 (1.40)		0.25 (-0.18)
con12			0.34 (2.04)**		-0.02 (-0.11)
own14				-0.75 (-3.59)***	
own141					-0.27 (-0.15)
own142					-0.76 (-3.24)***
tborç/taktifler	-0.73 (-5.55)***	-0.43 (-3.09)***	-0.44 (-3.18)***	-0.46 (-3.29)***	-0.46 (-3.31)***
lnta	0.11 (4.45)***	0.08 (3.08)***	0.08 (3.09)***	0.06 (2.42)**	0.06 (2.45)**
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.14	0.22	0.22	0.23	0.22
F	19.45***	16.09***	15.33***	16.03***	14.67***

Tablo 14: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığın ROA ile Ölçülen Performansa Etkileri:

ROA	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
con1	-0.01 (-0.67)	-0.01 (-1.04)		-0.01 (-0.76)	
con11			-0.31 (-2.97)***		-0.61 (-5.09)***
con12			0.00 (0.27)		0.01 (0.41)
own14				0.00 (0.05)	
own141					1.08 (5.99)***
own142					-0.07 (-3.11)***
tborç/taktifler	-0.27 (-21.59)***	-0.28 (-21.19)***	-0.28 (-20.59)***	-0.28 (-21.12)***	-0.28 (-21.27)***
lnta	0.01 (5.13)***	0.01 (5.35)***	0.01 (5.53)***	0.01 (5.26)***	0.01 (6.03)***
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.34	0.38	0.39	0.38	0.40
F	65.99***	38.93***	37.74***	37.13***	37.16***

Tablo 15: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığın ROE ile Ölçülen Performansa Etkileri:

ROE	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
con1	-0.01 (-0.72)	-0.03 (-1.32)		-0.07 (-2.31)**	
con11			-0.10 (-0.56)		-0.65 (-3.08)***
con12			-0.02 (-1.02)		-0.06 (-1.76)*
own14				-0.07 (-2.02)**	
own141					1.47 (4.65)***
own142					-0.16 (-4.09)***
tborç/taktifler	-0.04 (-2.02)**	-0.04 (-1.72)*	-0.03 (-1.68)*	-0.04 (-1.79)*	-0.04 (-2.02)**
lnta	0.02 (3.63)***	0.02 (3.50)***	0.02 (3.52)***	0.01 (3.07)***	0.02 (3.64)***
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.08	0.13	0.13	0.13	0.16
F	10.21***	8.40***	8.03***	8.23***	8.77***

Tablo 16: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığın TOBINQ ile Ölçülen Performansa Etkileri:

TOBINQ	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
contot3	0.70 (4.11)***	0.74 (4.45)***		0.33 (0.78)	
contot31			0.88 (0.63)		1.15 (0.77)
contot32			0.73 (3.87)***		0.16 (0.31)
own14				-0.44 (-1.06)	
own141					-0.52 (-0.29)
own142					-0.56 (-1.17)
tborç/taktifler	-0.76 (-5.75)***	-0.47 (-3.39)***	-0.47 (-3.38)***	-0.46 (-3.36)***	-0.47 (-3.36)***
lnta	0.10 (4.04)***	0.06 (2.48)**	0.06 (2.48)**	0.06 (2.40)**	0.06 (2.39)**
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.14	0.23	0.22	0.24	0.22
F	19.91***	16.77***	16.00***	16.06***	14.72***

Tablo 17: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığın ROA ile Ölçülen Performansa Etkileri:

ROA	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
contot3	-0.01 (-0.94)	-0.01 (-0.68)		-0.00 (-0.09)	
contot31			-0.45 (-3.80)***		-0.69 (-5.58)***
contot32			0.02 (1.23)		0.05 (1.22)
own14				0.01 (0.19)	
own141					1.09 (6.17)***
own142					-0.02 (-0.38)
tborç/taktifler	-0.28 (-21.34)***	-0.28 (-21.17)***	-0.28 (-20.95)***	-0.28 (-21.16)***	-0.29 (-21.64)***
Inta	0.01 (5.16)***	0.01 (5.26)***	0.01 (5.33)***	0.01 (5.27)***	0.01 (6.21)***
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.34	0.38	0.38	0.38	0.40
F	66.05***	38.88***	38.13***	37.09***	37.54***

Tablo 18: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığın ROE ile Ölçülen Performansa Etkileri:

ROE	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
contot3	0.00 (0.12)	0.01 (0.37)		-0.00 (-0.09)	
contot31			-0.28 (-1.30)		-0.62 (-2.76)***
contot32			0.03 (1.07)		-0.05 (-0.65)
own14				-0.05 (-0.89)	
own141					1.47 (4.72)***
own142					-0.15 (-2.04)**
tborç/taktifler	-0.04 (-2.15)**	-0.04 (-2.00)**	-0.04 (-1.95)*	-0.04 (-1.97)**	-0.05 (-2.28)**
Inta	0.01 (3.41)***	0.01 (3.15)***	0.01 (3.16)***	0.01 (3.11)***	0.01 (3.76)***
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.08	0.13	0.13	0.13	0.15
F	10.15***	8.31***	8.03***	7.97***	8.55***

Tablo 19: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının TOBINQ1 ile Ölçülen Performansa Etkileri:

TOBINQ1	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
con1	1.89 (3.89)***	1.72 (3.50)***		1.29 (2.05)	
con11			-2.63 (-0.68)		-0.05 (-0.01)
con12			1.97 (3.66)**		1.29 (1.99)
own14				-0.77 (-1.11)	
own141					-15.90 (-2.51)**
own142					-0.25 (-0.32)
tborç/taktifler	-0.01 (-2.63)***	-0.01 (-1.95)**	-0.01 (-1.92)*	-0.01 (-2.01)**	-0.01 (-2.09)**
lna	0.29 (3.69)***	0.24 (2.86)***	0.24 (2.87)***	0.22 (2.61)***	0.18 (2.15)**
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.05	0.08	0.08	0.08	0.08
F	7.21***	5.14***	4.96***	4.96***	4.88***

Tablo 20: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığının ROA1 ile Ölçülen Performansa Etkileri:

ROA1	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
con1	-0.05 (-2.87)	-0.06 (-3.22)***		-0.05 (-2.08)**	
con11			-0.59 (-4.19)***		-0.79 (-4.81)***
con12			-0.02 (1.23)		-0.02 (-0.82)
own14				0.01 (0.60)	
own141					0.70 (2.64)***
own142					-0.04 (-1.36)
tborç/taktifler	-0.00 (-26.93)***	-0.00 (-26.83)***	-0.00 (-26.94)***	-0.00 (-26.71)***	-0.00 (-26.93)***
lna	0.00 (0.99)	0.00 (0.73)	0.00 (1.18)	0.00 (0.84)	0.00 (1.47)
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.43	0.48	0.49	0.48	0.49
F	92.13 ***	50.65***	49.53***	48.22***	45.78***

Tablo 21: En Büyük Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığın ROE1 ile Ölçülen Performansa Etkileri:

ROE1	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
con1	-0.12 (-1.29)	-0.13 (-1.35)		-0.14 (-1.13)	
con11			-0.43 (-0.62)		-0.84 (-1.02)
con12			-0.11 (-1.01)		-0.11 (-0.84)
Own14				-0.02 (-0.14)	
Own141					1.23 (0.94)
Own142					-0.09 (-0.61)
tborç/taktifler	-0.00 (-1.05)	-0.00 (-0.52)	-0.00 (-0.53)	-0.00 (-0.53)	-0.00 (-0.51)
Inta	-0.00 (-0.50)	-0.00 (-0.40)	-0.00 (-0.35)	-0.00 (-0.42)	-0.00 (-0.24)
endüstri yıl		Evet Evet	Evet Evet	Evet Evet	Evet Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.24	0.25	0.25	0.25	0.25
F	30.90***	14.94***	14.22***	14.21***	13.01***

Tablo 22: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığın TOBINQ1 ile Ölçülen Performansa Etkileri:

TOBINQ1	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Contot3	0.44 (2.24)**	0.47 (2.50)**		0.12 (0.27)	
Contot31			-0.17 (-0.11)		0.38 (0.22)
Contot32			0.52 (2.36)**		0.14 (0.26)
own14				-0.39 (-0.89)	
own141					-1.43 (-0.65)
own142					-0.31 (-0.61)
tborç/taktifler	0.00 (0.51)	0.00 (1.75)*	0.00 (1.75)*	0.00 (1.74)*	0.00 (1.73)*
Inta	0.10 (3.45)***	0.07 (2.44)**	0.07 (2.43)**	0.07 (2.37)**	0.06 (2.25)**
endüstri yıl		Evet Evet	Evet Evet	Evet Evet	Evet Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.12	0.22	0.22	0.22	0.22
F	15.09***	14.49***	13.80***	13.84***	12.62***

Tablo 23: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığın ROA1 ile Ölçülen Performansa Etkileri:

ROA1	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Contot3	-0.10 (-5.14)***	-0.09 (-4.77)***		-0.10 (-2.20)**	
Contot31			-0.63 (-4.25)***		-0.83 (-5.26)***
Contot32			-0.05 (-2.18)**		-0.01 (-0.24)
own14				-0.00 (-0.19)	
own141					0.84 (3.54)***
own142					0.00 (0.04)
tborç/taktifler	-0.00 (-4.81)***	-0.00 (-3.87)***	-0.00 (-4.07)***	-0.00 (-3.87)***	-0.00 (-4.07)***
Inta	0.00 (0.46)	-0.00 (-0.00)	0.00 (0.18)	-0.00 (-0.01)	0.00 (0.79)
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.09	0.16	0.17	0.15	0.17
F	12.99**	11.10***	11.33***	10.56***	11.01***

Tablo 24: En Büyük 3 Hissedarın Sermaye Payının ve Halka Açıklığın ROE1 ile Ölçülen Performansa Etkileri:

ROE1	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Contot3	-0.02 (-0.69)	-0.01 (-0.46)		-0.06 (-0.99)	
Contot31			-0.11 (-0.47)		-0.51 (-2.02)**
Contot32			-0.00 (-0.17)		-0.12 (-1.46)
own14				-0.05 (-0.88)	
own141					1.70 (4.64)***
own142					-0.19 (-2.45)**
tborç/taktifler	-0.00 (-1.08)	-0.00 (-0.78)	-0.00 (-0.81)	-0.00 (-0.81)	-0.00 (-0.69)
Inta	0.01 (2.22)**	0.00 (1.93)*	0.01 (1.94)*	0.00 (1.89)*	0.01 (2.68)***
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet
<i>Regresyon Özet İstatistikleri</i>					
Düzeltilmiş R ²	0.05	0.10	0.10	0.10	0.13
F	6.47***	5.93***	5.65***	5.68***	6.38***

Tablo 25: Sermaye Gruplarının Paylarının TOBINQ ile Ölçülen Performansa Etkileri:

TOBINQ	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
own1	-0.32 (-1.70)	-0.15 (-0.83)						
own11			-1.76 (-1.75)*					
own12			0.20 (0.72)					
own2				0.19 (0.54)				
own21					-0.19 (-0.16)			
own22					0.35 (0.58)			
own3						0.20 (1.47)		
own31							-0.51 (-0.56)	
own32							0.34 (1.51)	
own5								-0.60 (-2.68)***
own51								
own52								
own7								
own71								
own72								
own8								
own81								
own82								
own9								
own91								
own92								
own10								
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborç/taktifler	-0.61 (-4.37)***	-0.36 (-2.65)***	-0.38 (-2.73)***	-0.38 (-2.75)***	-0.38 (-2.76)***	-0.40 (-2.88)***	-0.40 (-2.86)***	-0.37 (-2.68)***
Inta	0.00 (-0.38)	0.08 (3.29)***	0.08 (3.24)***	0.08 (3.49)***	0.08 (3.45)***	0.08 (3.47)***	0.08 (3.50)***	0.08 (3.55)***
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.01	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21
F	7.83***	15.59***	15.03***	15.57***	14.86***	15.69***	15.00***	16.00***

TOBINQ	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
own1								
own11								
own12								
own2								
own21								
own22								
own3								
own31								
own32								
own5								
own51	-2.46 (-1.92)**							
own52	-0.12 (-0.31)							
own7		-0.50 (-2.22)**						
own71			-1.05 (-0.93)					
own72			-0.36 (-1.00)					
own8				0.50 (3.75)***				
own81					0.25 (0.28)			
own82					0.55 (2.43)***			
own9						0.13 (0.70)		
own91							1.19 (0.74)	
own92							-0.02 (-0.08)	
own10								0.48 (2.52)**
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborç/taktifler	-0.38 (-2.75)***	-0.42 (-3.01)***	-0.42 (-3.03)***	-0.35 (-2.60)***	-0.35 (-2.59)***	-0.37 (-2.73)***	-0.38 (-2.76)***	-0.39 (-2.82)***
Inta	0.08 (3.63)***	0.08 (3.35)***	0.08 (3.38)***	0.08 (3.50)***	0.08 (3.49)***	0.07 (3.01)***	0.08 (3.05)***	0.07 (3.14)***
endüstri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.21	0.21	0.21	0.22	0.22	0.21	0.21	0.21
F	15.38***	15.86***	15.14**	16.42***	15.66***	15.58***	14.89***	15.94***

TOBINQ	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)
own1						-0.27 (-1.48)	
own11							-1.70 (-1.62)
own12							0.00 (0.00)
own2						0.06 (0.17)	
own21							0.07 (0.05)
own22							0.18 (0.31)
own3							
own31							
own32							
own5						-0.70 (-3.05)***	
own51							-2.68 (-2.05)**
own52							-0.28 (-0.72)
own7							
own71							
own72							
own8							
own81							
own82							
own9						0.00 (-0.02)	
own91							1.90 (1.17)
own92							-0.28 (-0.86)
own10						0.27 (1.39)	
own101	1.17 (0.79)						0.24 (0.16)
own102	0.34 (0.93)						0.23 (0.65)
own12		-0.37 (-0.90)					
own121			1.85 (1.39)				
own122			-0.89 (-2.23)**				
own14				-0.74 (-4.51)***		-0.76 (-4.44)***	
own141					-0.14 (-0.08)		0.44 (0.23)
own142					-0.76 (-4.26)***		-0.77 (-4.17)***
tborç/taktifler	-0.38 (-2.81)***	-0.37 (-2.68)***	-0.35 (-2.57)***	-0.45 (-3.30)***	-0.46 (-3.32)***	-0.43 (-3.14)***	-0.46 (-3.33)***
Inta	0.07 (3.10)***	0.08 (3.47)***	0.08 (3.35)***	0.06 (2.42)**	0.06 (2.44)**	0.05 (1.92)*	0.05 (2.13)**
endüstri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.21	0.21	0.22	0.22	0.22	0.23	0.23
F	15.22***	15.60***	15.14***	16.80***	16.03***	14.23***	11.73***

Tablo 26: Sermaye Gruplarının Paylarının ROA ile Ölçülen Performansa Etkileri:

ROA	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
own1	-0.02 (-1.65)*	0.01 (0.60)						
own11			0.09 (0.92)					
own12			0.00 (-0.26)					
own2				0.05 (1.50)				
own21					0.21 (1.75)*			
own22					-0.01 (-0.24)			
own3						0.03 (1.95)*		
own31							-0.04 (-0.50)	
own32							0.04 (1.84)*	
own5								-0.05 (-2.68)***
own51								
own52								
own7								
own71								
own72								
own8								
own81								
own82								
own9								
own91								
own92								
own10								
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborc/taktifler	-0.26 (-19.99)***	-0.29 (-21.62)***	-0.29 (-21.52)***	-0.29 (-21.85)***	-0.29 (-21.87)***	-0.29 (-21.91)***	-0.29 (-21.88)***	-0.29 (-21.76)***
lnta	0.00 (-1.45)	0.01 (5.28)***	0.01 (5.31)***	0.01 (5.30)***	0.01 (5.37)***	0.01 (5.27)***	0.01 (5.31)***	0.01 (5.45)***
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.25	0.38	0.38	0.39	0.38	0.38	0.38	0.38
F	146.91***	38.87***	37.13***	39.02***	37.36***	39.14***	37.38***	39.41***

ROA	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
own1								
own11								
own12								
own2								
own21								
own22								
own3								
own31								
own32								
own5								
own51	-0.19 (-1.63)							
own52	-0.02 (-0.62)							
own7		-0.01 (-0.74)						
own71			-0.10 (-1.01)					
own72			0.00 (0.19)					
own8				0.00 (0.58)				
own81					-0.04 (-0.45)			
own82					0.01 (0.79)			
own9						-0.10 (-5.55)***		
own91							-0.15 (-0.91)	
own92							-0.09 (-3.23)	
own10								0.04 (2.44)**
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborç/taktifler	-0.29 (-21.75)***	-0.29 (-21.71)***	-0.29 (-21.72)***	-0.29 (-21.79)***	-0.29 (-21.73)***	-0.29 (-22.44)***	-0.29 (-22.42)***	-0.29 (-21.91)***
inta	0.01 (5.46)***	0.01 (5.22)***	0.01 (5.28)***	0.01 (5.24)***	0.01 (5.26)***	0.01 (6.89)***	0.01 (6.88)***	0.01 (4.93)***
endüstri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yı1	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.39	0.39	0.38
F	37.69***	38.89***	37.15***	38.87***	37.10***	41.26***	39.36***	39.31***

ROA	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)
own1						0.00 (-0.09)	
own11							-0.04 (-0.45)
own12							0.00 (-0.06)
own2						0.04 (1.12)	
own21							0.17 (1.44)
own22							0.00 (0.06)
own3							
own31							
own32							
own5						-0.06 (-2.79)***	
own51							-0.22 (-1.89)*
own52							-0.01 (-0.55)
own7							
own71							
own72							
own8							
own81							
own82							
own9						-0.10 (-5.34)***	
own91							-0.10 (-0.64)
own92							-0.07 (-2.26)**
own10						0.02 (1.39)	
own101	0.10 (0.70)						-0.02 (-0.15)
own102	0.03 (0.94)						0.04 (1.28)
own12		0.04 (1.21)					
own121			0.21 (1.59)				
own122			-0.01 (-0.39)				
own14				0.01 (0.70)		0.00 (-0.03)	
own141					0.78 (4.58)***		0.63 (3.39)***
own142					-0.01 (-1.12)		-0.01 (-1.04)
tborc/taktifler	-0.29 (-21.85)***	-0.29 (-21.83)***	-0.29 (-21.74)***	-0.28 (-21.30)***	-0.29 (-21.85)***	-0.29 (-21.89)***	-0.30 (-22.11)***
lnta	0.01 (4.87)***	0.01 (5.27)***	0.01 (5.22)***	0.01 (5.27)***	0.01 (5.74)***	0.01 (6.69)***	0.01 (6.66)***
endüstri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.38	0.38	0.38	0.38	0.39	0.39	0.40
F	37.51***	38.96***	37.24***	38.88***	38.63***	34.04***	28.28***

Tablo 27: Sermaye Gruplarının Paylarının ROE ile Ölçülen Performansa Etkileri:

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ROE								
own1	-0.06 (-2.14)**	-0.02 (-0.67)						
own11			0.38 (2.18)**					
own12			-0.10 (-2.24)**					
own2				0.07 (1.16)				
own21					0.12 (0.57)			
own22					0.05 (0.48)			
own3						0.04 (1.95)*		
own31							0.19 (1.23)	
own32							0.01 (0.44)	
own5								-0.01 (-0.34)
own51								
own52								
own7								
own71								
own72								
own8								
own81								
own82								
own9								
own91								
own92								
own10								
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborc/taktifler	-0.02 (-1.20)	-0.03 (-1.85)*	-0.03 (-1.76)*	-0.04 (-2.00)**	-0.04 (-2.00)**	-0.04 (-2.19)**	-0.04 (-2.18)**	-0.04 (-1.95)*
Inta	0.00 (-0.89)	0.01 (3.22)***	0.01 (3.32)***	0.01 (3.36)***	0.01 (3.36)***	0.01 (3.38)***	0.01 (3.30)***	0.01 (3.35)***
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.00	0.13	0.13	0.13	0.15	0.13	0.13	0.13
F	2.55*	8.33***	8.24***	8.38***	7.99***	8.52***	8.17***	8.31***

ROE	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
own1								
ow11								
ow12								
own2								
own21								
own22								
own3								
own31								
own32								
own5								
own51	-0.33 (-1.59)							
own52	0.06 (1.05)							
own7		-0.02 (-0.63)						
own71			0.09 (0.47)					
own72			-0.05 (-0.87)					
own8				0.06 (2.53)**				
own81					0.38 (2.43)**			
own82					0.00 (-0.12)			
own9						-0.19 (-5.24)***		
own91							-0.53 (-1.79)*	
own92							-0.13 (-2.34)**	
own10								-0.01 (-0.42)
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborç/taktifler	-0.04 (-2.11)**	-0.04 (-2.01)**	-0.04 (-1.99)**	-0.03 (-1.75)*	-0.03 (-1.77)*	-0.04 (-2.40)**	-0.04 (-2.36)**	-0.04 (-1.94)*
Inta	0.01 Evet	0.01 Evet	0.01 Evet	0.01 Evet	0.01 Evet	0.02 Evet	0.02 Evet	0.01 Evet
yıl	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.15	0.15	0.13
F	8.05***	8.33***	7.96***	8.66***	8.49***	9.84***	9.46***	8.31***

ROE	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)
own1						-0.05 (-1.56)	
ow11							0.23 (1.27)
ow12							-0.11 (-2.40)**
own2						0.05 (0.80)	
own21							0.06 (0.27)
own22							0.04 (0.46)
own3							
own31							
own32							
own5						-0.05 (-1.36)	
own51							-0.36 (-1.72)*
own52							0.03 (0.63)
own7							
own71							
own72							
own8							
own81							
own82							
own9						-0.21 (-5.65)***	
own91							-0.47 (-1.57)
own92							-0.12 (-1.99)**
own10						-0.05 (-1.62)	
own101	0.32 (1.18)						0.05 (0.20)
own102	-0.08 (-1.28)						-0.05 (-0.88)
own12		0.12 (1.78)*					
own121			0.38 (1.64)*				
own122			0.01 (0.20)				
own14				-0.01 (-0.71)		-0.05 (-1.81)	
own141					1.18 (4.01)***		0.81 (2.55)**
own142					-0.06 (-2.28)**		-0.07 (-2.56)**
tborç/taktifler	-0.03 (-1.90)*	-0.04 (-2.07)**	-0.04 (-2.02)**	-0.04 (-2.04)**	-0.05 (-2.43)**	-0.04 (-2.34)**	-0.05 (2.56)**
lnta	0.01 (3.30)***	0.01 (3.38)***	0.01 (3.35)***	0.01 (3.07)***	0.01 (3.44)***	0.02 (4.61)***	0.02 (4.44)***
endüstri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.13	0.13	0.13	0.13	0.14	0.15	0.16
F	8.01***	8.48***	8.11***	8.33***	8.84***	8.27***	7.22***

Tablo 28: Sermaye Gruplarının Paylarının TOBINQ1 ile Ölçülen Performansa**Etkileri:**

TOBINQ1	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
own1	-0.02 (-0.03)	0.18 (0.32)						
own11			-4.48 (-1.34)					
own12			1.17 (1.30)					
own2				-1.06 (-0.84)				
own21					-1.19 (-0.28)			
own22					-1.00 (-0.46)			
own3						-0.53 (-1.16)		
own31							-4.90 (-1.62)	
own32							0.37 (0.48)	
own5								-0.07 (-0.10)
own51								
own52								
own7								
own71								
own72								
own8								
own81								
own82								
own9								
own91								
own92								
own10								
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborç/taktiler	0.00 (0.77)	-0.01 (-1.86)*	-0.01 (-1.83)*	-0.01 (-1.73)*	-0.01 (-1.73)*	-0.01 (-1.81)*	-0.01 (-1.74)*	-0.01 (-1.84)*
lnta	0.20 (3.21)***	0.28 (3.33)***	0.27 (3.30)***	0.27 (3.29)***	0.27 (3.27)***	0.27 (3.33)***	0.28 (3.40)***	0.27 (3.32)***
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.01	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
F	4.72***	4.47***	4.36***	4.50***	4.28***	4.54***	4.43***	4.46***

TOBINQ1	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
own1								
own11								
own12								
own2								
own21								
own22								
own3								
own31								
own32								
own5								
own51	-6.13 (-1.47)							
own52	1.57 (1.16)							
own7		-1.27 (-1.72)*						
own71			-2.08 (-0.56)					
own72			-1.06 (-0.90)					
own8				0.19 (0.42)				
own81					-2.79 (-0.94)			
own82					0.81 (1.07)			
own9						2.23 (3.80)***		
own91							-0.01 (-0.00)	
own92							2.57 (2.73)***	
own10								1.81 (2.79)***
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborç/taktifler	-0.01 (-1.83)*	-0.01 (-1.96)**	-0.01 (-1.96)**	-0.01 (-1.83)*	-0.01 (-1.83)*	-0.01 (-1.87)*	-0.01 (-1.87)*	-0.01 (-1.77)***
lna	0.28 (3.42)***	0.27 (3.28)***	0.27 (3.28)***	0.27 (3.33)***	0.27 (3.32)***	0.16 (1.82)*	0.15 (1.78)*	0.24 (2.95)***
endüstri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.07
F	4.36***	4.63***	4.40***	4.47***	4.31***	5.26***	5.01***	4.89***

TOBINQ1	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)
own1						0.47 (0.79)	
own11							-1.10 (-0.31)
own12							0.62 (0.68)
own2						-1.05 (-0.82)	
own21							-0.67 (-0.15)
own22							-1.65 (-0.76)
own3							
own31							
own32							
own5						0.13 (0.17)	
own51							-3.4 (-0.80)
own52							1.06 (0.79)
own7							
own71							
own72							
own8							
own81							
own82							
own9						2.28 (3.75)***	
own91							0.27 -0.05
own92							2.01 (1.95)*
own10						2.01 (3.00)***	
own101	-13.66 (-2.78)***						-12.39 (-2.49)**
own102	5.09 (4.19)***						4.9 (4.01)***
own12		-1.73 (-1.25)					
own121			-2.36 (-0.50)				
own122			-1.32 (-1.01)**				
own14				-1.66 (-3.04)***		-1.04 (-1.83)*	
own141					-17.81 (-3.05)***		-8.76 (-1.37)
own142					-1.01 (-1.71)*		-0.88 (-1.42)
tborç/taktiler	-0.01 (-1.95)*	-0.01 (-1.82)*	-0.01 (-1.83)*	-0.01 (-2.03)**	-0.01 (-2.12)***	-0.01 (-1.87)*	-0.01 (-2.04)**
lna	0.26 (3.15)***	0.27 (3.34)***	0.27 (3.31)***	0.22 (2.58)***	0.18 (2.11)**	0.09 (1.07)	0.11 (1.28)
endüstri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.08	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.10
F	5.19***	4.55***	4.35***	4.97***	5.14***	4.90***	4.38***

Tablo 29: Sermaye Gruplarının Paylarının ROA1 ile Ölçülen Performansa Etkileri:

ROA1	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
own1	-0.04 (-1.53)	-0.00 (-0.04)						
own11			0.16 (1.14)					
own12			-0.03 (-0.92)					
own2				0.07 1.43				
own21					0.08 (0.48)			
own22					0.07 (0.77)			
own3						0.00 (0.22)		
own31							-0.09 (-0.80)	
own32							0.02 (0.80)	
own5								-0.05 (-1.79)*
own51								
own52								
own7								
own71								
own72								
own8								
own81								
own82								
own9								
own91								
own92								
own10								
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborç/taktiler	-0.00 (-16.66)***	-0.00 (-26.75)***	-0.00 (-26.76)***	-0.00 (-26.87)***	-0.00 (-26.85)***	-0.00 (-26.84)***	-0.00 (-26.79)***	-0.00 (-26.89)***
Inta	0.00 (1.40)	0.00 (0.10)	0.00 (0.17)	0.00 (0.14)	0.00 (0.14)	0.00 (0.11)	0.00 (0.18)	0.00 (-0.23)
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.22	0.47	0.47	0.48	0.48	0.47	0.47	0.48
F	102.44***	49.63***	47.34***	49.83***	47.41***	49.63***	47.29***	49.94***

ROA1	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
own1								
own11								
own12								
own2								
own21								
own22								
own3								
own31								
own32								
own5								
own51	0.11 (0.70)							
own52	-0.09 (-1.90)*							
own7		0.05 (1.66)						
own71			-0.23 (1.63)					
own72			0.00 (0.08)					
own8				-0.03 (-1.78)*				
own81					-0.08 (-0.66)			
own82					-0.02 (-0.76)			
own9						-0.06 (-2.65)***		
own91							-0.14 (-0.65)	
own92							-0.05 (-1.39)	
own10								0.02 (1.02)**
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborç/taktiler	-0.00 (-26.79)***	-0.00 (-26.60)***	-0.00 (-26.52)***	-0.00 (-26.91)***	-0.00 (-26.87)***	-0.00 (-27.02)***	-0.00 (-22.42)***	-0.00 (-26.89)***
lnta	0.00 (0.23)	0.00 (0.15)	0.00 (0.02)	0.00 (0.10)	0.00 (0.12)	0.00 (0.99)	0.00 (0.98)	-0.00 (-0.03)***
endüstri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
F	47.62***	49.90***	47.63***	49.94***	47.53***	50.31***	47.88***	49.73***

ROA1	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)
own1						-0.00 (-0.40)	
ow11							0.02 (0.18)
ow12							-0.01 (-0.41)
own2						0.08 (1.54)	
own21							0.07 (0.44)
own22							0.08 (0.92)
own3							
own31							
own32							
own5						-0.04 (-1.45)	
own51							0.09 (0.56)
own52							-0.07 (-1.53)
own7							
own71							
own72							
own8							
own81							
own82							
own9						-0.05 (-2.14)**	
own91							-0.10 (-0.46)
own92							-0.04 (-0.96)
own10						0.02 (0.88)	
own101	-0.03 (-0.15)						-0.04 (-0.21)
own102	0.03 (0.78)						0.04 (0.83)
own12		-0.01 (-0.21)					
own121			0.19 (0.99)				
own122			-0.05 (-1.05)				
own14				0.05 (2.53)**		0.05 (2.21)**	
own141					0.27 (1.11)		0.15 (0.56)
own142					0.04 (2.02)**		0.04 (1.83)
tborc/taktifler	-0.00 (-26.84)***	-0.00 (-26.86)***	-0.00 (-26.86)***	-0.00 (-26.65)***	-0.00 (-26.63)***	-0.00 (-26.73)***	-0.00 (-26.58)***
lnta	-0.00 (-0.01)	0.00 (0.11)	0.00 (0.06)	0.00 (0.85)	0.00 (0.93)	0.00 (1.41)	0.00 -1.37
endüstri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.47	0.47	0.47	0.48	0.48	0.48	0.48
F	47.32***	49.63***	47.35***	50.25***	47.89***	40.91***	32.86***

Tablo 30: Sermaye Gruplarının Paylarının ROE1 ile Ölçülen Performansa Etkileri:

ROE1	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
own1	0.07 (0.57)	0.07 (0.63)						
own11			0.67 (0.96)					
own12			-0.05 (-0.27)					
own2				0.47 (1.86)				
own21					-0.15 (-0.18)			
own22					0.75 (1.71)			
own3						-0.07 (-0.79)		
own31							0.23 (0.37)	
own32							-0.14 (-0.88)	
own5								-0.17 (-1.22)
own51								
own52								
own7								
own71								
own72								
own8								
own81								
own82								
own9								
own91								
own92								
own10								
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborc/taktifler	-0.00 (-2.45)**	-0.00 (-0.67)	-0.00 (-0.65)	-0.00 (-0.84)	-0.00 (-0.84)	-0.00 (-0.55)	-0.00 (-2.18)**	-0.00 (-0.56)
Inta	-0.04 (-3.26)***	-0.00 (-0.67)	-0.00 (-0.55)	-0.01 (-0.61)	-0.01 (-0.67)	-0.01 (-0.64)	-0.01 (3.30)***	-0.00 (-0.57)
endüstri		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl		Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.02	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
F	9.07*	14.84***	14.17***	15.05***	14.36***	14.86***	14.15***	14.92***

ROE1	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
own1								
own11								
own12								
own2								
own21								
own22								
own3								
own31								
own32								
own5								
own51	-0.50 (-0.63)							
own52	-0.08 (-0.37)							
own7		0.20 (1.25)						
own71			0.97 (1.31)					
own72			-0.00 (-0.02)					
own8				0.03 (0.39)				
own81					0.42 (0.71)			
own82					-0.04 (-0.28)			
own9						-0.29 (-2.17)**		
own91							-1.26 (-1.13)	
own92							-0.14 (-0.68)	
own10								-0.02 (-0.22)
own101								
own102								
own12								
own121								
own122								
own14								
own141								
own142								
tborç/taktifler	-0.00 (-0.59)	-0.00 (-0.44)	-0.00 (-0.40)	-0.00 (-0.57)	-0.00 (-0.58)	-0.00 (-0.67)	-0.00 (-0.67)	-0.00 (-0.60)
Inta	-0.00 (-0.59)	-0.01 (-0.64)	-0.01 (-0.74)	-0.01 (-0.65)	-0.01 (-0.68)	0.00 (0.09)	0.00 (0.04)	-0.01 (-0.61)
endüstri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
F	14.20***	14.92***	14.27***	14.82***	14.13***	15.14***	14.45***	14.82***

ROE1	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)
own1						-0.00 (-0.00)	
own11							0.13 (0.18)
own12							-0.02 (-0.12)
own2						0.42 (1.62)	
own21							-0.37 (-0.42)
own22							0.73 (1.65)
own3							
own31							
own32							
own5						-0.17 (-1.20)	
own51							-0.57 (-0.69)
own52							-0.08 (-0.35)
own7							
own71							
own72							
own8							
own81							
own82							
own9						-0.29 (-2.12)**	
own91							-0.89 (-0.78)
own92							-0.20 (-0.85)
own10						-0.06 (-0.47)	
own101	-1.04 (-0.98)						-1.15 (-1.05)
own102	0.17 (0.69)						0.16 (0.62)
own12		0.02 (0.09)					
own121			-0.36 (-0.36)				
own122			0.07 (0.29)				
own14				0.08 (0.74)		0.05 (0.45)	
own141					0.85 (0.72)		0.49 (0.37)
own142					0.05 (0.44)		0.03 (0.26)
tborç/taktifler	-0.00 (-0.67)	-0.00 (-0.60)	-0.00 (-0.60)	-0.00 (-0.52)	-0.00 (-0.50)	-0.00 (-0.80)	-0.00 (-0.87)
lnta	-0.00 (-0.56)	-0.01 (-0.65)	-0.01 (-0.63)	-0.00 (-0.43)	-0.00 (-0.36)	0.00 (0.39)	0.00 (0.35)
endüstri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
yıl	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Adj R ²	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
F	14.15***	14.81***	14.10***	14.85***	14.15***	12.32***	9.97***

ALTINCI BÖLÜM

6. SONUÇLAR

Finans literatürü, şirketlerin sermaye sahipliği yapısı ile performansları arasında bir ilişkinin var olup olmadığı üzerindeki tartışmasını 1976 yılında Jensen ve Meckling'in temsilcilik problemlerini ortaya koyduğu çalışmasından bu yana değişik form ve piyasalarda sürdürmektedir. Bu konuya ilişkin çalışmalar, Türk şirketleri üzerinde çok az ve çok sınırlı kalmıştır. Biz bu tez ile, IMKB'de hisse senetleri işlem gören Türk şirketlerinin sermaye sahipliği yapısının temsilcilik maliyeti ile ilişkisini ve şirket performansına olan etkisini incelemekteyiz.

IMKB'de yer alan Türk şirketlerinin sermaye sahipliği yapısının temsilcilik maliyetlerine etkisini analiz etmek için örnek setinde yer alan firmalar Satışlar / Toplam Aktifler ve Faaliyet Giderleri / Satışlar oranlarının medyan değerine göre iki grupta ayrılarak incelenmektedir. Bu ayırma gidilirken büyük ölçüde Ang, Cole ve Lin (2000)'in temsilcilik maliyetleri ve sermaye sahipliği yapısını ilişkilendiren çalışmasından yararlanılmıştır. Ang, Cole ve Lin (2000)'e göre bir yönetici şirket varlıklarını kârlı yatırımlar yapmak için harcamıyor ise bu şirketlerin aktiflerini satışa çevirebilmesi ve firma değerini artırabilmesi olasılığı düşmekte, yöneticinin firma kaynaklarını yatırım yapmak yerine gereksiz harcamalara yönlendirmesi ise faaliyet giderlerini artırmakta ve böylece temsilcilik maliyetleri yükselmektedir. Satışlar / Toplam Aktifler oranının medyan değerinin altında bir orana sahip firmalar ile Faaliyet Giderleri / Satışlar oranına göre medyan değerinin üzerinde bir orana sahip firmalar temsilcilik maliyetlerinin yüksek olduğu firmalar olarak düşünülmektedir.

Sonuçlar, yöneticilerin ve yabancıların sermaye payı arttıkça temsilcilik maliyetleri düşerken, holding şirketlerin ve bankaların sermaye payı arttıkça temsilcilik maliyetlerinin artacağını göstermektedir. Yöneticilerin sermaye payı

arttıkça hissedarlarla kendi çıkarları birleşeceği için temsilcilik maliyetlerinin düşmesi beklenen bir sonuçtur. Ayrıca holding şirketlerin, şirketler gruplarının karar alma ünitelerini ve bankaların grubun finansman ihtiyacını karşıladığı ülkemizde holding şirketlerin ve bankaların temsilcilik maliyetlerini artırması mümkün olabilmektedir. Özellikle holding şirketlerin özel bankaları haline gelmiş Türk bankalarının kredi verdiği şirketlerle aynı kişiler tarafından sahip olunması bankaların kredi verdiği şirketler üzerinde gözetim ve denetim yapmalarını engellemektedir. Yabancı şirketlerin ise temsilcilik maliyetlerini düşürmede ve Türk şirketlerini gözlemlemede etkin olduğu söylenebilir. Bununla birlikte en büyük hissedarın ve en büyük 3 hissedarın sermaye payı olarak aldığımız sermaye yoğunluğu ölçütlerinin artması yerleşiklik etkisi yaratarak temsilcilik maliyetlerini artırırken; halka açıklık oranı arttıkça yoğunlaşmanın azalması beklendiği için temsilcilik maliyetlerinin düştüğü görülmektedir.

Bu tezde performans ölçütlerinden piyasa değeri ölçütü olarak TOBINQ ve muhasebesel kârlılık ölçütü olarak ROA (Toplam Varlıkların Kârlılığı) ve ROE (Öz sermayenin Kârlılığı) alınmıştır. Sermaye sahipliğinin performansa etkileri belirlenirken parçalı regresyon modellerinden yararlanılmıştır.

Sermaye yoğunluğu arttıkça TOBINQ ile gösterilen piyasa değerinin olumlu etkilendiği ve şirket üzerinde en büyük hissedarların kontrol mekanizmasının olumlu etkilendiği görülmüştür. Bununla birlikte yoğunlaşmanın piyasa değeri üzerindeki olumlu etkisini %20'den büyük oranlarda oluşturduğu saptanmıştır. Sermaye yoğunluğunun %20'den küçük olması durumunda piyasa değeri etkilenmez iken, ROA ve ROE muhasebesel kârlılık ölçütleri negatif olarak etkilenmektedir. Halka açıklık oranının %10'dan büyük olması TOBINQ'da negatif anlamlı bir etki yaratırken; muhasebesel kârlılık ölçümlerine göre halka açıklık oranının %10'dan küçük olması durumunda performans artmakta, halka açıklık oranının %10'dan büyük olması durumunda performans azalmaktadır. Sonuç olarak, yüksek oranda halka açıklığının şirket performansını düşürmekte olduğunu görmekteyiz.

Sermaye gruplarına göre oluşturulan tek değişkenli ve çoklu regresyon modellerinde belirgin olan etki bankaların ve halka açıklık oranının TOBINQ'yu ve kârlılığı düşürmesidir. Ayrıca bu değişkenlerin negatif etkilerinin bankalar için %10'dan küçük, halka açıklık oranı için %10'dan büyük oranlarda olduğu görölmektedir. Piyasa değeri ölçütü TOBINQ ile kârlılık ölçütleri ROA ve ROE arasında paralel sonuçlar bulunabilmesinin nedeni bizim örneğimizde bu ölçütler arasında pozitif bir korelasyon olmasından kaynaklanmış olabilir. Ayrıca yabancıların sermaye sahipliği bütün performans ölçütlerini pozitif etkilemiştir; devletin sermaye sahibi olmasının şirket kârlılığını azalttığını da söyleyebiliriz. Bunların dışında bütün modellerde şirket performansı üzerinde şirketlerin çalıştıkları endüstrilerin önemli etkisi olduğu görölmüştür.



KAYNAKÇA

AGRAWAL, A. ve C. KNOEBER. "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, XXXI, 1996: 377-397.

AGRAWAL, A. ve G. MANDELKER. "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Amendments", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, XXV, 1990: 143-161.

ALCHIAN, A. ve H. DEMSETZ. "Production, Information Costs, and Economic Organization", *American Economic Review*, LXII, number 5, 1972: 777-795.

ALCHIAN, Armen. *Corporate Management and Property Rights*, in: *Economic Policy and the Regulation of the Securities*, Washington D.C., American Enterprise Institute, 1968.

ANG, J., R. COLE ve J. LIN. "Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Finance*, LV, number 1, 2000: 81- 106.

AOKI, Masahiko. "Toward an Economic Model of the Japanese Firm", *Journal of Economic Literature*, XXVIII, 1990: 1-27.

BARCA, Fabrizio. *On Corporate Governance in Italy: Issues, Facts and Agency*, Bank of Italy, Rome, Manuscript, 1995.

BARCLAY, M. ve C. HOLDERNESS. "Negotiated Block Trade and Corporate Control", *Journal of Finance*, XLVI, 1991: 861-878.

- BATHALA, C., K. MOON ve R. RAO. "Managerial Ownership, Debt Policy and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective", *Financial Management*, XXIII, number 3, 1994: 38-50.
- BEBCHUK, Lucian "The Evolution of Ownership Structures in Publicly Traded Companies", Working Paper, Harvard Law School, Cambridge, MA., 1999.
- BERGER, P., E. OFEK ve D. YERMACK. "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions", *Journal of Finance*, LII, number 4, 1997: 1411-1437.
- BERGSTRÖM, C. ve K. RYDQVIST. "The Determinants of Corporate Ownership: An Empirical Study on Swedish Data", *Journal of Banking and Finance*, XIV, 1990: 237-253.
- BERLE, A. ve G. MEANS. *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932.
- BETHEL, J., J. LIEBESKIND ve T. OPLER. "Block Share Purchases and Corporate Performance", *Journal of Finance*, LIII, 1998: 605-634.
- BREALEY, R. ve S. MYERS. *Principles of Corporate Finance*, New York: McGraw Hill, 1995.
- BRICKLEY, J., R. LEASE ve C. SMITH. "Ownership Structure and the Monitoring of Managers", *Journal of Financial Economics*, XX, 1988: 267-291.
- BRIGHAM, E. ve J. HOUSTON. *Fundamentals of Financial Management*, U.S., The Dryden Press Series in Finance, 1997.

CHO, Myeong-Hyeon. "Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, XLVII, 1998:103-121.

CLAESSENS, S., S. DJANKOV ve L. LANG. "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, LVIII, 2000: 81-112.

COASE, Ronald. "The Nature of the Firm", *Economica 4 (New Series)*, 1937: 386-405.

CORBETT, Jenny. "An Overview of the Japanese Financial System." N. DIMSDALE ve M. PREVEZER (Eds.), *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford UK.: Clarendon Press, Chapter 15, 1994.

CORE, J., R. HOLTHAUSEN ve D. LARCKER. "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, LI, 1999: 371-406.

DEMSETZ, H. ve B.VILLALONGA. "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, VII, 2001: 209-233.

DEMSETZ, H. ve K. LEHN. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, XCIII, 1985: 1155-1177.

DEMSETZ, Harold. "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, XXVI, 1983: 375-390.

DUGAL, R. ve J. MILLAR. "Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns", *Journal of Corporate Finance*, V, 1999: 103-117.

EISENBERG, Melvin. *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Boston, MA., Little, Brown and Co., 1976.

EISENBERG, T., S. SUNDGREN ve M.WELLS. "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, XLVIII, 1998: 35-54.

EITEMAN, D., A. STONEHILL ve M. MOFFETT. *Multinational Business Finance*, U.S., Addison-Wesley Publishing Company, 1999.

FAMA, E. ve M. JENSEN. "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, XXVI, 1983: 327-349.

FAMA, Eugene. "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, LXXXVIII, 1980: 288-307.

FRANKS, J. ve C. MAYER. *The Ownership and Control of German Corporations*, London Business School, Manuscript, 1994.

FRIEDMAN, Milton. "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *New York Times Magazine*, 13 September, 1970.

GIBSON, Michael. "Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?", Working Paper, 1999.

GONENC, Halit. "Capital Structure Decisions under Micro Institutional Settings: The Case of Turkey", Basılmamış Üniversite Çalışması, Hacettepe Üniversitesi, 2001.

GORTON, G. ve F. SCHMID. "Universal Banking and the Performance of German Firms", Working Paper 5453, National Bureau of Economic Research, Cambridge MA, 1996.

GRINBLATT, M. ve S. TITMAN. *Financial Markets and Corporate Strategy*, U.S., McGraw-Hill International Editions, 1998.

GROSSMAN, S. ve O. HART. "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, XX, 1998: 175-202.

HARRIS, M. ve A. RAVIV. "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *Journal of Finance*, XLV, 1990: 321-349.

HARRIS, M. ve A. RAVIV. "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, XLVI, number 1, 1991: 297-355.

HARRIS, M. ve R. ARTUR. "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics*, XX, 1988: 203-235.

HERMALIN, B. ve M. WEISBACH. "The Effects of Board Compensation and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, XX, 1991: 101-112.

HERMALIN, B. ve M. WEISBACH. "The Effect of Board Composition on Corporate Performance", Working Paper, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA, 1987.

HIMMELBERG, C., R. HUBBARD ve D. PALIA. "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics*, LIII, 1999: 353-384.

HOLDERNESS, C. ve D. SHEEHAN. "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Explanatory Analysis", *Journal of Financial Economics*, XX, 1985: 317-346.

JENSEN, M. ve W. MECKLING. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, III, 1976: 305-360.

JENSEN, Michael. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, LXXVI, 1986: 323-339.

JENSEN, Michael. "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, XLVIII, 1993: 831-880.

KAPLAN, Steven. "Corporate Governance and Corporate Performance: A Comparison of Germany, Japan and the U.S." D. CHEW (Ed.), *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, New York: Oxford University Press, 1997.

KOLB, R. ve R. RODRIGUEZ. *Finansal Yönetim*, (Çev. Ali İhsan Karacan), Ankara, SPK Yayın No: 35, 1996.

LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES ve A. SHLEIFER. "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, LIV, October 1998: 471-518.

LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES ve A. SHLEIFER. "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, CVI, number 6, 1998: 1113-1155.

LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER ve R.VISHNY. "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, LV, number 1, 2000: 1-33.

LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER ve R.VISHNY. "Investor Protection and Corporate Valuation", Working Paper, Harvard University and University of Chicago, 1999.

LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER ve R.VISHNY. "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, LII, number 3, 1997: 1131-1150.

LANG, L., R. STULZ ve R. WALKLING. "Managerial Performance, Tobin's Q and the Gains from Successful Tender Offers.", *Journal of Financial Economics*, XXIV, 1989: 137-154.

LICHTENBERG, F. ve G. PUSHNER. "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan", *Japan and The World Economy*, VI, 1994: 239-261.

LINS, Karl V. "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets", Basılmamış Üniversite Çalışması, University of North Carolina, 2000

LIPTON, M ve J. LORSCH. "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer*, XLVIII, 1992: 59-77.

LODERER,C. ve K.MARTIN. "Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces", *Journal of Financial Economics*, XLV, 1997: 223-255.

MANNE, Henry. "Our Two Corporate Systems: Law and Economics", *Virginia Law Review*, LIII, 1967: 259-284.

MCCONNELL, J. ve H. SERVAES. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, XXVII, 1990: 595-612.

MIKKELSON, W. ve R. RUBACK. "An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process", *Journal of Financial Economics*, XIV, 1985: 523-533.

MILLSTEIN, Ira M. "Distinguishing Ownership and Control in 1990s", *ISS Conference*, February 25 1994. <<http://www.thecorporatelibrary.com/>>

MODIGLIANI F. ve M. MILLER. "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, June, 1963: 433-443.

MODIGLIANI F. ve M. MILLER. "The Costs of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment", *American Economic Review*, XLVIII, 1958: 261-297.

MORCK, R., A. SHLEIFER ve R. VISHNY. "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics*, XX, 1988: 293-315.

ÖNDER, Zeynep. "İMKB'deki Türk Şirketlerinde Mülkiyet Yapısı ve Şirketin Performansına Etkileri", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, II, sayı 2, 2000: 51-68.

ÖZKAN, A. ve K. YALÇINER. "Growth Opportunities, Size and Leverage", *Basılmamış Üniversite Çalışması*, University of York, 1998.

PEDERSEN, T. ve S. THOMSEN. "European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-country Study", *Journal of International Business Studies*, XXVIII, number 4, 1997: 759-778.

POUND, J. "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics*, XX, 1988: 237-265.

PROWSE, Stephen. "The Structure of Corporate Ownership in Japan", *Journal of Finance*, XLVIII, 1992: 1121-1140.

ROE, Mark. "Some Differences in Corporate Governance in Germany, Japan and America." T. BAUMS ve DIĞERLERİ (Eds.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlin: De Gruyter, 1994.

ROSENSTEIN, S. ve J. WYATT. "Inside Directors, Board Effectiveness and Shareholder Wealth" *Journal of Financial Economics*, XLIV, 1997: 229-250.

SHEARD, Paul. "The Main Bank System of Corporate Monitoring and Control in Japan", *Journal of Economic Behavior and Organization*, XI, 1989: 399-422.

SHEPHERD, William. "Public Enterprise: Criteria and Cases" H.W. de YONG (Ed.), *The Structure of European Industry*, Dordrecht: Kluwer Academic, 1989.

SHLEIFER, A. ve R. VISHNY. "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, XCIV, 1986: 461-488.

STULZ, Rene M. "Managerial Control of Voting Rights", *Journal of Financial Economics*, XX, 1988: 25-54.

STULZ, Rene M. "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, XXVI, 1990: 3-27.

WEISBACH, Michael. "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, XX, 1988: 431-460.

WESTON, John. "The Tender Takeover", *Mergers and Acquisitions*, 1979: 74-82.

WILLIAMSON, Oliver. *The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, NJ, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1964.

WOLFENZON, Daniel. *A Theory of Pyramidal Ownership*, Mimeo, Harvard University, 1998.

YURTOĞLU, Burçin. "Ownership Structure of Turkish Listed Firms", *The ISE Finance Award Series*, volume 1, 2000: 55-73.

ZECKHOUSER, R. ve J. POUND. "Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance." G. HUBBARD (Ed.), *Assymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, Chicago: University of Chicago Press, 1990.