

T.C.
YÜZÜNCÜ YIL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

SERMAYE SAHİPLİK YAPISI VE FİRMA PERFORMANSI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Aysel ÖZTÜRKÇÜ

VAN-2012

T.C.
YÜZÜNCÜ YIL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

SERMAYE SAHİPLİK YAPISI VE FİRMA PERFORMANSI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan

Aysel ÖZTÜRKÇÜ

Danışman

Yrd. Doç. Dr. Mehmet AYGÜN

VAN-2012

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE,

Bu çalışma jürimiz tarafından, İşletme **ANABİLİM DALI** 'nda YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

İmza

Başkan :

Üye (Danışman):

Üye :

Üye :

Üye :

ONAY: Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

..../..../2012

.....
Enstitü Müdürü

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, sahiplik yapısı ile firma performansı arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmaktır. Bu amacı gerçekleştirmek üzere İMKB'ye kayıtlı farklı sektörlerde bulunan 117 firmanın 2009-2010 dönemine ait verilerinden yararlanılmıştır. Bu çalışmada sahiplik yapısı değişkenleri olarak en büyük ortağın, en büyük üç ortağın, kurumsal yatırımcının ve yabancı yatırımcının sermaye payları, kullanılmıştır. Firma performans değişkenleri ise muhasebe temelli ve piyasa temelli olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Muhasebe temelli performans değişkeni olarak ROE, piyasa temelli performans değişkeni olarak da Tobin's q kullanılmıştır. Sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini inceleyen bu çalışmada basit ve çoklu regresyon modellerinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda performans değişkeni olarak kullanılan ROE ile sahiplik yapısı değişkenleri olarak kullanılan en büyük üç ortak, kurumsal yatırımcı ve yabancı yatırımcı sermaye payları arasında pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki bulunmuştur. Buna karşın ROE ile en büyük ortağın sermaye payı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki bulunmuştur. Diğer bir performans değişkeni olan Tobin's q ile sahiplik yapısı değişkenleri arasında ise oldukça anlamlı ilişkiler elde edilmiştir.

Anahtar kelimeler: sahiplik yapısı, kurumsal yönetim, firma performansı, vekalet problemi

ABSTRACT

The aim of this study is to research whether there is a relationship between the ownership structure and firm performance or not. To carry out this aim, data were collected of 2009-2010 from 117 firm registered İMKB and operating in different sectors. In this study, shares of the largest shareholder, the largest three shareholders, institutional investor and foreign investor are used as ownership variables. Firm performance variables are divided into two groups based on accounting and market. ROE is used for performance variable based on accounting and Tobin's q is used for performance variable based on market. As a result of the analyses, an insignificant relationship is found between ROE used as performance variable and largest shareholders, institutional investor and foreign investor variables used as ownership structure. However, a negative and statistically insignificant relationship is found between ROE and largest shareholder's share. Between another performance variable Tobin's q and ownership structure variables significant relationship is obtained.

Key words: Ownership structure, corporate governance, agency problem, firm Performance.

ÖNSÖZ

Bu tezin hazırlanması sırasında akademik kaynaklara erişimimde katkıları olan çalışmalarımızda her zaman sabırlı ve özverili davranan yapıcı ve hoşgörülü yaklaşımıyla desteğini esirgemeyen Danışman Hocam Yrd. Doç. Dr. Mehmet AYGÜN' e teşekkürü bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	I
ABSTRACT	II
ÖN SÖZ	III
İÇİNDEKİLER	IV
TABLolar DİZİNİ	VI
KISALTMALAR DİZİNİ.....	VII
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	4
1.SERMAYE SAHİPLİĞİ VE TEMSİLCİLİK İLİŞKİSİNİN İNCELENMESİ	4
1.1.YÖNETİCİLER VE HİSSEDARLAR ARASINDAKİ TEMSİLCİLİK PROBLEMLERİNİN İNCELENMESİ.....	8
1.2. YÖNETİCİLER VE KREDİTÖRLER ARASINDAKİ TEMSİLCİLİK PROBLEMLERİNİN İNCELENMESİ	12
1.3.TEMSİLCİLİK MALİYETLERİNİN SERMAYE YAPISINA ETKİLERİ	14
1.4.KURUMSAL YÖNETİM YAPISI	16
1.4.1.Kurumsal Yönetim Yapısı Mekanizmaları	17
1.4.1.1.Şirket İçi Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	17
1.4.1.1.1. Yönetim Kurulları.....	18
1.4.1.1.2. Yönetici Ücretleri.....	20
1.4.1.1.3. Hâkim Hissedar	21
1.4.1.2.Şirket Dışı Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	22
1.4.1.2.1.Kontrolü Ele Geçirme.....	23
1.4.1.2.2.Yasal/ Düzenleyici Uygulamalar.....	23
1.4.2.Kurumsal Yönetim Modelleri	25
1.4.2.1.Anglo-Saxon Modeli	25
1.4.2.2.Kıta Avrupası Modeli	27
1.5.SAHİPLİK YOĞUNLUĞU	28
1.6.SERMAYE SAHİPLİĞİ YAPISI	30
1.6.1.Sermaye Sahipliğinin Türleri	32

1.6.1.1.Aile Şirketleri Sahipliği	33
1.6.1.2.Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	34
1.6.1.3.Devlet Sahipliği.....	34
1.6.1.4.Dağınık Sermaye Sahipliği.....	35
1.6.1.5.Yönetici Sahipliği.....	36
1.7 SAHİPLİK VE KONTROL İLİŞKİSİ.....	37
1.7.1.Şirket Kontrolünü Elde Tutma Yöntemleri.....	38
1.7.1.1.Bir - Hisse Bir - Oy Kuralından Sapmalar.....	38
1.7.1.2.Piramit Yapı	38
1.7.1.3.Karşılıklı Hissedarlık (cross ownership).....	39
1.8.YÖNETİCİLER VE HİSSEDARLAR ARASINDAKİ TEMSİLCİLİK PROBLEMLERİNİ AZALTMANIN YOLLARI...	40
1.9.YÖNETİCİLER VE KREDİTÖRLER ARASINDAKİ TEMSİLCİLİK PROBLEMLERİNİ AZALTMANIN YOLLARI...	42
İKİNCİ BÖLÜM	44
2. LİTERATÜR TARAMASI	44
2.1 ÖNCÜ ÇALIŞMALAR	44
2.2 DÜNYA'DA YAPILAN ÇALIŞMALAR	46
2.3.TÜRKİYE'DE YAPILAN ÇALIŞMALAR.....	56
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	61
3. UYGULAMA.....	61
3.1 VERİ, DEĞİŞKENLER VE MODEL.....	61
3.1.1 Veri Seti	61
3.1.2 Değişkenler	61
3.1.2.1 Performans Değişkenleri	61
3.1.2.2 Bağımsız Değişkenler	63
3.1.3. Kontrol Değişkenler	64
3.1.4 Model	64
3.2 ANALİZ	64
SONUÇ ve DEĞERLENDİRME	69
KAYNAKÇA	71

TABLOLAR DİZİNİ

	Sayfa
Tablo 1: Tanımlayıcı İstatistik.....	65
Tablo 2: Korelasyon Tablosu.....	65
Tablo 3a: Regresyon Analizi Sonuçları.....	66
Tablo 3b: Regresyon Analizi Sonuçları.....	67

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

CEO: Chief Executive Officer

ENBYK: En Büyük Ortağın Sermaye Payı

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

LEV: Firma Borçlanma Oranı

NYSE: New York Stock Exchange

OECD: Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Teşkilatı

PD/DD: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı

ROE: Net Kar/ Öz Sermaye

SIZE: Firma Büyüklüğü

TOBİN Q: Piyasa Değeri/ Defter Değeri

UCBYK: En büyük Üç Ortağın Sermaye Payı

GİRİŞ

Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki Berle ve Means (1932) yılında yazmış oldukları “Modern şirketler ve özel mülkiyet” kitabından beri finans literatüründe tartışılan ve üzerinde çok sayıda çalışmanın yapıldığı konu olmaya devam etmektedir. Berle ve Means (1932) söz konusu çalışmalarında modern şirketlerde sahiplik ve kontrol ayırımından dolayı çıkar çatışmalarının artacağını öne sürmüşlerdir. Yazarlar sahipliğin yayılmasının yöneticilerin gözetlenmesini olanaksız hale getirmesinden dolayı yaygın sahiplik ve firma performansı arasında ters bir ilişkinin olduğunu ifade etmişlerdir.

Sahiplik kavramı sahiplik yoğunluğu ve sahiplik yapısı olarak iki kısımdan oluşmaktadır. Sahiplik yoğunluğu; bireysel veya kurumsal hissedarların şirketlerin hisse dağılımında sahip oldukları hisse oranını ifade etmektedir. Sahiplik yapısı ise; şirket hissedarlarının bireysel ya da kurumsal olarak kimlerden oluştuğunu göstermektedir. Jensen ve Meckling (1976) hissedarları iç ve dış hissedarlar olmak üzere iki gruba ayırmışlardır. Yaptıkları araştırmada firma değerinin iç hissedarların paylarına bağlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlar, firma değerini sahiplik yapısının bir faktörü olarak tanımlamışlardır. Çünkü sahiplik yapısı kurumsal yönetim kavramı ile ilişkilidir ve kurumsal yönetim üzerinde negatif veya pozitif etkilere sahip olduğu yapılan çalışmalar ile ortaya konmuştur.

Son yıllarda giderek artan firma birleşmeleri, çokuluslu firmaların varlığı ve kurumsal yönetim mekanizmalarının ortaya çıkması ile birlikte hissedarlar yöneticiler ve borç verenler arasında çıkar çatışmaları da kendini göstermeye başlamıştır. Firmaların büyümeleri ile birlikte profesyonel yöneticiler çalıştırmaları ile birtakım maliyetlerde söz konusu olmuştur. Literatürde bu olgu temsilcilik maliyetleri olarak adlandırılmaktadır. Temsil teorisi ile ilgili ilk çalışma Fama ve Miller (1972)’in çalışması üzerine temellenen Jensen ve Meckling (1976)’in çalışmasıdır. Firma yönetiminde hissedarların bakış açısı yöneticilerin firma değerini maksimize ederek hissedarların çıkarlarını korumalarıdır. Ancak sermaye sahipliğinin firma yönetiminden ayrılması sonucunda yöneticiler hissedarların

ıkarlarını gözetmeksizin kendi çıkarlarını maksimize edecek faaliyetlerde bulunmaktadır. Jensen ve Meckling (1976)' e göre eğer yöneticilere firmadan pay hakkı verilirse yöneticiler hissedarların çıkarlarını daha iyi koruyacaklardır. Diğer bir ifade ile Jensen ve Meckling (1976), Berle ve Means (1932)'in aksine yöneticilerin firmadaki paylarındaki artışın performans üzerinde olumlu bir etkiye sahip olacağını ne surmektedirler.

Ülkelerin farklı kültürel ve ekonomik çevrelere, vergi sistemlerine, sermaye yapılarına, yasal düzenlemelere sahip olması sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkilerinde ülkeden ülkeye farklılık göstermesine neden olmuştur.

Konuya ilişkin literatür çalışmalarına bakıldığı zaman birbirinden farklı sonuçların elde edildiği görülmektedir. Berle ve Means (1932) sahiplik yüzdesi arttıķa profesyonel yöneticilerin kontrol gleri azalacağı için sahiplik yapısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişkinin olması gerektiğini savunmuşlardır. Demsetz ve Lehn (1985) sahiplik yapısının içsel faktörler tarafından belirlendiğini birbirinden bağımsız olduğunu ve aralarında herhangi bir ilişki olmadığını ileri srmuşlardır. Demsetz ve Vilalonga (2001) tarafından yapılan çalışmada da firma performansı ve sahiplik yapısı arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır.

nc çalışmalar arasından sayılan Morck ve diğerleri (1988) McConnell ve Servaes (1990) yapmış oldukları çalışmalarında sahiplik yapısı ve firma performansı arasında doğrusal olmayan bir ilişki bulmuşlardır. Yukarıdaki alışmalar konuya ilişkin ampirik ilk çalışmalar arasında sayılmaktadır. Daha sonra bir çok ülkede konuya ilişkin teorik ve ampirik çalışma yapılmıştır.

Ülkemizde konuya ilişkin sınırlı sayıda çalışma mevcuttur. Bu alışmalar arasında Gürsoy ve Aydoğan (1999), Yurtoğlu (2000), Demirağ ve Serter (2003), nder (2003), Gündüz ve Tatoğlu (2003), Gönenç (2006), ıtak (2007), Bayrakdaroğlu (2010), nl ve diğerleri (2011) ve Karaca ve Ekşi (2012) sayılabilir.

Bu çalışmada İMKB’de işlem gören 117 firmanın 2009-2010 yıllarındaki verilerinden yararlanarak bu firmaların sahiplik yapısı ile performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Firmaların sahiplik yapısı verileri İMKB resmi sitesinden elde edilmiştir. Çalışmada sahiplik yapısı ve performans arasındaki ilişki muhasebe ve piyasa temelli olarak incelenmiştir. Muhasebe temelli gösterge olarak ROE, Piyasa temelli gösterge olarak ise Tobin’s Q kullanılmıştır. Sahiplik yapısı göstergeleri olarak literatür ile tutarlı bir biçimde en büyük ortak, en büyük üç ortak, kurumsal yatırımcı ve yabancı yatırımcının sermaye payları kullanılmıştır. Firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı literatürle benzer şekilde kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır (Demsetz ve Lehn (1985), McConnell ve Servaes (1990), Morck ve diğerleri (1988)). Çalışmada korelasyon ve regresyon analizlerinden yararlanılmıştır. Yapılan regresyon analizi sonucunda ROE ile sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan en büyük üç ortak ile yabancı yatırımcı sermaye payları arasında pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız, en büyük ortak ve kurumsal yatırımcı sermaye payları arasında negatif ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki bulunmuştur. Buna karşın ROE ile kontrol değişkeni olan firma büyüklüğü arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Performans göstergesi olarak kullanılan Tobin’s q ile sahiplik yapısı göstergeleri arasındaki ilişkilere bakıldığında ise, tüm sahiplik yapısı göstergeleri ile pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelen bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sahiplik ve kontrolün ayrılması sonucu oluşan temsilcilik problemleri, sahiplik yapısı ve yoğunluğu ile kurumsal yönetim kavramları hakkında bilgi verilerek çalışmanın kavramsal çerçevesi oluşturulmuştur. İkinci bölümde ise sahiplik yapısı ve performans arasındaki ilişkiye yönelik dünya’da ve Türkiye’de yapılan çalışmalar hakkında bilgi verilmiştir. Son bölümde ise çalışmanın metodolojisi, kullanılan veriler ve model tanıtılmış ve ampirik analiz sonuçları elde edilerek yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.SERMAYE SAHİPLİĞİ VE TEMSİLCİLİK İLİŞKİSİNİN İNCELENMESİ

Son yıllarda giderek artan firma birleşmeleri, çokuluslu firmaların ortaya çıkması ve teknolojinin yardımıyla büyüyen dev organizasyonlar; yönetici, hissedar ve borç verenler gibi çıkar grupları arasındaki ilişkileri daha karmaşık hale getirmiştir. Firmaların profesyonel yöneticiler çalıştırmaya başlamaları ile firma sahipliği ve yönetiminin birbirinden ayrılması, birtakım çalışma ve maliyetleri de ortaya çıkarmıştır.

1970’li yıllarda tartışılmaya başlanan temsil teorisi, finansal yönetimde temel ilkelerden biri olan, Bireysel Çıkarı Gözetken Davranış İlkesi’ ne (The Principle of Self-Interested Behavior) dayandırılmakta ve bu ilkenin yeni bir uygulaması olarak kabul edilmektedir. Bireysel Çıkarı Gözetken Davranış İlkesi’ ne göre bireyler kendi mali çıkarlarını gözeterek davranırlar. Buna göre, bireyler kendileri için en avantajlı davranışta bulunurken vermiş oldukları karar, diğer alternatifleri uygulama olasılığını ortadan kaldırmaktadır. Temsil edilen ile temsilci arasındaki ilişki ve bunun firma değeri üzerindeki etkileri temsil maliyeti teorisinin ana çerçevesini oluşturmaktadır. Etkin piyasalarda, borç veren hissedarların kendi çıkarlarını düşünerek gerçekleştirdiği davranışlardan tamamen korunduğu için temsil maliyetleri söz konusu olmamaktadır. Temsil problemleri ve maliyetleri etkin olmayan piyasalarda ortaya çıkmaktadır. Temsil teorisi ile ilgili ilk çalışma, Fama ve Miller (1972) ’in çalışmasının üzerine inşa edilen Jensen ve Meckling (1976) çalışmasıdır. Yazarlar, öncelikle temsil ilişkisini tanımlamışlar ve temsil maliyetini oluşturan öğeleri açıklamışlardır. Buna göre, temsil ilişkisi bir veya birkaç kişinin (yetki-veren) bir dereceye kadar karar verme yetkisini de devrederek kendi yararına faaliyette bulunacak bir başka kişiyle (temsilci) sözleşme yapmasıdır. Bir firmada sözleşmeler çerçevesinde bir araya gelen yöneticiler, hissedar ve borç verenler firma hakkında aynı bilgilenme düzeyine sahip değillerdir. Tarafların farklı bilgilenme düzeyine

sahip olmaları, ahlaki tehlike (Moral Hazard Problem), ters seçim (Advers Selection) ve risk paylaşımından kaynaklanan hazır konanlar (Free Rider Problem) gibi temsil problemlerine neden olmaktadır.

Ahlaki tehlike, yöneticinin davranış ve faaliyetlerinin diğer çıkar gruplarından farklı olması veya gözlemlenecek maliyetlere ulaşması durumunu ifade etmektedir. Ahlaki tehlike, gizli işlem ve gizli bilgi ile yakın ilişkilidir ve sözleşmenin taraflarından birisinin, diğer taraf aleyhine sözleşmeden yararlanacak biçimde, davranışını değiştirmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Ters seçim ise, diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olan yöneticinin, bilinçli olarak kendi çıkarları doğrultusunda karar vermesidir. Temsil ilişkisinde, her iki tarafında kendi faydasını maksimize edecek şekilde davranacağı düşünüldüğünde, temsilcinin her zaman için temsil edilenin çıkarına davranmayacağı ortaya çıkmaktadır. İşte temsilcinin, temsil edilenin menfaatlerini artırmak yerine, firma kaynaklarını kendi çıkarı doğrultusunda kullanmaya başlaması, temsil maliyetleri doğurmaktadır. Jensen ve Meckling' e göre temsil maliyetleri şunlardır (Yücel,2006)

1. İzleme maliyetleri: Jensen ve Meckling (1976) izlemeyi gerekli görmelerinin nedenini hisse senedi sahiplerinin kendilerini yöneticilerin aşırı ölçüde imtiyaz kullanımını da içeren ahlaki rizikoya karşı korumalarından kaynaklandığını belirtmektedirler. Böylelikle etik öğeler içeren ahlaki riziko sorunu çözümlenebilir.

Yöneticilerin izlenmesindeki en temel uygulama, yöneticilerce performanslarını gösteren raporların hazırlanmasıdır. Hem hisse senedi sahiplerinin denetçileri görevlendirmeleri hem de yöneticilerin bu tip raporları hazırlamak için harcadığı zaman izleme maliyetini oluşturur. Böyle bir faaliyet sonucu ortaya çıkan izleme maliyetleri borç verenler için de söz konusudur. Özellikler banka ve sigorta kuruluşları firmanın faaliyetlerini izlemek için eleman istihdam edeceklerdir ki, bu da bir izleme maliyetidir (Sakınç,2008).

Firma bünyesinde hisse senedi sahiplerince seçilen yönetim kurulu yöneticilerin izlenmesi görevini yerine getirir. Yönetim kurulu üyelerine izleme

maliyetini oluşturacak biçimde maaş ödenir. Ancak zaman içinde yönetim kurulu yeleri yöneticiler ile karşı karşıya gelmek yerine hisse senedi sahiplerinin hakları üzerinden çıkar ilişkisine girebilir. Bunu önlemek için ise, çalışanlar arasında rekabet sağlayacak bir organizasyon yapılmasına gidilebilir. Ancak bu durumda yeni bir organizasyon yapılmasının getirdiği maliyetlerin yanında rekabet halindeki yöneticilerin bilgi saklamaları nedeniyle firma performansında azalma söz konusu olabilir (Jensen ve Meckling, 1976).

Piyasadaki rekabetin firmayı disipline ettiğinden hareketle ele alınabilecek bir diğer izleme yöntemi firmanın menkul kıymetler borsasına açılmasıdır. Menkul kıymet piyasalarında yer alan firmalar bütün yatırımcılarca izleneceğinden firmanın piyasa değeri özellikle yöneticiler açısından iyi bir göstergedir. Bu yüzden genel olarak firma çıkar gruplarının tümü hareketlerinde dikkatli olmak durumundadır.

Menkul kıymet borsalarına girilmesi; kar payı ödemelerinin beraberinde getirdiği vergi ve menkul kıymet ihraç giderlerini içeren işlem maliyetleri ile güvenilirliği sağlamak için hesapların bir ücret karşılığında denetim firmalarınca izlenmesinden ortaya çıkan izleme maliyetlerine neden olmaktadır. Ancak kurumsal yatırımcılar ve yatırım danışmanlığı yapan firmaların piyasa için bilgi üretecek bir biçimde sosyal bir sorumluluk üstlenmeleri söz konusu maliyetleri azaltmakta bu yüzden de izleme açısından sermaye piyasalarına girilmesi en etkili yöntem haline gelmektedir (Jensen ve Meckling, 1976).

2. Garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri: Temsilcilerce yetki verilene yetki verenlerin zararına hareket edilmeyeceği edildiğinde ortaya çıkacak zararın tazminine yönelik sözleşmelerle somutlaştırılan güvenceler verilmesinden kaynaklanan maliyetlerdir.

Hissedarlarla ilişkisinde temsilci konumunda olan yöneticilerin, işlerinden ayrılmayacaklarını ayrılmaları durumunda doğabilecek zararı ödeyebileceklerini belirtmeleri garanti sağlayıcı bir maliyet yüklenmelerine neden olur.

Borç verenlerle ilişkilerinde temsilci konumunda olan yönetici ve hisse senedi sahiplerinin bazı kısıtlamalara gitmeyi kabul ettikleri borç anlaşmaları da söz konusu maliyetler içerisinde yer alır. İçerdikleri kısıtlamalara göre tahvil anlaşmaları başlıca dört başlık altında toplanabilir (Jensen ve Meckling, 1976)

- Belirli projelerin kabul edileceği yönünde tahvil sahiplerine güvence veren “üretim-yatırım anlaşmaları”
- Belirli oranda temettü ödeneceği veya hiç ödenmeyeceğine ilişkin “temettü anlaşmaları”
- Ek borçlanma alınmayacağı veya yeni hisse senedi çıkarılmayacağı taahhüt edilen “finansman anlaşmaları”
- Diğer anlaşmalara koşut olarak uygulanan ve kısıtlamalara uyulmadığında ödenmesi kabul edilen “tazmin anlaşmaları”

3. Önlenebilen kayıplar: Jensen ve Meckling (1976)’e göre izleme ve garanti sağlayıcı anlaşma maliyetlerine katlanılsa da önlenebilen birtakım maliyetler ortaya çıkacaktır. Diğer bir deyişle, maliyet içeren temsilci problemlerinin azaltılması için belirli bir maliyete katlanılmakta ancak bu problemler ortadan kaldırılamamaktadır. Bu durumda, firma hem temsilci problemlerini ortadan kaldırmak için gerekli faaliyetlerde bulunmanın gerektirdiği maliyetleri yüklenmekte hem de bu maliyetlere katlanmak pahasına ortadan kaldıramadığı birtakım ek maliyetlerle karşılaşmaktadır. Söz konusu maliyetler; firma çıkar gruplarının önceliklerinin sıraya konulmamasının ve en uygun dahi olsa seçilen projelerin uygun biçimde yürütülememesinin firmaya yüklediği maliyetler olarak tanımlanır.

Hiç şüphesiz bu durumda firmanın yüklendiği maliyetler daha da artacaktır. Ancak temel sorun temsilci maliyetlerinin belirlenmesi ve tutarının saptanmasıyla ilgilidir. Yönetici, hisse senedi sahibi ve borç verenlerin kendi çıkarları doğrultusunda oluşturmaya çalıştıkları yatırım ve sermaye yapısı kararları ve temettü kararlarının firmaya yüklediği temsilci maliyetleri ölçülebilir. Ancak bir bütün olarak

temsilci maliyetlerini tespit etmek oldukça güçtür. Bununla birlikte gerçekte temsilci maliyetlerini ölçebilecek nitelikte bir model bulunmamaktadır. Bu ise, temsilci maliyetlerini oluşturan problemleri tam olarak tanımlayacak parametrelerin olmamasından ya da kullanılan modellerin aşırı derecede sadeleştirip problemi yansıtamamasından kaynaklanmaktadır.

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.

1.1.YÖNETİCİLER VE HİSSEDARLAR ARASINDAKİ TEMSİLCİLİK PROBLEMLERİNİN İNCELENMESİ

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 firmadaki yönetici firmanın %100 sermaye sahibi ise kendi faydasını maksimize edecek faaliyet kararları alır. Bu kararlar sadece sermaye payı oranında parasal getiri elde edebilen 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 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.

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 çıkarları 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 karlı projeleri aramak için çaba göstermemesi olduğu düşünülebilir. Karlı projelere girmeyen ve kendi çıkarlarını tatmin etmek için başka faaliyetlere yönelen yönetici, firma değerinin düşmesine sebep olacaktır (Büyükkara,2002).

Vekil konumunda olan yönetici, hissedarların zararına çalışmasının engellenmesi ve hissedar zenginliğini maksimize edecek kararlar almasını sağlamak amacıyla 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 maliyetini 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.

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 iç piyasa koşullarına
- Yöneticilerin değiştirilme maliyetlerine bağlamıştır.

Yöneticilerle hissedarlar arasındaki temsil problemine bağlı olarak karlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması (underinvestment problem), varlık ikame problemi (asset substitution problem) ve firma zararına olacak şekilde temettü ödemesi olarak özetlenebilecek sorunlar doğmaktadır.

1. Karlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılamaması

Hisse senedi sahipleri, karlı yatırım fırsatlarını ifade eden pozitif net bugünkü değeri yüksek olan projeleri reddedebilir. Ayrıca, bu projelerin finansmanı için gereken yeni hisse senedi ihracına onay da vermeyebilir. Bunun nedenini ise; projenin getireceği nakit akışlarının borç ödemesi olarak tahvil sahiplerine veya kar payı ödemesi olarak hisse senedi ihracı çerçevesinde firmaya ortak olan yeni hisse senedi sahiplerine transfer edilmesinin kendi getirilerini azaltacağını düşünceleri oluşturur (La Porta ve diğerleri, 2000).

Yöneticiler ellerindeki imtiyazların devam etmesini sağlamak için serbest nakit akışlarının tutarıyla ilgilenirler. Ellerindeki imtiyazların finanse edilmesi, serbest nakit akışlarının çokluğuna bağlıdır. Bir firmada serbest nakit akışları ne kadar çoksa hissedarların aleyhine kendi lehine çalışan yöneticiler nedeniyle temsil maliyetlerinin yüksek olma olasılığı o kadar çoktur (Jensen ve Meckling, 1976).

Faydalarını serbest nakit akışlarının tutarıyla bütünleştirmiş olan yöneticilerin, bunu azaltacak yatırım harcamaları ve yatırımın getirileriyle finanse edilecek borç ve kar payı ödemelerine sıcak bakmamaları onları karlı yatırım fırsatlarından yararlanmamaya itmektedir (La Porta ve diğerleri, 2000).

2. Varlık İkame Problemi

Yöneticilerin optimal olmayan yatırımlara yönelmesini ifade eden varlık ikamesinin nedenini iş güvenceleriyle ilgili kuşkuları oluşturur. Firmanın zayıflaması veya iflas etmesi durumunda faydalarını ve hatta işlerini kaybetmekle yüz yüze kalacak olan yöneticiler, riski azaltmak için düşük getirili ancak güvenli projeleri seçmektedirler. Ayrıca iflas etme olasılığını azaltmak için borç/özkaynak oranını düşük tutabilirler (Jensen ve Meckling, 1976).

Hissedarlar yüksek getirili projelerden kaynaklanacak getirilerin tahvil sahiplerine (borç verenlere) ve yöneticilere yarayacağını düşünüyorlarsa yüksek risk-yüksek getirili yatırımlardan düşük risk-düşük getirili yatırımları tercih etmektedir (La Porta ve diğerleri, 2000).

3.Firma Zararına Olacak Şekilde Temettü Ödemesi

Hissedarlar yapmış oldukları yatırımlarından getiri elde etmek isterler. Ortaklığın getirisi iste temettüdür. Ortaklar arasında temettü ne kadar yüksek olursa o ölçüde fayda sağlanacağı düşüncesi hâkimdir. Ancak bu durum fayda yerine bazen zarara da yol açabilir. Çünkü firmanın olası muhtemel karlı yatırımlara kaynak bulması söz konusu olduğunda firmada bırakılmak yerine ortaklara dağıtılan temettüden istifade etme şansı yitirilmiş olacaktır.

Hisse senedi sahipleri temettünün nakit olarak ödenmesini isteyebilir. Ancak, nakit olarak ödenecek temettü vergi konusu olabilir. Diğer taraftan hissedarlar hisse senedi şeklinde temettü ödemesi de isteyebilir. Ancak bunun da firmaya ayrı bir işlem maliyeti yükleyeceği unutulmamalıdır (Sakınç, 2008).

1.2.YÖNETİCİLER VE KREDİTÖRLER ARASINDAKİ TEMSİLCİLİK PROBLEMLERİNİN İNCELENMESİ

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 (1988) 'e 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 tekliflerini azaltmaktadır. Dolayısıyla, bir yönetici firmanın ele geçirilme olasılığını azaltmak istiyorsa, borçlanma yoluyla elindeki hisse miktarını veya oy haklarını artırabilir. Berger ve diğ rleri (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 kreditörler arasındaki belli başlı temsilcilik problemleri şunlardır:

1. Hakların Sulandırılması

Borç verenler firma ile yaptıkları borç sözleşmelerinde; yöneticilerin maaş ve imtiyazlarının azaltılması, kar payı ödenmemesi veya sınırlandırılması ve pozitif getiriye sahip bazı yatırımlara gidilmemesi yönünde hükümler koydurulmasını isteyebilir. Bunun yerine getirilip getirilmemesi izlemeleri, yönetici ve hissedarların getirilerini negatif yönde etkileyebilir (Agrawal ve Knoeber, 1996).

2. Belirli Projelerin Koşulu

Borç verenler, borç anlaşmalarına belirli projelerin kabul  veya yeni borçlanmaya gidilmemesi şartını koyabilirler. Bu davranışları net bugünkü değeri pozitif olan projelere yatırım yapılmaması ile sonuçlanabilir. Bu durumda, borç verenler yönetici ve hissedarların yanında aslında kendi çıkarlarına da zarar vermiş olurlar (Jensen ve Meckling, 1976).

Borç verenler, yöneticileri uzun vadeli karlı yatırım projelerine gitmektense daha çabuk ödeme bekledikleri kısa vadeli düşük net bugünkü değerli projelere yönlendirebilir. Borç verenler bu sayede vadesi yakın olan alacaklarını kısa sürede tahsil edebilirler. Kısa vadeli yatırımlara yönlendirilmesinin kökeninde optimalden az yatırım yapılması problemi vardır. Çünkü fazla miktarda borç yükümlülüğü olan firmalar vadesi gelen borçlarını karşılayabilmek için daha yüksek faizlerle tekrar borç alırlar ve pozitif net bugünkü değerli projelere girilmesi fırsatını kaçırarak optimalin altında yatırım yapmak zorunda kalırlar.

3. Firmanın Tasfiye Edilmesi

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 ve piyasa değerinden kreditorlere intikal eder. Bu sırada oluşacak kanuni giderler, avukatlık ücretleri, mahkeme giderleri de kreditorlere transfer olmaktadır. Kreditorler, 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 (Jensen ve Meckling, 1976).

1.3. TEMSİLCİLİK MALİYETLERİNİN SERMAYE YAPISINA 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 maliyetinin oluşma olasılığı değişirken (örneğin borç/öz sermaye oranı artar iken), gelecekteki nakit akımları da değişir. Modigliani ve Miller (1963) temsilcilik maliyetlerini düşünmeden yaptıkları orijinal eserde borçlanmanın firma değerini ve

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, yönetim dışındakilerin sahip olduğu dış sermaye ve borçların toplamı olarak ifade ettikleri firmanın piyasa değerinin optimal bir düzeyi olup olmadığını temsilcilik maliyetlerine bağlı olarak anlatmaya çalışmışlardır.

Dış sermaye olmaması ve yöneticilerin % 100 sermaye sahibi olması durumunda, diğer hissedarların suiistimal edilmesi diye bir olasılık yoktur ve temsilcilik maliyeti sıfırdır. Dış sermaye arttıkça, dış sermaye ile ilişkilendirilen temsilcilik maliyeti artacaktır. Borçlanma ile ilişkilendirilen temsilcilik maliyetleri 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. Borç miktarının sıfıra yaklaşması durumunda 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 artmaya başlayacağı için yöneticinin toplam sermaye içindeki payı düşecektir.

Jensen ve Meckling (1976)'e göre firma büyüdükçe temsilcilik maliyetleri de artacaktır; çünkü büyük firmaları gözlemlemek daha zor ve pahalıdır.

Ang ve diğerleri (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 sermaye sahibi 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 firmaları test etmişlerdir. 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 oranda kullandığını göstermektedir. Temsilcilik maliyeti arttıkça varlık kullanım oranı küçülecektir. Sonuçları şunu göstermektedir ki, yöneticinin sermaye payı arttıkça 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 artmasının 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 dolayı sermaye sahibi olmayan yöneticinin davranışlarını gözlemleyemediği görülmektedir (Büyükkara, 2002).

1.4.KURUMSAL YÖNETİM YAPISI

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.

1.4.1.Kurumsal Yönetim Yapısı Mekanizmaları

Şirket olgusunun ortaya çıktığı ilk dönemlerde şirketlerin varlık nedeni hissedarın refahını maksimize etmek olmuştur. Günümüzde ise şirketlerle ilişki içerisinde olan hissedar ve payda gruplarının çıkarlarının tatmin edilmesi sorunu ortaya çıkmıştır. Bu problem kurumsal yönetim problemi ya da ortak hareket edebilme problemi olarak adlandırılmaktadır (Kıyılar ve Belen, 2006). İşletmelerde karşılıklı ilişkilerin her kesimi tatmin edecek biçimde uyum içinde gerçekleşmesi için hak sahibi olduğunu iddia eden yatırımcıların söz sahibi olanlar üzerindeki egemenlik ve kontrolünü sağlayacak bazı mekanizmalar bulunmaktadır. Bu mekanizmalar aracılığıyla hak sahibi olanlar söz sahiplerini kontrol edebilme olanağına sahip olurlar. Kurumsal yönetim probleminin çözümüne yönelik çalışmalar kurumsal yönetim mekanizmaları olarak adlandırılmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2004).

Kurumsal yönetim mekanizmalarının sınıflandırılması noktasında kesin bir ayırım yoktur. Birçok yazar (Becht ve diğerleri, 2002), (Denis, 2001) farklı şekillerde sınıflandırma yapmıştır. Ancak hem Denis ve McConnell (2003) hem Kıyılar ve Belen (2006) hem de Kula (2006) kurumsal yönetim mekanizmalarını iki şekilde sınıflandırmıştır. Buna göre, kurumsal yönetim mekanizmaları şirket içi ve dışı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Yaygın olarak kullanılan şirket içi mekanizmalar; yönetim kurulları, hâkim hissedar ve yönetici ücretleridir. Şirket dışı mekanizmalar ise; düşmanca şirket ele geçirmeleri ve yasal/düzenleyici uygulamalardır.

1.4.1.1.Şirket İçi Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Şirket içi mekanizmaların başında yönetim kurulları gelmektedir. Kurumsal yönetim açısından yönetim kurullarının fonksiyonu nasıl olmalıdır sorusu asıl meseledir. Diğer mekanizmalar ise “hâkim hissedar” ve “yönetici ücretleri”dir.

1.4.1.1.1.Yönetim Kurulları

İşletmelerde hisse senedi sahipliğinin artması sonucunda her hisse senedi sahibi yönetimde bulunamayacağından hissedarların haklarının korunması için bir yönetim kurulu seçilir. Hemen hemen her ülkede şirketler yönetim kurullarına sahiptir. Çoğu şirket tüzüğü hissedarlardan yönetim kurulunu seçmesini istemektedir. Seçilen yönetim kurulunun misyonu CEO yani üst yönetici tayin etmek, onu ödüllendirmek, yöneticileri izlemek (monotoring), şirket birleşmeleri ve satın almaları gibi önemli konularda oy kullanmak, hisse senedi geri satın almaları ve yeni borçlanma kâğıtları ihraç etme gibi sermaye yapısı konularında değişiklik yapmak vb. eylemleri gerçekleştirmektir. Elbette tüm bu eylemler hissedar değerini maksimum yapmak için olmak zorundadır (Denis ve McConnell, 2003) ve (Becht ve diğerleri, 2002).

Hissedarlar çıkarlarını korumak için bir yönetim kurulu seçmesi sonucunda vekâlet ilişkisi ortaya çıkar. Yönetim kurullarından bir vekil olarak beklenen hissedarların çıkarları doğrultusunda işletmeyi yönetmeleridir. Genel olarak yönetim kurullarının görevlerini tam olarak yaptıkları varsayılmaktadır. Yönetim kurulunun en önemli görevi işletme faaliyetlerinin izlenmesidir. Hissedarların önemli bir kısmı bir araya gelse bile etkili bir şekilde işletmenin faaliyetlerini izleyemeyeceklerdir. Bu nedenle yönetim kurulunun izleme görevinin önemi ortaya çıkmaktadır (John ve Senbet, 1998).

Şirket hisselerinin önemli bir kısmı belirli bir veya birkaç ortak elinde toplanmışsa bu ortak veya ortakların şirket üzerinde hâkimiyeti olduğu kabul edilir. Hâkim olan ortakların bulunduğu işletmelerde egemenlik ve kontrol hâkim olan ortaklarındı. Yönetim kurulları da bu hâkim ortakların kontrolü altında görevlerini yerine getirmektedir. Sermaye yoğunluğunun az olduğu hâkim hissedarların bulunmadığı durumlarda ise, yönetim kurulları kendilerinin organize ve kontrol ettiği genel kurul toplantılarında dağılmış ortakların sağladıkları oylarla seçilmekte ve daha sonra kontrolü ele geçirmektedirler. Bu durumda yönetim kurulları asıl hak sahibi olan pay sahipleri veya birincil ve ikincil paydaşların çıkarları doğrultusunda değil

kendi çıkarlarına göre işletmeyi yönetmektedirler. Bu nedenle hak sahipleri kontrolü kaybetmemek için yönetim kurullarını kendileri seçmeli ve onların çıkarlarına uygun olarak hareket etmelerini sağlamalıdır. Bu durumda yönetim kurullarının yapısı, bileşimi ve görevleri daha farklı bir önem kazanmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2004).

Küçük hisselerle sahip güçsüz hissedarların yönetim kurulundan çok büyük beklentileri vardır. Yönetim kurulunun onların haklarının yegâne savunucusu olduğu kabul edilir. Ancak gerçekte durum bu kadar parlak değildir. Yönetim genellikle yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesinde önemli bir etkiye sahiptir. Bugüne kadar da hep böyle olmuştur. Ancak çok yakın zamanda kamuoyunun etkisi ve çeşitli derneklerin talebi üzerine şirketler yönetim kurullarında reformlara gitmiştir:

- Yönetim kurulu üye sayısının azaltılması
- Göreceli olarak dışarıdan üye sayısının artırılması
- Yeni yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesi ve yöneticilerin tazminat planının hazırlanması işleri ile ilgili olarak dışarıdan üyelere görev verilmesi
- CEO ile yönetim kurulu başkanın görev ve sorumluluklarının ayrılması
- Şirket hisse senetlerinden yönetim kurulu üyelerine temin edilmesi

Yönetim kurullarında gerçek kişi üyeler görev yapmaktadır. Yönetim kurullarının etkili görev yapabilmeleri yönetim kurulu üyelerinin kişisel özelliklerine ve yeteneklerine bağlıdır. Yönetim kurulu üyelerinin işletme içinden seçilenlere iç üye, işletme dışından seçilenlere dış üye denmektedir. Genellikle üst yönetimin bir üyesi olan iç üyeler, bağımlı kararlar verebilen üyelere dir. Şirket içinde görevli kişilerin yönetim kurulunda da görev alması gözetim ve denetim konusunda sıkıntı çıkmasına neden olabilir çünkü gözetlenen aynı zamanda gözetleyen kişi olmaktadır (Denis ve McConnell, 2003). Dış üyeler ise kendilerini seçen paydaş grubunun temsilcileridir. Üst yönetimin etkisi olmadan onlardan bağımsız olarak karar ve yönlendirme yapabilen kişilerdir.

Yönetim kurullarını yapısı çeşitli ülkelerde farklılık göstermektedir. ABD, İngiltere ve Japonya gibi ülkelerdeki şirketlerde tek kademeli yönetim kurulları faaliyet göstermekteyken, Almanya, Hollanda ve Finlandiya gibi ülkelerde ise çift kademeli yönetim kurulları vardır (Weimer ve Pape, 1999).

Yönetim kurullarının görev ve sorumlulukları ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. İç üyelerin çoğunlukta olduğu yönetim kurullarında farklı görüş ileri sürmek ve üst yönetimle çatışan fikirler ortaya atmak kolay değildir. Bu nedenle bu tip yönetim kurullarında genellikle tam bir kontrol ve yönetim yapıldığı söylenemez. Dış üyelerin bulunduğu yönetim kurullarında ise, dışarıdan davet edilmiş ve üst düzey yönetim kurulu üyesi olmayan kişiler daha bağımsız olabilmekte ve kendi uzmanlık alanları doğrultusunda üst yönetimle çatışan fikirler ileri sürebilmektedirler. Ancak dış üyeler kendi uzmanlık alanları ile sınırlı kalmaktadırlar. Yine de yönetim kurullarında yeterli bilgi ve tecrübeye sahip bağımsız üyelerin bulunması yönetim kurulu kararlarında çıkarların dengelenmesi açısından önemlidir (Ülgen ve Mirze, 2004).

1.4.1.1.2.Yönetici Ücretleri

Kurumsal yönetimin diğer bir mekanizması da yönetici ücret ve teşvik sistemidir. Hissedarlar yöneticilerden belirli bir dönem sonunda tatmin edici bir kar düzeyi sağlamalarını karı elde ettikleri sırada kullandıkları kaynakları da verimli kullanmalarını; bunlar üzerinden belirli düzeyde karlılık sağlamalarını ve bunlara ek olarak işletmenin cari piyasa değerinin maksimize edilmesini sağlamalarını istemektedirler (Usta, 2005). Bunun karşılığında yöneticiler de işletmelerden tatminkâr bir ücret düzeyi ve işletmenin ve yöneticilerin performansları doğrultusunda teşvik sistemlerinin bulunmasını istemektedirler. Hissedarlar ve yöneticiler arasında ücret ve teşvik sistemleri arasında bir denge sağlanması karşılıklı isteklerin yerine getirilmesi açısından önemlidir.

Eğer yöneticilerin ücret ve teşvik sistemleri ile gösterdikleri gayret ve işletme performansı arasında güçlü bir paralellik bulunursa, yöneticiler ve hissedarların

arasındaki çıkar çatışması azaltılabilecektir. Yönetimde idare ve kontrolü elinde bulunduran vekil veya yöneticilerin ücret ve teşvik sistemleri, performansla göre değişken bir hale getirilerek etkin bir kurumsal yönetim mekanizması olarak kullanılabilir (Wetson ve diğerleri, 2004).

İşletmenin kazançlı bir yıl geçirmesi durumunda yöneticilerin de çok kazanmaları söz konusudur. Yöneticiler yüksek ücret aldıkları işletmedeki pozisyonlarını riske atmak istemezler. Bununla birlikte dağınık hissedar yapısına sahip olan işletmelerde yöneticilerin performansları tam olarak değerlendirilmeyebilir. Bu nedenle onlarla ideal ücret anlaşmaları yapılmayabilir. Refah düzeyi yüksek olan yöneticiler için fazla önemli olmayan bu unsur, refah düzeyi yüksek olmayan yöneticiler için önemli bir sorundur. Yöneticiler ücretlerinin performansla ilişkilendirilmesini risk olarak değerlendirebilirler.

Yılsonunda işletme faaliyetleri sonucunda ortaya çıkacak duruma göre belirlenen ücret ve teşvik sistemleri yöneticilerin işletmeyi başarılı gösterecek kısa vadeli kararlarda yoğunlaşmalarına neden olabilir. Bununla birlikte yöneticilere hisse senetlerini bugünkü değerinden satın alma hakkı verilmesi durumunda yöneticilerin işletmeyi uzun vadede başarılı bir şekilde yönetmelerine olanak sağlayabilir. Bu unsurlar göz önüne alındığı zaman hissedar ve diğer paydaş gruplarının amaç ve çıkarlarına göre belirlenecek üst yönetim, ücret ve teşvik sistemleri yoluyla hissedarlar ve diğer paydaş grupları üst yönetimi kontrol edebilir ve onları kendi amaçları doğrultusunda yönlendirebilirler (Ülgen ve Mirze, 2004).

1.4.1.1.3.Hâkim Hissedar

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerdeki halka açık işletmelerde, pay sahipliği son derece dağılmış bir durumdadır. Bu ülkelerdeki büyük ölçekli işletmelerde bu nedenle hâkim hissedar grubundan söz etmek oldukça zordur. Bu nedenle dağılmış durumda olan binlerce pay sahibinin bir araya gelerek üst yönetimi kontrol edebilecek mekanizmaları harekete geçirebilmeleri çok da kolay değildir. Bu tip işletmelerde genellikle işletmenin kaynaklarını ve olanaklarını elinde bulunduran

üst düzey yönetim, vekâlet yolu ile çeşitli pay sahiplerinin oylarını genel kurul toplantılarında kendilerine yönlendirebilmek ve kendi oluşturdukları yönetim kurulları aracılığı ile kendilerini üst yönetime yeniden seçtirebilmektedirler. Bu durum, uluslararası büyük ölçekli işletmelerde % 3-5 oranını temsil eden pay sahiplerinden toplanan ve genel kurulda oy verme hakkı sağlayan vekâletler yoluyla gerçekleştirilebilmektedir. Geri kalan % 95 civarındaki pay sahipleri ise payları son derece dağılmış bulunduğundan bir araya gelememekte ve birlikte karar vererek kendi çıkarları doğrultusunda çalışacak yönetim kurulunu ve dolayısıyla üst yönetimi seçme olanağını elde edememektedirler. Bu gibi durumlarda hak sahiplerinin kendi temsilcilerini seçebilmeleri tam anlamıyla demokratik olmamaktadır. Çok karşılaşılan bu durum için önerilen bir yol, dağılmış pay sahipliği durumunda, onları genel kurul öncesinde fiziki veya telekonferans sistemleri ile teknik olarak bir araya getirmek, birlikte uzlaşarak kararlaştıracakları temsilcileri için blok halinde oy verme hakkı kazandıracak mekanizmalar geliştirmektedir. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ABD’de, önceden ön izin alınmak şartıyla, dağılmış pay sahipleri genel kurul öncesinde toplanabilmekte ve kendilerini temsil edecek yönetim kurulu için genel kurulda blok oy kullanabilmektedirler. Bu durum kurumsal yönetim literatüründe pay sahiplerinin güçlendirilmesi olarak tanımlanmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2004).

1.4.1.2.Şirket Dışı Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Şirket dışı kurumsal yönetim mekanizmaları işletmenin kendi iradesi dışında gelişen yönetim mekanizmalarıdır. Özellikle piyasa değeri ile olması gereken değer arasındaki fark oldukça fazla ise bu durumda şirket dışı bir mekanizma olan “kontrolü ele geçirme” aktörü devreye girebilir ve şirketin el değiştirmesi söz konusu olabilir. Bir diğer şirket dışı yönetim mekanizması ise “yasal/düzenleyici uygulamalar ”dır. Bu mekanizmanın temelini ise kamu otoritesi oluşturmaktadır. Piyasanın etkin ve verimli işlemesi, tüm paydaşların menfaatlerinin korunması açısından devletin varlığına ihtiyaç vardır. Yasa koyucu adaleti ve düzeni sağlamak için yasaları yürürlüğe koyar. Herkesin buna uymasını bekler, uymayanlar için yaptırımlar uygular. Şirket dışı kurumsal yönetim mekanizmaları aşağıdaki gibidir:

1.4.1.2.1.Kontrolü Ele Geçirme

İçsel mekanizmalar yeterli derecede başarılı olamadığında, yani firmanın fiili değeri ile potansiyel değeri arasında dikkate değer bir negatif fark varsa, dışsal kesimler için firmanın kontrolünü ele geçirmeye yönelik teşvik var demektir. Araştırmacıların da ilgi duyduğu üzere ABD’de şirket kontrol piyasası çok aktif bir piyasadır. Firmaların kontrolünün el değiştirmesi neredeyse her zaman hedef firmanın hissedarları için değer yaratan bir primle gerçekleşir. Daha da ötesi, kontrol üzerindeki çok küçük bir değişiklik tehdidi yönetimin firma değerini yüksek tutmasını sağlar ve bu sayede dışarıdan gelecek bir saldırıyı garanti edecek değer açığı yeterli büyüklükte olmaz. Dolayısıyla kontrolü ele geçirme piyasası ABD’de önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır.

Diğer potansiyel kurumsal yönetim mekanizmalarında olduğu gibi, kontrolü ele geçirme piyasasının da hissedarlar için açık olmayan bir tarafı söz konusudur. Yönetici ile hissedar arasındaki temsil problemine potansiyel bir çözüm olmasının yanında, bu problemin çok açık bir işareti de olabilir. Şöyle ki, işletmelerinin büyüklüğünü maksimize etmekle ilgilenen yöneticiler, şirket kaynaklarını hissedarlara nakit olarak döndürmek yerine ele geçirmeleri için fazla ödemeler yapmak suretiyle israf edebilirler.

1.4.1.2.2.Yasal/ Düzenleyici Uygulamalar

En temel kurumsal yönetim mekanizması olan yasal/düzenleyici uygulamalar işletme dışında mevcuttur. Her işletme, yasalara ve yasa koyucuların oluşturduğu düzenlemelere uymakla mükelleftir. Her türlü hissedarı korumak devletin görevleri arasındadır. Kurumsal yönetimin asıl çıkış noktası da burasıdır.

Becht ve diğerleri (2001) yasal ve düzenleyici uygulamaların gerekliliği noktasında en temel argümanın işletmenin tüm paydaşlarının işletme üzerindeki menfaatlerinin koruma altına alınması şeklinde özetlemektedir. Örneğin bir işletmenin kurucusu işletmenin ana sözleşmesini sadece kendi çıkarlarını gözetmek şeklinde oluşturabilir. Diğer hissedarların ve paydaşların haklarını kendi haklarından sonra şekillendirmek istemesi ortaya adaletsiz bir durumun çıkmasına sebep olabilmektedir. Şirketin kurucusuna diğer paydaşların haklarını gasp etme hakkı verilemez. Dolayısıyla şirket sözleşmesi yasaların ön gördüğü ölçülere uymak zorundadır. Hiç kimse yasaların dışına çıkacak faaliyetlerde bulunamaz.

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, kreditoire borcun ödenmemesi durumunda rehin hakkı veya teminat isteme hakkı sunar. Menkul kıymetlere iliştilen haklar, şirket yöneticilerinin kendi ilgi ve çıkarlarını tatmin etmesi durumunda önem kazanacaktır.

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 bağli 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)'e göre şirkte kontrolünden iki tip fayda sağlanmaktadır: Özel faydalar, yöneticilerin veya oy hakkını ele geçiren kişilerin, elde ettikleri oy haklarına dayanarak birtakım 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 (Büyükkara,2002).

Kurumsal yönetim konusunda ilk ciddi adımları atan ülke ABD'dir. Ancak, ABD'de yasal ve düzenleyici sistem politik sistemle iç içe geçmiş haldedir. Farklı

seçmenleri etkilemek amacıyla kanun, hissedarlarla yöneticiler arasındaki temsilcilik sorununu daha da ŐiddetlendirmiŐtir. Örneğin, 1998 yıllarının ortalarında 50 ABD eyaletinin 41’inde deėiŐik kontrolü ele geçirilmesini engelleme yasaları yürürlüğe girmiŐtir. Yasaların tümü istenilmeyen kontrolü ele geçirme tehditlerine karşı yöneticilerin gücünü artırmaktadır. Bu durum, muhtemelen yöneticilerle hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını üst dzeve çıkaran yasal düzenlemelerdir (Denis, 2001).

1.4.2.Kurumsal Yönetim Modelleri

Ülkelerin kurumsal yönetim anlayıŐına bakış açısındaki farklılık, ülkelerin kendilerine has özellikleri, bütün ülkelerin şirket yönetimine kendi yerel özelliklerini yansıtma istekleri, her ülkenin işletme kültürünün, alışkanlıklarının, geleneklerinin, kanuni düzenlemelerinin ve rekabet koşullarının farklı olması gibi sebeplerle dünya çapında kabul görmüŐ, evrensel, bütün şirketlere uygulanabilecek tek bir kurumsal yönetim modeli bulunmamaktadır. Yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı yönetim modellerinin iki büyük gruba ayrılması ve her ülkenin kendi kurumsal yönetim kodlarını hazırlamasına rağmen, küreselleŐme ve artan yabancı sermaye yatırımları sayesinde kurumsal yönetim alanında ülkeler arasındaki farklılıklar giderek azalmaktadır (Paslı, 2004). Dünyada kurumsal yönetime yönelik iki temel model n plana çıkmaktadır:

1.4.2.1.Anglo-Saxon Modeli

Dünyada kurumsal yönetime yönelik sistemlerden ilki, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu Amerika ve İngiltere’ de őekillenen “Anglo-Saxon Sistemi ”dir. Bu sistem, kurumsal yönetimde hissedar temelli bir bakış açısını benimsemekte ve yönetimin hissedarların çıkarlarına amaçlarına hizmet etmesi gerektiğini savunmaktadır. şirket amaçlarının tespit edilmesinde hissedarların çıkarlarına odaklanan bu anlayıŐ “kurumsal yönetimin hissedar modeli” olarak anlam bulmaktadır. Bu modelin őekillenmesinde piyasalar önemli roller üstlenmekte ve yöneticiler kararlarında piyasaların baskısını hissetmektedir. Bu nedenle bu model

rekabet ve piyasa koşullarının, şirket yöneticilerini hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmeye zorlayacağı varsayımına dayanmaktadır (Mirze ve Ülgen, 2004).

Bu model temel olarak şirket üst yönetimi ve hissedarlar arasındaki ilişkilere dayalıdır. Hissedarların temsilcileri olarak yönetim kurulları, üst yönetimin şirketi hissedarların talep ve beklentileri doğrultusunda idare edip etmediğini denetlemekle sorumludur. Yönetim kurulu üyeleri hissedarlardan, dışarıdan ve bağımsız üyelerden oluşmaktadır. Bu modelde karlılık hissedarların en önemli beklentisi olarak kabul edildiği için yönetimin temel amacı hisse başına karları artırmaktır (Tuzcu, 2005).

Anglo-Saxon modelinde sermaye yoğunluğu azdır. Dağınık sermaye sahipliği yaygındır (Cuervo, 2002). Hissedarlar kontrolü elinde tutacak miktarda hisse senetlerine tek başına sahip değildir.

Sermaye piyasaları çok likittir. İngiltere ve ABD’ de hisseleri halka arz edilen işletme sayısı çok fazladır. Dolayısıyla işletmelerin hissedarlarla doğrudan kişisel temas içinde olmaları çok sınırlıdır.

Anglo-Saxon ülkelerinde yatırımcının kimliği açısından finans kurumları önemli bir yer teşkil eder. Ancak, bu ülkelerde finans kurumları yasal kısıtlamalardan dolayı kendileri ortak olmak yerine müşterisi adına hissedar olmaktadır.

Kurumsal yönetimin hissedar modeli, şirketlerin daha önce vurgulanan temel amaçlarına odaklanması halinde toplumun ihtiyaç duyduğu mal ve hizmetleri en iyi şekilde ortaya çıkarabileceğini savunmaktadır. Yöneticilerin sosyal konulara eğilmesini beklemek, yöneticilerin ulaşması beklenen amaçlara erişmelerini engelleyecek bir durum olarak algılanmaktadır.

1.4.2.2.Kıta Avrupası Modeli

Kurumsal yönetim anlayışında yer bulan bir diğer sistem ise, esas olarak bankaların hâkimiyetinde olan ve ortakların gözetiminin bankalar tarafından yapıldığı “Kıta Avrupası Sistemi”dir. Kıta Avrupa’sı sistemi, Kıta Avrupa’sında ve Japonya’da geçerliğini sürdürmektedir. Bu modelin içindeki şirketler nispeten küçük ve kurucular veya kurucunun ailesi tarafından yönetilmektedir.

Kurumsal yönetim anlayışında kilit kavramlardan birisi paydaşlar (stakeholders) dır. Paydaşlar şirket faaliyetleri ile doğrudan ve/veya dolaylı bir ilişki içinde olan ve şirket faaliyetlerinden pozitif ve/veya negatif dışsallık elde eden kişi ve/veya kurumlardır. Paydaşlar en geniş anlamda; şirketin ana sahip ve yöneticileri, yönetim kurulu, hissedarlar, kurumsal yatırımcılar, yabancı ortaklar, çalışanlar, müşteriler, rakipler, tedarikçiler, toplum ve devleti kapsamaktadır. Paydaşlar kavramına şirketin iyi yönetilmesinden fayda sağlayacak, kötü yönetiminden ise zarar görecekt tüm kişi ve gruplar dâhildir (Aktan, 2006).

Bu kurumsal yönetim modeli, anonim şirketlerin idaresinde ve faaliyetlerinde kar elde etme ve bu karı pay sahiplerine dağıtma ana unsuru ve amacını taşıyan geleneksel yapıların yanında, hissedar ve yöneticiler de dâhil olmak üzere tüm paydaşların haklarının korunması, paydaşların talep ve beklentilerinin karşılanmasını ve bu bağlamda şirketlerin paydaşları ile iletişim ve etkileşiminin sağlanmasını ifade etmektedir (Millstein, 1998).

Bu yaklaşımda, kısa dönemde pay sahiplerinin tatminini hedefleyen fırsatçı şirket uygulamalarının aksine firmanın refahı için gerekli uzun dönemli şirket stratejilerinin hayata geçirilmesi daha büyük önem taşımaktadır.

Kıta Avrupası ülkelerinde yoğun bir sermaye sahipliği söz konusudur. Şirket kontrolü büyük hissedarların elindedir. Sermaye fazla tabana yayılmadığı için büyük

hissedarın kontrolüne tehdit olabilecek herhangi bir unsur yoktur. Çünkü büyük hissedar hisselerin genellikle % 50'sinden fazlasına sahiptir.

Kıta Avrupası ülkelerinde tüm işletmeler içinde halka arz edilen işletmelerin oranı düşüktür. Yatırımlar ise şirket hisselerinden ziyade daha farklı alanlara kaymaktadır. Dolayısıyla bu piyasalar Anglo-Saxon ülkelerine göre çok fazla likit değildir.

Kıta Avrupası'nda karşılıklı hissedarlık yaygındır. Genellikle bir işletme diğer işletmede büyük oranlarda hisseye sahip olduğu gibi diğer işletmede aynı şekilde ana işletmede hisseye sahip olabilmektedir. Bundaki amaç kontrolü elde tutabilmektir.

1.5.SAHİPLİK YOĞUNLUĞU

Sahiplik yapısında yoğunlaşma (ownership concentration) kavramı pay senetlerinin çoğunluğuna sahip olan kişi sayısını ifade etmektedir. Sahiplik yapısında yoğunlaşma ile borç arasındaki ilişkinin gerek pozitif gerekse negatif olduğu görüşü bazı çalışmalar tarafından desteklenmiştir. Bu ilişkinin pozitif olduğu görüşünün çıkış noktası işletmelerin kontrol sorunudur. Yöneticiler için işletmenin kontrollerinin ellerinde olması, kontrol sonucu sağlayabilecekleri pek çok çıkarı (prestij, ek kazanç, tazminatlar ve primler vs) elde edebilmek açısından önemlidir. Bu koşullar altında borçlanma mekanizması, yöneticiler ve ortaklar açısından ortaklığın sulandırılmasının önlenmesi yönünden önemlidir (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009).

Zhang (1998) sahiplik yapısında yoğunlaşma ile borç arasındaki ilişkinin pozitif olması altında yatan nedenin ortakların riskten kaçınması olduğunu ifade etmiştir. Sahiplik yapısında yoğunlaşma, ortakların doğurduğu riski artırmakta ve bu riskin azaltılmaya çalışılması yatırımların verimsiz olmasına neden olmaktadır. Böylece borcun rolü, işletme üzerinde hâkim olan ve çeşitlendirilmemiş bir portföye

sahip olan ortakların maruz kaldıkları riski azaltmak olmaktadır. Dolayısıyla borç yatırımların etkinliğinin sağlanmasında rol oynayacak bir araç olacaktır.

Nielsen (2006) ABD şirketleri üzerine yaptığı çalışmada, şirketlerde kurumsal yönetim, borç ve kar payı politikaları arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışmıştır. Bunun sonucunda nispeten düşük yoğunlaşmanın yaşandığı işletmelerin daha az borçlandığı sonucuna ulaşmıştır. Kumar (2004) Hindistan'daki halka açık şirketlerde 1994-2000 yıllarını kapsayan çalışmada sahiplik yapısı ile borçlanma arasındaki ilişkileri incelemiştir. Sonuçta yoğunlaşmanın düşük olduğu işletmelerde yüksek oranda borç kullanıldığı ortaya çıkmıştır. Sahiplik yapısında yoğunlaşma ile kaynak bileşimi arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmalarda, bazı çalışmalar değişkenler arasında pozitif, bazı çalışmalar ise değişkenler arasında negatif ilişki olduğunu öne sürmüştür. Değişkenler arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne süren çalışmaların dayandığı temel varsayım işletmenin kontrolü sorunudur. Kaynak bileşiminde yoğunlaşma ile borç derecesi arasında negatif bir ilişki olduğunu öne süren görüşe göre ise yoğunlaşmanın yüksek olduğu işletmelerde riskin azaltılması çabaları ön plana çıkmaktadır. Buna göre yoğunlaşma ne kadar fazla ise işletmenin hâkim ortağı yönetime risk almaması yönünde o oranda baskı yapacaktır. Bu durumda yöneticiler, borçlanmayı azaltmaya çalışacaklardır.

Shleifer ve Vishny (1997) hissedarlar açısından yasal korumanın yetersiz olduğu durumda, sermaye yoğunluğunun önemli bir kurumsal yönetim yapısı mekanizması olduğunu belirtmişlerdir. Hissedarların sermaye payının ve kontrollerinin artması, sermaye yoğunluğunun artması olarak düşünülmüştür. La Porta ve diğerleri (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 edebilmelerini 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 ve diğerleri (1998), dünya

lkelerinde 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' ne 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.

1.6.SERMAYE SAHİPLİğİ YAPISI

Sahiplik yapısına ilişkin çalışmalarda belirli varsayımlardan yola çıkılmıştır. Bu varsayımlardan bazıları aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır:

- Yöneticiler tarafından sahip olunan sermaye payı oranı, ortakların servetini en oklama amacından sapmalara yol açabilir. Bu oranın yüksekliği, yöneticilerin kendi amaçlarını tatmin etme güdüsünü ön plana çıkartarak, işletmenin değerini etkileyebilir (Jensen ve Meckling, 1976).
- Sermaye payları fazla olan büyük hissedarların firma yönetimine aktif ilgi göstermesi ve yönetimi kontrol etmesi beklenir (Demsetz ve Lehn 1985; Shleifer ve Vishny 1986).
- Hissedarların nitelikleri, hissedar zenginliği maksimizasyonuna verilen önemi etkileyebilir. Mesela devlet tarafından sahip olunan şirketler, firma amaçlarından çok politik amaçlara yönelebilir (Shepherd 1989).
- 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).
- 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).

- Borçlanmanın riskli olmasından ötürü, işletme yöneticilerinin düşük ortaklık paylarına sahip olmaları durumunda yüksek oranlarda borçlanma gerçekleşirken, yöneticilerin ortaklık paylarının arttığı durumlarda borçlanma oranları düşmektedir (Brailsford ve diğerleri 1999).

- Sermaye yoğun şirketlerde koordine olmanın maliyetinin düşük olduğu bulunmuştur.

Sermaye sahipliği dar anlamda öz sermaye ile eşdeğer tutulabilir. Ancak her iki kavram geniş anlamda birbirinden ayrılmaktadır. Öz sermaye firmanın varlıklarından borçlarının çıkarılmasıyla bulunan parasal değeri ifade etmektedir. Diğer bir deyişle firma hissedarlarının varlıklar üzerindeki yasal haklarını gösteren parayla somutlaştırılan değerdir. Bu noktada sermaye sahipliği kavramından ayrılmaktadır. “Sermaye sahipliği” sadece hissedarın parasal değeri ile ilgilenmemektedir. Parasal olan olmayan tüm unsurları kapsamaktadır. Sermaye sahipliği kapsamında ayrıntılı olarak ele alınan konular şunlardır:

1)Hissedarların niceliksel özelliklerinin yanında niteliksel özellikleri: “Sermaye Sahipliği” kavramına hissedarların niteliksel özellikleri de girmektedir. Örneğin şirket aile şirketi mi? Hissedarlar arasında kurumsal yatırımcı ve/veya yabancı yatırımcı var mı? Şirket yöneticisine verimliliğini artırmak için şirket hisse senetleri verilmiş mi? Bu soruların cevabı sermaye sahipliği kavramı içinde aranmaktadır.

2)Hissedarların yönetim ile olan ilişkisi: Her işletmenin nitelikleri birbirinden farklıdır. Kimi zaman hisse senetleri belli bir grubun elinde toplanmakta kimi zaman ise hisselerin sahipliği geniş kitlelere dağılmaktadır. Özellikle aile şirketlerinde olduğu gibi aile bireyleri hisselerin çoğunu elinde bulundurmaktadır. Böylece yönetim kademesini istedikleri gibi şekillendirebilmektedirler. Aile bireyleri şirketi kendileri yönetebileceği gibi kendi istediği yöneticiler ile de

çalışabilmektedirler. Diğer taraftan diğer sermaye sahipliklerinde hissedarın ne gibi etkileri olduğu sermaye sahipliğinin ilgilendiği konuların başında gelmektedir.

3)Hissedarların işletme kontrolünü elinde tutma yöntemleri: Küçük işletmelerde sermaye sahibi aynı zamanda işletmenin kontrolünü elinde bulunduran kişidir. Ancak işletmeler büyüdükçe ve hissedar sayısı arttıkça şirket kontrolü önemli olmaktadır. Şirket kontrolünü elinde tutmaya yarayan araçların temel görevi oy hakkı ile nakit akımı hakkı arasında ayrım sağlamaktır. Amaç, hissedarın elinde tuttuğu sermaye oranından daha fazla oy hakkına sahip olma isteğidir.

4)Sorumlu hissedar için “Kurumsal Yönetim” uygulamalarına rehberlik: Kurumsal yönetimin ilgi alanlarına giren bir konu da hissedar kavramıdır. Özellikle işletmenin tüm paydaşlarına karşı sorumluluğunu içeren kurumsal yönetim anlayışı, hissedarın olması ve yapması gerekenleri kavrayan yaklaşımıyla sermaye sahipliği kavramının ele alındığı konulara değinmektedir. Bundan dolayı sermaye sahipliği kavramından yararlanmakta ve önem göstermektedir.

1.6.1.Sermaye Sahipliğinin Türleri

Sermaye sahipleri genellikle şirket kontrolünü de elde tutmak isterler. Çünkü kontrolü elde tutmak birtakım imtiyazları da beraberinde getirmektedir. Kontrolü elinde tutan hissedarlara baskın hissedar denilmektedir. Birçok ekonomide hâkim hissedar grubu aile fertleri ve / veya şirketlerinden oluşmaktadır. Ancak kimi ekonomilerde kontrolü elinde tutan hâkim hissedarlar bulunmamaktadır. Bu tür sermaye sahipliğine de dağıntık sermaye sahipliği denilmektedir.

Sermaye sahipliği türlerinden bahsederken “aile şirketleri sahipliği” ve “dağıntık sermaye sahipliği” yanında “kurumsal yatırımcı sahipliği”, “yönetici sahipliği” ve “devlet sahipliği” kavramları üzerinde durulması gerekmektedir (Sakıncı,2008).

1.6.1.1.Aile Şirketleri Sahipliği

Tüm ekonomilerde sayıca fazla olan aile şirketleri, sahiplik türlerinden belki de en önemlisidir. Bu sahiplik yapısının özelliklerini ortaya koyabilmek bir anlamda ülkelerin genel sahiplik yapısı hakkında bilgi vermektedir.

Aile şirketleri faaliyete geçtikten sonra tek bir hedefleri vardır ve herkes bu hedefe ulaşmak için ortak hareket etmektedir. Şirketin sahipleri ve yöneticileri aynı aileden oldukları için genellikle çıkar çatışması ve fikir ayrılığı pek fazla yaşanmamaktadır. Kısaca işlerin yürütülmesinde bir uyum söz konusudur (Cadbury, 2000).

Aile şirketlerinin başarısı aile fertlerinin de birlikteliğini güçlendireceği için bu tür şirketlerin ömrünün uzun soluklu olması istenmektedir (Cadbury, 2000). Bundan dolayı aile şirketleri işletme hedeflerini uzun vadeli bir bakış açısıyla değerlendirmektedir. Aile şirketlerinin dışında yöneticisi profesyonel olan işletmelerde, uzun vadeli projelere bakış açısı yöneticinin risk karşısındaki tutumuna bağlıdır. Ancak genellikle profesyonel yöneticiler geleceklerini tehlikeye atmamak için uzun vadeli riskli projelere pek sıcak bakmamaktadırlar (James, 1999).

Aile şirketlerinin büyümesi beraberinde pek çok sıkıntıyı da ortaya çıkarmaktadır. İşletme büyüdükçe aileden olmayan yöneticilere ihtiyaç artacaktır. Bu da yetkilerin bir bölümünün devredilmesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla aile şirketleri ister istemez temsil maliyeti ile karşı karşıya gelecektir (Cadbury, 2000).

Herhangi bir aile şirketinin tüm ortakları aile üyelerinden oluşmayabilir. Böyle bir durumda hâkim ortak tek bir aile olup diğer ortaklar azınlık konumundadır. Kimi zaman azınlık ortaklar hâkim ortağın yönetimi elinde tutmasından endişe duyabilirler. Genel inanış, aile üyeleri kendi ailesinin çıkarları adına diğer ortakların haklarını göz ardı edebilir. Fama ve Jensen (1983) bu durumu şu şekilde özetlemektedir; kontrol ve sahiplik tek elde toplandığında azınlığın hakları yine bu

hâkim ortak tarafından yönetilir. Dolayısıyla şirket karı aile bireylerinin şahsi amaçlarına hizmet edebilir.

Her işletmenin bir kurucusu olduğu gibi aile şirketlerinin de bir kurucusu bulunmaktadır. Bu kişi aynı zamanda o işletmenin yöneticisidir. Aile şirketlerinde uzun dönemli planlamalarda daha hızlı karar alma ve karar alma sürecinde bizzat aile üyelerinin de olması bu işletmede çalışan yöneticileri çok rahatlatmaktadır. Çünkü böyle bir durumda uzun dönemli planlamaların riskleri sermaye sahibi olan aile üyeleri tarafından paylaşılmaktadır (Mishra ve diğerleri 2001).

1.6.1.2.Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

Kurumsal yatırımcı büyük bir yatırımcı şirket olup finansal bir kuruluştur. Bu finansal şirketler bankalar, sigorta fonları, emeklilik fonları, yatırım fonları vb. fonlardan oluşmaktadır. Kurumsal yatırımcılar genellikle sermaye piyasalarında büyük çapta yatırım yapan kuruluşlardır. Bu kuruluşlar yatırım amacıyla menkul kıymet alıp satmaktadırlar. Şirketler açısından menkul kıymetlerin bu yatırımcılar tarafından alınması oldukça cazip olmaktadır çünkü bunlar istikrarlı ve bilinçli yatırımcılardır.

Kurumsal yatırımcılar riski toplayarak bireysel yatırımcıların tek başlarına yapacaklarından daha iyi risk getiri dengesi sağlamaktadırlar. Kurumsal yatırımcılar geniş ve likit sermaye piyasalarına yatırım yaptıklarından yüksek likidite sağlayabilmektedirler. Kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları işletmeler üzerinde gelişmiş kontrol mekanizmasına sahip olması temsilcilik maliyetini önemli ölçüde azaltmaktadır.

1.6.1.3.Devlet Sahipliği

Devlet sahipliği devletin herhangi bir şirket, endüstri veya işletme varlıkları üzerinde sermayesi oranında söz sahibi olmasıdır. Devletin sahip olduğu bir şirket

genellikle kar amacı olmayan bir görüntü vermektedir. Kar sağlamaktan ziyade sosyal sorumluluğunu yerine getirmesi beklenmektedir. Devlet sahipliği yıllarca tartışılmaktadır. Kimileri devlet sahipliğine karşı çıkmakta kimileri ise bunu savunmaktadır.

Dünyada devlet sahipliği durumuna bakıldığı zaman devlet sahipliğinin daha fazla ve etkin olduğu ülkelerin başında İsveç bulunmaktadır. İsveç hükümeti 57 şirketin ortağı konumundadır. Bunlardan 43'ünün tamamına 14'üne ise kısmen sahiptir (Minister of Enterprise, Energy and Communications, Government Offices of Sweeden, 2004).

Norveç devlet sahipliğinin yoğun olduğu bir diğer kuzey ülkesidir. Devlet daha çok ticari ve sanayi sektörlerine yatırım yapmıştır. Oslo menkul kıymetler borsasında tüm şirketler içerisinde devlete ait şirketlerin oranı %20 dir. Bu şirketlerin çoğunluğunda devlet hâkim ortak sıfatındadır.

Sovyetler Birliği'nin dağılmasından sonra Rusya, devlet sahipliğinin yoğun olduğu ülkelerden birisiydi. Ancak piyasa ekonomisinin etkisi ile Rusya'da özelleştirmeler hız kazanmıştır. OECD verilerine göre devletin hisselerinin %100'üne sahip olduğu işletmelerin oranı % 11'dir. Devletin % 25' inden daha az hisseye sahip olduğu işletmelerin oranı ise % 42' dir (OECD, 2006).

1.6.1.4.Dağınık Sermaye Sahipliği

Dağınık sermaye sahipliği şirket kontrolünün tek elde toplanmadığı birden çok hissedarla paylaşıldığı durumu ifade etmektedir. Bir başka deyişle; dağınık sermaye sahipliği şirket hissedarları arasında baskın sermayedar grubunun olmadığı durumları ifade etmektedir. La Porta ve diğerlerinin (1999) dağınık sermaye sahipliğine göre hiçbir hissedar % 10'dan daha fazla bir oy hakkına sahip değildir. Bu tür şirketlerde baskın sermayedar grubu olmadığı için şirket genel kurullarının seçtiği en üst yöneticiler şirketin en yetkili kişileri olmaktadır. Baskın hissedar

olmadığı için yöneticilerin seçiminde herhangi bir hissedarın da etkisi olmamaktadır. Hissedar çoğunluğunun onayını alan yönetici şirketin tepesine oturmaktadır. Bundan dolayı şirket yöneticileri sermaye sahiplerinden kısmen bağımsızdır. Dağınık sermaye sahipliğinde kaynakları yöneticiler yönetmektedir.

Dağınık sermaye sahipliği faydalarının yanında birtakım maliyetleri de içermektedir. Buna göre; en önemli işlem maliyeti yöneticiyi takip (gözlem) maliyetidir. Hissedarların denetim eksikliği yöneticileri şirket işlerine yönelik olarak alacakları kararlarda kendi menfaatleri lehine hareket etmeye yönltebilir. Bu nedenle dağınık sahiplik yapısının yaygın olduğu ortaklıklarda yöneticileri pay sahipleri lehine hareket etmeye teşvik edecek mekanizmalara ihtiyaç vardır. Dolayısıyla bu tür ortaklıklarda vekâlet problemi daha belirgin ve vekâlet maliyeti daha fazladır. Bu maliyeti yöneticiyi işe alma ve işten çıkarma maliyetleri takip etmektedir. Hissedarın elinden alınarak yöneticiye devredilen kontrol mekanizması yöneticiden hesap sorulması imkânını azaltmaktadır.

1.6.1.5.Yönetici Sahipliği

Hâkim hissedarlar işletmede aynı zamanda yönetici konumunda çalışabilmektedirler. Bunun en önemli nedeni temsil sorununu ortadan kaldıracıdır. Yönetici sahipliğinden söz edebilmek için yönetim kademesinin şirket hisselerine sahip olması gerekmektedir. Yönetici sahipliğinin temel koşulu budur.

Yönetici sahipliğinin en etkin olduğu sermaye sahipliği türü dağınık sermaye sahipliğidir. Bunun en önemli sebebi ise dağınık sermaye sahipliği türünde hâkim hissedarın olmamasıdır. Dolayısıyla dağınık sermaye sahipliğinde yönetici çok az bir hisse payına sahip olarak kontrolü elinde bulundurabilmektedir.

Himmelberg ve diğerleri (1999) yöneticilere hisse verilmesinin üzerlerinde olumlu etki yaratacağını ancak verilecek bu hisse miktarının iyi ayarlanması

gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Çünkü düşük yönetici sahipliğinin yöneticileri teşvik eden bir güdü oluşturduğunun altını çizmektedirler.

1.7 SAHİPLİK VE KONTROL İLİŞKİSİ

Sahiplik nakit akımı üzerindeki hakları ifade eden bir kavram olup temettü gelirlerinden pay almayı ifade etmektedir. Kontrol ise, hisse senedi sahibine yönetim kurulunun seçimi, imtiyazlı hisse senedi ihracı, hisse bölünmesi ve faaliyetlerde önemli değişiklikler gibi meselelerde oy kullanma imkânı sağlayan hakları ifade etmektedir.

Herhangi bir firmada kontrol ve sahiplik nadiren tam anlamıyla birbirinden ayrılmıştır. Çoğunlukla kontrolü elinde tutanlar, kontrol ettikleri firmalarda bir kısım öz sermayeye sahiptirler. Bazı sahipler ise öz sermaye pozisyonlarının büyüklüğünün sonucu olarak sahip oldukları firmalar üzerinde kontrolün bir kısmını ellerinde tutarlar. Sonuç olarak, sermaye sahipliği (bir firmanın öz sermaye sahiplerinin kimlikleri ve bunların pozisyonlarının büyüklüğü) kurumsal yönetimin potansiyel olarak önemli bir ögesidir (Kıyılar ve Belen, 2006).

Sahiplik ve kontrol ne kadar örtüşürse çıkar çatışmalarının o kadar azalacağı ve dolayısıyla firma değerinin artacağı söylenebilir. Fakat sahiplik, firma değeri ve kontrol arasındaki ilişkilerin bundan daha karmaşık olduğunu belirtmek gerekir. Örneğin, firmanın sahipleri tarafından oluşturulan yönetim, yöneticilerle hissedarların çıkarlarının paralelleşmesine yarayabilir. Bununla birlikte yöneticilerle hissedarların çıkarları ne kadar az ayarlanmışsa yüksek sermaye sahipliği yöneticilere, kendi amaçları doğrultusunda o kadar çok hareket etme özgürlüğü vermektedir.

Sahiplik ve kontrol ilişkisi incelenirken kontrolü elinde tutma yöntemleri de önemli olup bu yöntemler incelenecektir. Çalışmamızda bu yöntemlerden en çok

kullanılan şu yöntemler ele alınacaktır: Bir oy bir hisse uygulamasından sapmalar, piramit yapı ve karşılıklı hissedarlık (Sakıncı,2008).

1.7.1.Şirket Kontrolünü Elde Tutma Yöntemleri

Hissedar elinde tuttuğu hisse senetleri sayesinde hem işletme gelirlerinden hakkına düşen payı almaktadır hem de işletme meselelerinde oy kullanma hakkına sahiptir. Nihai ortağın kontrolü elinden bırakmamak için yeterli hisseye sahip olması gerekmektedir. Bunu sağlamanın yollarından bir tanesi de salt çoğunluğu sağlayacak hisse oranına sahip olmaktır.

Şirket kontrolünü sağlayan yöntemler nihai ortağın nakit akım hakkının ötesinde etkinliğini artıran araçlardır. Ayrıca bu araçların gücü küçük bir sermayedar grubuna şirket kontrolünde özel faydalar sağlamasından gelmektedir (Grant ve Kirchmaier, 2005).

1.7.1.1.Bir - Hisse Bir - Oy Kuralından Sapmalar

Bir-hisse bir-oy kuramı sayesinde nakit akım haklarının büyük bir kısmına sahip olunmadan işletme kontrolüne de sahip olunamaz. Bu durum kontrol edici ortak ve yöneticilerin nakit akımını kendilerine yönlendirme iştihanı azaltır.

Bir-hisse bir-oy kuralından sapma gösteren hisse senetleri yatırımcısına nakit akım hakkından bağımsız oy hakkı sağlayabilen hisselerdir. Diğer bir deyişle, nakit akım hakkıyla oy hakkı arasında doğru bir orantı mevcut değildir. Örneğin, şirketin kontrolünü elinde tutabilmek için nakit akım hakkının % 51'ini elinde tutmak, bu tip hisse senetleri ile zorunlu olmayacaktır (Grant ve Kirchmaier, 2005).

1.7.1.2.Piramit Yapı

Şirket kontrolünü belirli ellerde tutmak için kullanılan araçlardan bir tanesi de piramit yapısıdır. Eğer bir şirket yada kurum halka açık bir şirkete hissedarı olduğu

başka bir şirket ya da şirketler zinciri ile ortaklık kuruyorsa piramit yapı söz konusudur.

Kontrolü elinde tutan piramit yapının başındaki işletme “ana işletme” olarak adlandırılmaktadır. Ana işletme zaman içerisinde gelişip büyüme göstermeye başladığında yeni işletmeler kurma ihtiyacı doğmuş ve bunun sonucunda da ana işletmeye bağlı işletmeler ortaya çıkmıştır. Ana işletme, yeni işletmelerin kuruluşunu sermayelerinin ya tamamına sahip olarak ya da kontrolü elinde tutacak oranda sermayeye sahip olarak gerçekleştirmektedir (Almeida ve Wolfefon, 2005).

Piramit yapıyı tercih eden ana işletme yeni(ara) işletmenin sermayesinin tamamına sahip olmadan kontrolü elinde tutabilmektedir. Dolayısıyla kontrolü elinde bulundurmanın özel faydalarından yararlanmaktadır. Bu faydaların başında ana işletmenin ara işletmelerin yönetim kademesini belirlemesi gelmektedir (Almeida ve Wolfefon, 2005).

Piramit yapı ana işletmeye nakit akımından ziyade kontrol hakkı üzerinde daha fazla imkân sağlamaktadır. Kontrolü elinde tutmanın özel faydaları olabileceği gibi maliyetleri de olabilir. Piramit yapı kontrol hakkına öncelik verdiği için nakit akım hakkı ile ayırımın artmasına neden olmaktadır. Bu durum ise ara işletmelerin performansının azalmasına yol açmaktadır. Thesmar (2001) bunun iki nedenden kaynaklandığını belirtmektedir. Birincisi; piramidin tepesindeki ana işletme piramidi oluşturan ara işletmeler arasındaki bilgi asimetriktir. Bu bilgi asimetrisi sonucunu ortadan kaldırmanın maliyeti ise yüksektir. İkincisi, ana işletmenin alt işletmelerdeki azınlık hissedarlarının haklarını gasp etme gücü ve isteğidir.

1.7.1.3.Karşılıklı Hissedarlık (cross ownership)

La Porta ve diğerleri (1999) eğer şirketin hem kontrol edici hissedarı varsa hem de bu şirket kontrol edici hissedarının şirket veya şirketlerinde hisselerine sahipse bunu karşılıklı hissedarlık olarak adlandırmıştır.

Grant ve Kirchmaier (2005)'e göre karşılıklı hissedarlık iki işletmenin birbirlerinin hisselerine sahip olarak yaşça büyük sahiplerinin birbirlerinin yönetim kurullarında yer alıp birlikte oy kullandıkları, düşmanca ele geçirmelere karşı savunmaya dönük hissedarlık ilişkisidir.

Karşılıklı hissedarlık Asya'da yaygın olarak kullanılmaktadır. Bunun en önemli nedeni kontrolü elinde bulunduran nihai ortağın kimliğini kamufle etmektir. Nihai ortak kontrolü elinde tuttuğu bir başka şirket vasıtasıyla diğer bir şirkete ortak olabilir.

1.8.YÖNETİCİLER VE HİSSEDARLAR ARASINDAKİ TEMSİLCİLİK PROBLEMLERİNİ AZALTMANIN YOLLARI

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

1.Vekilin istenilen uygunlukta ve belirlenen saat kadar çalışma yapmasını sağlamak üzere vekilin işçilik giderlerini ölçerek gözlemlemek,

2.Vekilin faaliyetlerini yaratmış olduğu çıktılara bakarak dolaysız olarak gözlemlemek.

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 sistemi oluşturulmalıdır.

Yöneticileri hissedarların çıkarları doğrultusunda motive etmek için kullanılan bazı belirgin mekanizmalar şunlardır: (Büyükkara,2002):

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 oluşmaktadır:

1.Yöneticinin yaşamsal harcamalarını karşılamak için verilen maaş,

2.Şirketin karlılık durumuna göre yılsonunda 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.

Core ve diğerleri (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.

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 hissedarın gözlemlerinin artması, yöneticiyi karlı yatırım projelerini bulmaya ve şirket yararına daha akıllıca davranmaya itecektir.

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.

Eğer bir ülkede hissedarların yönetim tarafından suistimal edilmesini engelleyen kurumsal yönetim yapısı mekanizmaları etkinse, düşük performans gösteren yöneticilerin faaliyetlerinin gözlemlenmesi ve işten atılması beklenir.

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 takeover) oluşabilir. Bu alımlara düşman alımı denilmesinin sebebi, yöneticinin 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.

1.9.YÖNETİCİLER VE KREDİTÖRLER ARASINDAKİ TEMSİLCİLİK PROBLEMLERİNİ AZALTMANIN YOLLARI

Yöneticileri borç almaya teşvik eden faktörlerin ve kreditorlerle 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 sunucu 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 var olan 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.

İKİNCİ BÖLÜM

2. LİTERATÜR TARAMASI

Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiler araştırmacılar arasında her dönemde tartışma yaratan bir konu olmaya devam etmektedir. Farklı araştırmacıların sahiplik yapısı ile performans ilişkisi konusunda birbirlerinden çok farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir (Bayrakdaroğlu, 2010). Işık ve Saygılı (2006) bu durumun nedenini sahiplik yapısının birkaç değişkene indirerek ölçmenin kolay olmaması ve çok faktörle bağlantılı olması şeklinde ifade etmektedir.

Aşağıda konuya ilişkin olarak yapılan literatür çalışmalarından özetler verilmiştir. Bu noktada öncelikli olarak konuya olan ilginin artmasına yol açan öncü çalışmalar özetlenmiştir. Daha sonra Dünya’da ve Türkiye’de yapılan önemli çalışmalara değinilmiştir.

2.1. ÖNCÜ ÇALIŞMALAR

Sahiplik yapısı üzerine yapılan çalışmaları iki grup altında incelemek mümkündür. Bunlar; optimal sahiplik yapısı ve sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkilerdir. Optimal sahiplik yapısının ne olduğu üzerine birçok çalışma yapılmasına rağmen bu konuda tam anlamıyla bir anlaşmanın olduğunu söylemek zordur. Anlaşmazlığın nedeni olarak ülkeler arasındaki farklı yapıların (hukuksal düzenlemeler vb.) olduğu ifade edilmektedir. Sahiplik yapısı üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde iki alt grupta incelemenin yararlı olacağı düşünülmektedir. Bunlar; Geleneksel Avrupa Tipi ve Anglo Amerikan Tipi. Türkiye’nin aralarında bulunduğu Geleneksel Avrupa Tipi’nde sahiplik çoğunlukla aileler, bireyler, bankalar şeklinde olup yoğunlaşmış bir sahiplik söz konusudur. Anglo Amerikan tipi sahipliğinin en belirgin özelliği sahipliğin yaygın olmasıdır. Bu çalışmanın temel amacı sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemektir.

Dolayısıyla literatür taramasında optimal sahiplik yapısının ne olduğu üzerine yapılan çalışmalar incelenmemiştir.

Sahiplik yapısı ve performans arasındaki ilişkiyi ilk açıklayan Berle ve Means (1932)'dir. Finans literatüründe çığır açan çalışmalarında Berle ve Means (1932) sahiplik yoğunluğunun artması halinde yöneticilerin kontrolünün azalacağını bunun ise performansı azaltacağını öne sürmüşlerdir. Başka bir ifade ile sahiplik yoğunluğu ile performans arasında negatif bir ilişkinin olacağını ifade etmişlerdir.

Berle ve Means'in bu öngörüsü daha sonra birçok yazar tarafından ampirik olarak incelenmiştir. Konuya ilişkin yapılan çalışmalarda esas alınan bu çalışmalar içerisinde Demsetz ve Lehn (1985), Morck ve diğerleri (1988), McConnell ve Servaes (1990), Oswald ve Jahera (1991), Pagano ve diğerleri (1998) ve Demsetz ve Vilallonga (2001) önemli ve öncü kabul edilmektedir. Aşağıda bu çalışmalar özetlenmiştir.

Demsetz ve Lehn (1985) yaptıkları çalışmalarında Berle ve Means'in öngörüsünü ampirik olarak test etmişlerdir. Başka bir ifade ile yazarlar sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemişlerdir. Konuya ilişkin yapılan ilk çalışmalardan biri olarak kabul edilen ve sonraki yıllarda yapılan çalışmalarda örnek kabul edilen bu çalışmalarında yazarlar 1976-1980 yıllarını kapsayan ve toplam da 511 ABD firma verisinden yararlanmışlardır. Yapılan analiz sonucunda sahiplik ve yönetim ayırımının Berle ve Means'in ifade ettiği gibi firma performansını azaltmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Diğer bir ifade ile sahiplik yoğunluğu ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki elde edememişlerdir. Yazarlar çalışmalarında ayrıca sahiplik yapısının dört temel faktörden (firma büyüklüğü, kontrol potansiyeli, yasal düzenlemeler ve firma çıktılarının potansiyeli) etkilendiğini ifade etmişlerdir.

Morck ve diğerleri (1988) 371 firma verisini kullandıkları çalışmalarında yönetsel sahiplik ve firma değeri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yazarlar çalışmalarında parçalı doğrusal regresyon vasıtasıyla bir model oluşturmuşlardır. Bu

modele göre, Tobin Q oranı ilk olarak yönetici sahiplik oranı % 5'e ulaşınca kadar artmakta, daha sonra sahiplik oranı % 25 oluncaya kadar düşmekte, % 25' ten sonraki oranlarda Tobin Q oranı çok az ölçüde artış göstermektedir.

McConnell ve Servaes (1990) 1976-1980 yıllarını kapsayan çalışmalarında firma değeri ile yönetsel sahiplik arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yaptıkları analiz sonucunda söz konusu iki değişken arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. İçsel sahipliğin artışı ile birlikte firma değerinin arttığı ancak içsel sahiplikteki artışın devam etmesi halinde firma değerinin azaldığı görülmüştür.

Oswald ve Jahera (1991) 1982-1987 yılları arasında 645 firma verilerinden yararlandıkları çalışmalarında firma büyüklüklerindeki farklılıkların kontrol altında tutulması suretiyle mülkiyet yapısı ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olduğunu savunmuşlardır.

Pagano ve diğerleri (1998) 2181 İtalyan firmasının 1982-1992 yılları arasındaki verilerinden yararlandıkları çalışmalarında mülkiyet yapısı ve performans arasında istatistiksel olmayan negatif yönlü bir ilişki bulmuşlardır. Bu sonucu yönetim ve mülkiyet arasındaki ayrışmanın firma performansını üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olmadığı şeklinde açıklamışlardır.

Konuya ilişkin olarak Demsetz ve Vilallonga (2001) tarafından yapılan çalışma da oldukça önemlidir. 1976-1980 yıllarını kapsayan çalışmada 223 firma verisinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda sahiplik yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç elde edilememiştir.

2.2 DÜNYA'DA YAPILAN ÇALIŞMALAR

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. Ayrıca 103 firmada yöneticilerin sermaye sahipliği % 1'den daha az iken, 46 firmada yöneticilerin sermaye sahipliğinin % 0,2' den daha düşük olduğu görülmüştür.

Stulz (1988) yöneticiler tarafından kontrol edilen oy hakları oranının (α) halka açık şirketlerde sermaye sahipliğinin önemli bir unsuru olduğunu belirtmişlerdir. Stulz (1988)' un oluşturduğu modelde yöneticiler oy haklarını ellerinde bulundurlar 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 ve 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.

Hermalin ve Weishbach (1991) NYSE'e kayıtlı 142 firmanın yönetici sahipliği ve Tobin Q oranı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Buna göre Tobin Q sahiplik oranı % 1' e ulaşıncaya kadar artmakta; %1-%5 arası ilişki negatif yönde değişmekte; % 5 ile % 20 arası ilişkiler tekrar pozitif olmakta ve %20'den sonraki her yönetici sahipliğinde ilişki tekrar negatif olmaktadır

Gorris ve Fumas (1996) İspanyol firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İspanya borsasına kayıtlı toplam 324 firma verisinden yararlanılan çalışmada aile üyeleri tarafından kontrol edilen ve edilmeyen firmaların performansları araştırılmıştır. Yapılan analiz sonucunda sözleşme teorisi ile tutarlı bir biçimde aile tarafından kontrol edilen firmaların etkinliğinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

McConaughy ve diğerleri (1998) aile şirketi kurucularının CEO olduğu ya da torunlarının CEO olduğu şirketleri incelemişlerdir. Buna göre; torunun CEO olduğu işletmeler kurucunun bizzat kendinin CEO olduğu işletmelere göre daha etkin ve

verimli olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Çalışmalarında ele aldıkları konulardan bir tanesi de kurucunun yaşının firma değerine olan etkisidir. Buna göre; kurucusu genç olan işletmelerin kurucusu orta yaşlı veya yaşlı olan işletmelere göre daha etkin ve verimli olduğu sonucunu elde etmişlerdir. Yani kurucu ne kadar gençse işletmenin etkinliğinin o ölçüde arttığı sonucuna ulaşmışlardır.

Mishra ve McConaughy (1999) aile şirketlerinin risk alma konusundaki tutumlarını incelemişlerdir. Risk göstergesi olarak da borçlanma düzeyleri ele alınmıştır. Buna göre; aile işletmeleri diğer işletmelere göre daha az risk almakta yani daha az borçlanmaktadır.

706 Çek firmasının 1992-1997 yıllarına ilişkin verilerini kullandıkları çalışmalarında Claessens and Djankov (1999) sahiplik yoğunluğundaki % 10'luk bir artışın karlılıkta % 3,3'lük bir artışa yol açtığını tespit etmişlerdir. Diğer bir ifade ile sahiplik yoğunluğu ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

280 İsrail firması verisini kullandıkları çalışmalarında Lauterbach ve Vaninsky (1999) sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Veri zarflama analizi yöntemi kullanılan çalışma 1992-1994 yıllarını kapsamaktadır. Yapılan analiz sonucunda yöneticinin aynı zamanda firma sahibi olduğu firmalara göre bağımsız yöneticiler tarafından yönetilen firmaların performanslarının daha iyi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

8 Doğu Asya Ülke verisinden yararlandıkları çalışmalarında Claessens ve diğerleri (2000) sahiplik yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1301 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda en büyük hissedarın nakit akım sahipliği ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Bununla birlikte kontrol hakkının nakit akım hakkını aşması halinde firma değerinin azaldığı görülmüştür.

Mishra ve diğerleri (2001) Norveç’ de faaliyet gösteren 120 şirket üzerine yaptıkları çalışmalarda aile şirketlerinin değer açısından diğer şirketlere göre daha fazla değere sahip olduğunu ortaya koymuşlardır.

334 Japon firma verisini kullandıkları çalışmalarında Gedajlovic ve Shapiro (2002) sahiplik yapısı ve firma karlılığı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1986-1991 yıllarını kapsayan çalışmaları sonucunda vekalet teorisi ile tutarlı bir biçimde sahiplik yoğunluğu ile karlılık arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

403 ABD firma verisini kullandıkları çalışmalarında Anderson ve Reeb (2003) aile sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1992-1999 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda bir aileye bağlı olan firmaların bağlı olmayan firmalara göre daha iyi performans gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Limpaphayom ve Ngamwutikul (2004) Tayland firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında sahiplik yapısı ve faaliyet performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1991-1994 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda sahiplik yapısı ile performans arasında negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Filatotchev ve diğerleri (2005) Tayvan menkul kıymetler borsasında işlem gören 228 firmayı sermaye yapısı ve yönetim kurulları açısından ele almışlardır. Amaçları bu özelliklerin performans üzerine etkisinin olup olmadığını değerlendirmektir. Performans kriterleri olarak muhasebe rasyolarını, satışların çıkarılmış sermayeye oranını, hisse başına kazanç ve PD/DD rasyolarını kullanmışlardır. Ancak aile şirketlerinin kontrolünde olan işletmelerde performans açısından olumlu bir ilişki saptayamamışlardır. Aksine kurumsal yatırımcıların veya yabancı yatırımcıların bulunduğu işletmelerin aile işletmelerine göre performans açısından daha iyi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sonuç şunu göstermiştir ki; yönetim kurulu aile bireylerinden ne kadar bağımsız olursa performans üzerindeki etkisi o oranda artmaktadır.

King ve Santor (2007) Kanadalı firmalar üzerine yaptıkları çalışmalarında aile işletmelerini ve dağınık sahiplik yapılarını karşılaştırmışlardır. Buna göre tek tip hisse senedine sahip aile işletmeleri dağınık sahiplik türüne göre daha yüksek finansal kaldırıca ve aktiflerin getirisine sahiptirler. Ancak, A ve B türü ikili hisse senedi sınıfına sahip aile işletmelerinin finansal kaldırıca ve aktiflerin getirisi dağınık sahiplik türüne sahip işletmeler ile benzer özellik taşımaktadır. Bununla birlikte sermaye yoğunluğu olan aile işletmelerinin Tobin Q oranı ile ölçülen firma değeri dağınık sahipliği olan işletmelerde aile işletmelerinden % 17 fazla olduğu tespit edilmiştir.

Kanada da faaliyet gösteren işletmeler üzerine bir diğer çalışmada Amoaka-Adu ve diğerleri (2007) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada da tek bir sınıf, A ve B sınıfı hisse sahip işletmeler, dağınık sahiplik yapısına sahip işletmeler ile firma değeri açısından kıyaslanmıştır. Buna göre, sadece A ve B türü hisse senedine sahip işletmelerin firma değeri açısından dağınık sahiplik türündeki işletmelere göre ortalama % 12,9 daha az değere sahip olduğu tespit edilmiştir.

Chou ve diğerleri (2007) 1997-2002 yıllarını kapsayan çalışmalarında yönetsel sahipliğin performans üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Tayvan borsası üzerine yapılan ve 1530 gözlemden yararlanılan çalışma sonucunda sahiplik yoğunluğu ile performans arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile yöneticilerin sahiplik oranının artması firma performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir.

175 Yunan firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında Kapopoulos ve Lazaretou (2007) sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda sahiplik yoğunluğu ile firma performansı arasında pozitif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir.

Bangladeş firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında Mollah ve Talukdar (2007) sahiplik yapısı, kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2002-2004 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda sponsor ve devlet

bağılantılı firmalar ile firma performansı arasında pozitif buna karşın kurumsal sahiplik ile firma performansı arasında ise negatif bir ilişkinin olduğu görülmüştür.

Ürdün firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında Zeitun ve Tian (2007) sahiplik yapısının firma performansı ve iflas riski üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 1989-2002 yıllarını kapsayan çalışmada 59 firma verisinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda sahiplik yapısının performans göstergesi olarak kullanılan ROE ile anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Çalışmada ayrıca devlet payının yüksek olduğu firmalarda sahiplik ile performans arasında negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada elde edilen önemli bir bulgu da iflas riskinin söz konusu olduğu firmalarda sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu ayrıca belirlenmiştir.

Tahran borsasına kayıtlı 50 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında Barzegar ve Babu (2008) firma performansı üzerinde sahiplik yapısının etkisini incelemişlerdir. 2001-2003 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda İran borsasına kayıtlı firmalarda sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu ve kurumsal sahiplik ile firma performans göstergeleri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir.

İtalyan firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında Perrini ve diğerleri (2008) sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2000-2003 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda en büyük beş hissedarın payı olarak ölçülen sahiplik yoğunluğunun firma değeri üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Buna karşın yönetsel sahipliğin sadece sahiplik yoğunluğunun olmadığı firmalar için anlamlı olduğu ve bu sonuçların vekâlet teorisi ile tutarlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Orta ölçekli 98 Hindistan firma verisini kullandıkları çalışmalarında Ganguli ve Agrawal (2009) sahiplik yapısı ve performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada sahiplik yoğunluğu olarak kurucu ve kurucu olmayan hissedarlar ayırımı yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda kurucu hissedarlığın performansı açıklamada önemli bir belirleyici olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bankacılık sektörü üzerine yaptığı çalışmasında Belkhir (2009) yönetim kurulu, sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 260 firma verisinin kullanıldığı çalışma sonucunda kurumsal sahiplik ve blok hissedarlık ile performans arasında anlamlı ilişkiler bulunmuştur.

Orta ve Kuzey Afrika'daki bankalar üzerine yaptıkları çalışmalarında Kobeissi ve Sun (2010) sahiplik yapısının performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 17 ülkede faaliyette bulunan 221 banka üzerine yapılan çalışmada yabancı payının yüksek olduğu özel bankaların performanslarının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Farooque ve diğerleri (2010) yaptıkları çalışmalarında sahiplik yoğunluğu ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bangladeş borsasına kayıtlı firmalar üzerine yapılan çalışmada toplam 567 gözlemden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda sahiplik yoğunluğu ile performans arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Brezilya firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında Rapaport ve Sheng (2010) sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Demsetz and Villalonga (2001) tarafından geliştirilen modeli kullandıkları çalışma 2006-2008 yıllarını kapsamaktadır. 192 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda söz konusu değişkenler arasında anlamlı ilişkiler bulunmuştur.

Malezya borsası üzerine yaptığı çalışmasında Ghazali (2010) sahiplik yapısı, kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 87 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda kurumsal yönetim göstergesi olarak kullanılan değişkenler ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki elde edilememiştir. Buna karşın sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan yabancı payı ile performans arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir.

35 Fransız firması üzerine yaptıkları çalışmalarında, Charfeddine ve Elmarzougui (2010) kurumsal sahiplik ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2002-2005 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda kurumsal sahiplik ile firma performans göstergesi olarak kullanılan Tobin's q arasında negatif bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir.

Fransız ve İngiliz firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında Bruton ve diğerleri (2010) ilk defa halka arz edilen firmalarda yönetim, sahiplik yapısı ve performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Her iki ülkeden de 112 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda vekalet teorisini destekler biçimde sahiplik yoğunluğunun performansı arttıran bir etken olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

ABD firmaları üzerine yaptığı çalışmasında Ellili (2011) sahiplik yapısı, finansal politika ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yazar yapılan çalışma sonucunda hissedarların sahiplik türlerini dikkate almaksızın iflas riskinden dolayı yüksek kaldıraçlı firmalardaki paylarını tutma eğiliminde olmadıklarını ifade etmiştir.

Toplam 73 Nijerya firma verisini kullandıkları çalışmalarında Tsegba ve Ezi-Herbert (2011) sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2001-2007 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan dominant hissedarlar, sahiplik yoğunluğu ve yabancı sahiplik ile firma performansı üzerinde anlamlı ilişkiler tespit edilememiştir. Buna karşın iç sahiplik ile performans arasında negatif bir ilişkinin olduğu görülmüştür. Yazarlar bu durumu Nijerya'da hissedarların iç sahipliği gözetlemelerinin bir sonucu olarak ifade etmişlerdir.

Tayvan borsasına kayıtlı 641 firma verisinden yararlanılan çalışmalarında Liang ve diğerleri (2011) sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda sahiplik yapısı ve performans arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Yazarlar sahiplik yapısının performans üzerindeki etkisini firmaların yaşam dönemi ile ilişkilendirmişlerdir.

Özellikle olgunlaşmış firmalarda sahiplik yapısının performans üzerinde önemli olduğu ifade edilmiştir.

Çin firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında Le ve Chizema (2011) devlet sahipliği ve performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2004-2005 yıllarını kapsayan ve 2409 gözlemden yararlanılan çalışma sonucunda devlet sahipliği ile performans arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Tahran borsası üzerine yaptıkları çalışmalarında Alipour ve Amjadi (2011) firma performansı üzerinde sahiplik yapısının etkisini incelemişlerdir. 2006-2010 yıllarını kapsayan çalışmada 68 firma verisinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda en büyük hissedarın payı olarak ölçülen sermaye yapısı ile firma performansı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Benzer biçimde kurumsal sahiplik, yönetsel sahiplik ve bireysel sahiplik payı ile performans arasında da negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Pakistan borsasına kayıtlı 67 firma üzerine yaptıkları çalışmalarında Shah ve diğerleri (2011) sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda sahiplik yapısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişkinin olduğu görülmüştür.

Pakistan Üretim sektöründe faaliyette bulunan firmalar üzerine yaptıkları çalışmalarında Din ve Javid (2011) yönetsel sahipliğin finansal politikalar ve performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 2000-2007 yıllarını kapsayan ve 461 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda borçlanma politikası ile yönetsel sahiplik arasında negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra yönetsel sahiplik ile temettü politikası arasında da negatif bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Buna karşılık sahiplik yoğunluğu ile performans arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmüştür.

Taşımacılık sektörü üzerine yaptıkları çalışmalarında Francia ve diğerleri (2011) sahiplik yapısı ve performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1989-2003 yıllarını kapsayan çalışmada 302 firma verisinden yararlanılmıştır. Çalışmada elde edilen sonuçlardan birincisi özel firmaların, kamu firmalarına göre karlılıklarının daha yüksek olmasıdır. Buna karşın sahiplik yapısının firma karlılığını belirleyen temel unsurlardan biri olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tahran borsası üzerine yaptıkları çalışmalarında Fazlzadeh ve diğerleri (2011) sektör farklılıklarını da dikkate alarak firma performansı üzerinde sahiplik yapısının etkisini incelemişlerdir. Yazarlar çalışmalarında sahiplik yapısı göstergeleri olarak sahiplik yoğunluğu, kurumsal sahiplik ve kurumsal sahiplik yoğunluğunu kullanmışlardır. 2001-2006 yıllarını kapsayan ve toplam 137 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda sahiplik yoğunluğu ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Buna karşın sahiplik göstergesi olarak kullanılan kurumsal sahiplik ile performans arasında pozitif, kurumsal sahiplik yoğunluğu ile performans arasında ise negatif bir ilişkinin olduğu görülmüştür. Yazarlar ortaya çıkan bu durumu sektördeki durum ile ilişkilendirmişlerdir.

Pervan ve diğerleri (2012) Hırvatistan borsası üzerine yaptıkları çalışmalarında sahiplik yapısı ve tipleri ile performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2003-2010 yıllarını kapsayan çalışmada 1430 gözlemden yararlanılmıştır. Yapılan çalışma sonucunda sahiplik yoğunluğu ile performans arasında negatif bir ilişkinin olduğu bulunmuştur. Çalışmada yazarlar ayrıca firmaların mülkiyet yapılarını da dikkate alarak analizi genişletmişlerdir. Yapılan analiz sonucunda devlet kontrolünde bulunan firmaların özel sektör kontrolünde bulunan firmalara göre performanslarının daha kötü olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın sermaye payı içerisinde yabancı oranının yüksek olduğu firmaların performanslarının daha iyi olduğu sonucu belirlenmiştir.

Foroughi ve Fooladi (2012) İran borsasına kayıtlı 135 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında sahiplik yapısı ve performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2002-2004 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda sahiplik

yoğunluğunun performans üzerinde negatif etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Yazarlar çalışmalarının sonucunda firma performansı üzerinde sahiplik yapısının etkisini endüstriye bağlı olduğunu ifade etmişlerdir.

2006-2010 yıllarını kapsayan çalışmalarında Uwalomwa ve Olamide (2012) Nijerya firmalarında sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 31 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda kurumsal sahipliğin firma performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Bunun yanı sıra yabancı sahiplik ile performans arasında da pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

2.3. TÜRKİYE’DE YAPILAN ÇALIŞMALAR

Türkiye’de konuya ilişkin ilk ampirik çalışma Gürsoy ve Aydoğan (1999) tarafından yapılmıştır. 1992-1998 yıllarını kapsayan çalışmada sahiplik yapısı, risk alma ve performans arasındaki ilişki incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda sahiplik yapısı ile performans ve risk alma arasında anlamlı ilişkiler elde edilmiştir. Çalışmada sahiplik yoğunluğunun daha iyi performansa yol açtığı tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra aile kontrolünde bulunan firmaların performanslarının daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada elde edilen önemli bir bulgu da yabancı sahipliğin olduğu firmaların performanslarının devlet kontrolünde bulunan firmalara göre daha iyi olduğudur.

Konuya ilişkin olarak Yurtoğlu (2000) tarafından yapılan çalışma oldukça önemlidir. Yurtoğlu (2000) çalışmasında genel olarak Türkiye’deki firmaların sahiplik yapısının nasıl olduğunu araştırmış ve sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu ve firmaların önemli bir kısmının aileler tarafından kontrol edildiğini ve piramit bir yapının söz konusu olduğunu ifade etmiştir.

Türkiye’de firmaların sahiplik yapıları üzerine yapılan en kapsamlı çalışmalardan biri de Demirağ ve Serter (2003) tarafından yapılmıştır. Yazarlar yapmış oldukları çalışma sonucunda Yurtoğlu (2000) çalışması ile tutarlı bir biçimde

Türkiye’de yoğunlaşmış sahiplik yapısının söz konusu olduğunu ve ailelerin dominant olduğunu tespit etmişlerdir. 1999 yılı verileri kullanılan çalışma sonucunda elde edilen önemli bulgular şöyledir: 100 şirkette en büyük hissedar, ortalama olarak % 45,10 paya sahiptir. En büyük 5 hissedar ortalama olarak % 64,5 paya sahiptir. En büyük 10 hissedarın payı ortalama % 69,7’dir. En büyük 5 hissedarın payı % 3,25 ile % 99 arasındadır. 100 büyük şirkette en büyük sermaye payına sahip olanlar sırasıyla holding (58) finansal olmayan şirketler (35), aileler (34), finansal şirketler (31) yabancı şirketler (19) tespit edilmiştir. Şirketlerin doğrudan ortaklık yapısı incelendiğinde holding şirketlerin Türkiye’de şirketlerin doğrudan sahipleri arasında en büyük grubu oluşturduğu görülmektedir. En büyük 100 şirketin 58’inde ortalama % 36,2 payla holding şirketlerin sahipliği söz konusudur. Türkiye’de en yaygın nihai sahiplerin aileler olduğu tespit edilmiştir. Aileler en büyük 94 şirketin 68’ine sahiptir. Ailelerin kontrol ettikleri şirketlerdeki sahiplik payı ortalama % 52,05’tir.

Benzer sonuçlar Yurtoğlu (2003) tarafından yapılan çalışmada da elde edilmiştir. 305 firmayı incelediği çalışmasında Yurtoğlu (2003) söz konusu şirketlerin 241’nin nihai sahiplerinin aileler olduğunu tespit etmiştir.

1992-1997 yıllarını kapsayan çalışmasında Önder (2003) sermaye yoğunluğu ve performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1071 gözlemden yararlanılan çalışmada risk ve firma büyüklüğü ile sermaye yoğunluğu arasında pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

202 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında Gündüz ve Tatoğlu (2003) yabancıların sahip oldukları firmaların performanslarını incelemişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda yabancılar tarafından sahip olunan firmaların karlılıklarının yerli firmalara göre daha yüksek olduğu sonucu elde edilmiştir.

Konuya ilişkin Türkiye’de yapılan kapsamlı çalışmalardan biri de Gönenç (2006) tarafından yapılmıştır. Sahiplik yoğunluğunun firma performansı üzerindeki etkisini inceleyen bu çalışmada Gönenç (2006) sahiplik yoğunluğunun performans göstergesi olarak kullanılan PD/DD oranı ile pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı

olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yazar bu ilişkiyi azınlık hissedarları ile kontrolü elinde bulunduran hissedarların ilgi çatışmalarını azaltmanın bir göstergesi olarak değerlendirmiştir. Bununla birlikte muhasebe temelli performans göstergeleri ile sermaye yoğunluğu arasında negatif bir ilişkinin olduğu ayrıca tespit edilmiştir.

1997-2003 yıllarını kapsayan çalışmalarında Arslan ve Karan (2006) sahiplik yoğunluğu borçlanma vadeleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 185 firma verisinden yararlandıkları çalışmaları sonucunda yazarlar sahiplik yoğunluğu ile borçlanma vadeleri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir.

Ülkemizde sahiplik yapısının performans üzerindeki etkisini ampirik inceleyen çalışmalardan biri de Çıtak (2007) tarafından yapılmıştır. 2000-2004 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan sahiplik yoğunluğu ile PD / DD oranı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

2003-2004 yıllarını kapsayan çalışmalarında Aydın ve diğerleri (2007) yabancı sahiplik payı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yazarlar yaptıkları çalışmaları sonucunda yabancı sahiplik payının yüksek olduğu firmaların performanslarının yerli firmalara göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

360 gözlemden yararlandığı çalışmasında Bayrakdaroğlu (2010) firma performansı üzerinde mülkiyet yapısının etkisini incelemiştir. 2005-2009 yıllarını kapsayan çalışma sonucunda sahiplik yoğunluğu değişkenleri olarak kullanılan en büyük hissedar ve en büyük üç hissedarın payı ile performans göstergesi olarak kullanılan Tobin's q değeri ile pozitif buna karşın varlıklardan elde edilen karlılık ve öz sermaye karlılığı ile negatif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Çalışmada ayrıca yabancı payının performans üzerindeki etkisine bakılmış ve anlamlı bir sonuç elde edilememiştir.

İMKB 100 endeksinde yer alan 70 firmanın 2002-2007 yıllarına ilişkin verilerinden yararlandıkları çalışmalarında Şamiloğlu ve Ünlü(2010) sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada sahiplik yapısı göstergeleri olarak en büyük üç hissedarın paylarının ortalaması alınmıştır. Yapılan analiz sonucunda sahiplik yapısı ile firma performans göstergeleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Gürbüz ve Aybars (2010) 2005-2007 yıllarını kapsayan çalışmalarında yabancı sahipliğin firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 205 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda yabancı sahiplik düzeyi ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

2002-2006 yıllarını kapsayan çalışmalarında Mandacı ve Gümüş (2010) sahiplik yoğunluğu yönetsel sahiplik ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda muhasebe temelli göstergeler ile sahiplik yapısı arasında negatif buna karşın piyasa temelli olarak kullandıkları Tobin's q ile pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Ünlü ve diğerleri (2011) İMKB üzerine yaptıkları çalışmalarında yönetici sahipliği ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2004-2008 yıllarını kapsayan çalışmada 365 gözlemden yararlanılmıştır. Panel veri analizinden yararlanılan çalışma sonucunda yönetici sahipliği ve firma değeri arasında anlamlı bir ilişki elde edilememiştir.

Karaca ve Ekşi (2012) İMKB imalat sektöründe faaliyette bulunan 50 firma verisinde yararlandıkları çalışmalarında sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 2005-2008 yıllarını kapsayan çalışmada literatür ile tutarlı bir biçimde sahiplik yapısı göstergesi olarak en büyük hissedarın payı kullanılmıştır. Yapılan ampirik analiz sonucunda sahiplik yapısı ile muhasebe temelli gösterge olarak kullanılan vergi öncesi kar ile pozitif, buna karşın piyasa temelli gösterge olarak kullanılan Tobin's q ile istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir.

Sayılğan ve Sayman (2012) 1998-2009 yıllarını kapsayan çalışmalarında sermaye yapısı üzerinde sahiplik yapısının etkisini incelemişlerdir. 179 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda küçük hissedarların yüksek riskli sermaye yapısını seçtikleri belirlenmiştir. Çalışmada sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasında negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

2008-2009 yıllarını kapsayan ve 62 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında Nazlıoğlu ve diğerleri (2012) sahiplik yapısının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda sermaye yapısı göstergeleri olarak kullanılan yönetsel sahiplik, en büyük hissedar payı, sahiplik yoğunluğu, yabancı sahiplik payının hisse senedi fiyatlarını açıklamada önemli değişkenler olduğu bulunmuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. UYGULAMA

3.1 VERİ SETİ, DEĞİŞKENLER VE MODEL

3.1.1 Veri Seti

Bu çalışmanın temel amacı firma performansı üzerinde sahiplik yapısının etkisini incelemektir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere İMKB'ye kayıtlı farklı sektörlerden ve ilgili dönemlerde süreklilik gösteren 117 firma verisinden yararlanılmıştır. Varlık yapılarının farklı olması nedeniyle mali sektörde yer alan firmalar kapsam dışı bırakılmıştır. Çalışma 2009-2010 yıllarını kapsamaktadır. Kullanılan tüm verilere İMKB resmi web sayfasından (www.imkb.gov.tr) ulaşılmıştır.

3.1.2 Değişkenler

Sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkinin araştırıldığı bu çalışmada araştırma modelini oluşturan değişkenler bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri olmak üzere üçe ayrılmıştır. Firma performansı ölçüm kriterleri bağımlı değişkenleri oluşturmakta ve literatürde kullanılan değişkenler arasından seçilmiştir. Değişkenlere ilişkin bilgiler aşağıda verilmiştir.

3.1.2.1 Performans Değişkenleri

Konuya ilişkin olarak yapılan ampirik çalışmalarda (ör) firma performans göstergeleri muhasebe temelli ve piyasa temelli olarak iki gruba ayrılmaktadır. Ampirik analizlerde muhasebe temelli göstergeler olarak Varlıkların Karlılığı (ROA) ve Öz kaynakların karlılığının (ROE) kullanıldığı görülmektedir. Türk Sermaye

Piyasası üzerine yapılan bu çalışmada muhasebe temelli performans göstergesi olarak ROE kullanılmış ve şöyle hesaplanmıştır.

$$ROE = \text{Net Kar} / \text{Öz Sermaye}$$

Piyasa temelli gösterge olarak ise Tobin's q değeri kullanılmıştır. Konuya ilişkin yapılan çalışmaların önemli bir kısmında (ör) piyasa temelli gösterge olarak Tobin's q değerinin kullanıldığı görülmektedir. Tobin's q firma performans göstergesi olarak kullanılan ve firmanın büyüme göstergesi olarak kabul edilen bir orandır. İlk olarak 1969 yılında James Tobin tarafından hesaplanmış olan bu oran firmanın pazar değerinin varlıkların yerine koyma maliyetine oranlanması ile hesaplanmaktadır. Uygulamada yerine koyma maliyetinin hesaplanması güçtür. Bu nedenle Tobin's q oranı daha sonra Linderberg ve Ross (1981), Lewellen ve Badrinath (1997) ve Chung ve Pruitt (1994) tarafından tekrar hesaplanmıştır. Chung ve Pruitt (1994) tarafından geliştirilen yaklaşık Tobin's q değeri şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Yaklaşık } Q = \text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT} / \text{TA}$$

MVE, firmanın hisse senedinin piyasa fiyatı ile hisse senedi sayısının çarpımını,

PS, tercihli hisse senedinin fiyatı ile hisse senedi sayısının çarpımını,

DEBT, firmanın borçlarını,

TA, toplam varlık tutarını göstermektedir.

Chung ve Pruitt (1994) tarafından geliştirilen yaklaşık q değerinin hesaplanmasında varlıkların yerine koyma maliyetinin defter değerine eşit olduğu varsayılmaktadır. Çalışmada q oranının hesaplanmasında Chung ve Pruitt (1994) formülü esas alınmış ve Q değeri şöyle hesaplanmıştır:

$$Q_{it} = \text{Piyasa Değeri}_{it} / \text{Defter Değeri}_{it}$$

3.1.2.2 Bağımsız Değişkenler

Çalışmada kullanılan temel bağımsız değişkenler sahiplik yapısıdır. Sahiplik yapısı, firma sermayesini sağlayanların kim olduğunu ve sermaye payının büyüklüğünü ifade etmektedir. Konuya ilişkin yapılan literatür çalışmalarında sahiplik yapısı en büyük hissedarlar, en büyük üç hissedar, kurumsal sahiplik, içsel sahiplik, yabancı sahiplik ve devlet sahipliği şeklinde sınıflandırılmaktadır. Firma hisselerinin önemli bir bölümünün belirli kişilerin elinde bulunması sahiplik yoğunluğunun fazla olduğu durumu ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla sahiplik yoğunluğunun fazla buna karşılık halka açıklık oranının düşük olduğu firmalarda hissedarların aynı zamanda yönetici olma olasılığının kuvvetli olmasından bahsedilebilir. Benzer ancak ters bir durumda yöneticinin vekâlet maliyetleri doğrultusunda hissedar olmasıdır. Bu duruma yönetici sahipliği de denir. Bu durumun, performans üzerinde etkili olup olmadığının ölçülmesi için farklı yoğunlaşma ölçütleri kullanılarak analize dâhil edilmiştir (Bayrakdaroğlu, 2010).

Bu çalışmada sahiplik yapısı göstergesi olarak literatür (Demsetz ve Vilalunga, 2001; Gürsoy ve Aydoğan 1999; Gönenç 2006) ile tutarlı bir şekilde dört değişken kullanılmıştır. Bu değişkenlerden ilk ikisi sahiplik yoğunluğu göstergeleridir. Söz konusu değişkenler aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

ENBYK: En büyük ortağın sermaye payı

UCBYK: En büyük üç ortağın sermaye payı

Çalışmada sahiplik yapısı göstergeleri olarak ayrıca kurumsal sahiplik (KURUM) ve Yabancı Payı (YABANCI) kullanılmıştır. Türk Sermaye Piyasası'nda işlem gören firmaların sermayelerinin önemli bir kısmının kurumların elinde bulunduğu daha önce yapılan çalışmalar ile ortaya konmuştur. Bu çalışmada söz konusu durumun performans üzerindeki etkisini incelemek üzere KURUM değişkeni kullanılmıştır.

YABANCI, değişkeni ise firma öz kaynakları içerisinde yabancı kişi veya kurumların payını göstermektedir.

3.1.3. Kontrol Değişkenler

Çalışmada ayrıca iki kontrol değişkeni kullanılmıştır. Bunlar; firma büyüklüğü (SIZE) ve firma borçlanma oranıdır (LEV). LEV ve SIZE değişkenleri çalışmada literatürle benzer şekilde kontrol değişkeni olarak modelde kullanılmıştır (Demsetz ve Lehn, 1985; Morck vd. 1988; McConnell ve Servaes, 1990). Söz konusu değişkenler aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$SIZE = \text{Firma piyasa değerinin doğal logaritması}$$

$$LEV = \text{Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar}$$

3.1.4 Model

Sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini inceleyen bu çalışmada basit ve çoklu regresyon modellerinden yararlanılmıştır. Modeller oluşturulurken literatürdeki çalışmalar esas alınmıştır. Basit regresyon modellerinde her bir bağımlı değişken ile sahiplik yapısı göstergeleri tek tek analiz edilmiştir. Çoklu regresyon modellerinde ise tüm bağımsız ve kontrol değişkenleri modele dâhil edilmiştir. Temel model aşağıdaki gibidir:

$$\text{PERFORMANS (ROE, Q)} = \beta_1 + \beta_2 (\text{ENBYK}) + \beta_3 (\text{UCBYK}) + \beta_4 (\text{YABANCI}) \\ + \beta_5 (\text{KURUM}) + \beta_6 (\text{SIZE}) + \beta_7 (\text{LEV}) + \varepsilon$$

3.2 ANALİZ

Ampirik analizlerde korelasyon ve regresyon analizlerinden yararlanılmıştır. Aşağıda analiz sonuçları yer almaktadır. Tablo 1’de ampirik analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin özet istatistik bilgileri yer almaktadır. Analizin yapıldığı dönem içerisinde yararlanılan firmaların ROE’lerinin ortalama değeri yaklaşık % 2, firma

büyüme fırsatlarının göstergesi olan Tobin's q ise yaklaşık 2'dir. Sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan değişkenlerden ENBYK değişkenin ortalama değeri ise % 49, UCBYK değişkeninin değeri ise % 63, YABANCI % 7 ve KURUM % 54 olarak görülmektedir.

Tablo 1: Tanımlayıcı İstatistik

DEĞİŞKENLER	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std. Sapma
ROE	234	-,95	,65	,0237	,22268
TOBIN'S Q	234	-,97	20,21	2,3334	2,90504
ENBUYUK	234	8,78	99,28	49,2417	21,26335
UCBUYUK	234	16,96	99,46	63,9974	17,71979
YABANCI	234	,00	99,46	7,8897	19,91251
KURUM	234	,00	99,46	54,6501	28,32450
SIZE	234	8,08	16,96	12,2292	1,77173
LEV	234	,02	,94	,4276	,20961

Tablo 2: Korelasyon Tablosu

DEĞİŞKENLER	1	2	3	4	5	6	7
1. ROE	1						
2. TOBIN'S Q	0,39	1					
3. ENBYK	-,026	,158*	1				
4. UCBYK	,055	,153*	,742**	1			
5. YABANCI	,038	,224**	,182**	,333**	1		
6. KURUM	,034	,147*	,702**	,769**	,293**	1	
7. SIZE	,326**	,303**	,165*	,237**	,084	,304**	1
8. LEV	-,023	-,032	,101	,076	-,030	-,007	-,100

- **ve * sırasıyla % 1 ve % 5 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 2'de ampirik analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin korelasyon analizi sonuçları yer almaktadır. Tablo incelendiğinde bağımlı değişken olarak kullanılan ROE ile sahiplik yapısı göstergeleri olarak kullanılan UCBYK, YABANCI ve KURUM arasında pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki olduğu görülmektedir. Buna karşın ROE ile ENBYK arasında negatif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki söz konusudur. Bağımlı değişken olarak kullanılan TOBIN'S Q ile sahiplik yapısı göstergeleri arasında pozitif ve istatistiksel

olarak da oldukça anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Korelasyon analizinden elde edilen önemli bir bulgu da, kontrol değişkeni olarak kullanılan SIZE ile sahiplik yapısı göstergeleri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğudur. Buna karşın LEV ile sahiplik yapısı göstergeleri arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmektedir.

Tablo 3a: Regresyon Analizi Sonuçları

DEĞİŞKEN VE PARAMETRE	BAĞIMLI DEĞİŞKEN: ROE				
	1	2	3	4	5
SABİT	-,468 (-4,505)***	-,475 (-4,462)***	-,484 (-4,669)***	-,487 (-4,717)***	-,511 (-4,572)***
ENBYK	-,084 (-1,334)				-,115 (-1,163)
UCBYK		-,384 (,701)			,118 (1,060)
YABANCI			,010 (,165)		,015 (,231)
KURUM				-,072 (-1,104)	-,084 (-,802)
SIZE	,342 (5,423)***	,334 (5,184)***	,337 (5,219)***	,349 (5,350)***	,343 (5,228)***
LEV	,310 (,757)	,012 (,190)	,010 (,155)	,011 (,178)	,013 (,212)
F Değeri	9,899***	9,290***	9,245***	9,690***	5,150***
Düz. R²	,102	,096	,095	,100	,096
Gözlem Sayısı	234	234	234	234	234

*, ** ve *** sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Parantez içerisinde t değerleri verilmiştir.

Tablo 3a'da performans göstergesi olarak kullanılan ROE'ye ilişkin regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. İlk dört sütunda ROE ile her bir sahiplik yapısı göstergesi arasındaki ilişkiyi gösteren basit regresyon analizi son sütunda ise tüm değişkenlerin yer aldığı çoklu regresyon sonuçları yer almaktadır. 1 nolu sütunda sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan en büyük hissedarın payı (ENBYK) ile ROE arasındaki ilişkiye ilişkin regresyon analizi sonuçları görülmektedir. Sonuçlar incelendiğinde ROE ile ENBYK arasında negatif ancak

istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir sonuç söz konusudur. Benzer sonuç 2 ve 4 nolu sütunlarda da elde edilmiştir. Diğerlerinden farklı olarak 3 nolu sütunda sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan yabancı sahiplik payı (YABANCI) ile ROE arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Ancak bu pozitif ilişki de istatistiksel olarak anlamlı değildir. En son sütunda (5) tüm değişkenlerin yer aldığı çoklu regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Basit regresyon sonuçları ile tutarlı bir biçimde sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan ENBYK ve KURUM ile ROE arasında negatif, UCBYK ve YABANCI arasında ise pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Ancak bu ilişkiler istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır. Kurulan tüm modellerde ROE ile kontrol değişkenleri (SIZE ve LEV) arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bu pozitif ilişki tüm modellerde SIZE değişkeni ile istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. Bu sonuç firma büyüklüğünün karlılık üzerinde en önemli değişken olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 3b: Regresyon Analizi Sonuçları

DEĞİŞKEN VE PARAMETRE	BAĞIMLI DEĞİŞKEN: TOBIN'S Q				
	1	2	3	4	5
SABİT	-3,995 (-2,932)***	-4,144 (-2,973)***	-3,643 (-2,733)***	-3,675 (-2,701)***	-3,912 (-2,722)***
ENBYK	,113 (1,776)*				,163 (1,672)*
UCBYK		,087 (1,346)			-,038 (-,349)
YABANCI			,200 (3,251)***		,208 (3,163)***
KURUM				,060 (,922)	-,088 (-,846)
SIZE	,282 (4,449)***	,281 (4,344)	,286 (4,633)***	,284 (4,307)***	,293 (4,521)***
LEV	-,015 (-,246)	-,011 (-,173)	,002 (,037)	-,004 (-,056)	-,011 (-,175)
F Değeri	8,948***	8,455***	11,669***	8,102***	6,334***
Düz. R²	,092	,087	,120	,083	,120
Gözlem Sayısı	234	234	234	234	234

*, ** ve *** sırasıyla % 10, % 5 ve % 1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Parantez içerisinde t değerleri verilmiştir.

Tablo 3b’de performans göstergesi olarak kullanılan TOBIN’S Q’ya ilişkin regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Bağımlı değişken olarak kullanılan ROE sonuçlarından farklı olarak performans göstergesi olarak kullanılan TOBIN’S Q ile tüm sahiplik yapısı göstergeleri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bu pozitif ilişki sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan ENBYK ile % 10 ve yabancı sahiplik yapısı ile % 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu sonuçlar firmalarda en büyük hissedar ve yabancı sahiplik payının artması halinde firmaya yatırım yapanların bakış açısını gösteren TOBIN’S Q değerinin artacağı şeklinde yorumlanabilir. Diğer bir ifade ile yatırımcılar en büyük hissedar ve yabancı sahiplik paylarının artmasına olumlu tepki vermektedir. Bu sonuçlar konuya ilişkin daha önce yapılan Gönenç (2006), Çıtak (2007), Bayrakdaroğlu (2010) Mandacı ve Gümüş (2010) sonuçları ile tutarlıdır.

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Son yıllarda finans literatüründe sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi tespit etmeye yönelik çok sayıda çalışma yapılmış olup bu çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmiştir. Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki Berle ve Means 1932 yılında yazmış oldukları “Modern şirketler ve özel mülkiyet” kitabından beri finans literatüründe tartışılan ve üzerinde çok sayıda çalışmanın yapıldığı konu olmaya devam etmektedir.

Bir şirkette kontrolü elinde bulunduran yönetici şirket varlıklarını karlı yatırım yapmak için harcamıyor ise firma değerini artırabilme olasılığını düşürmekte, yöneticinin firma kaynaklarını yatırım yapmak yerine gereksiz harcamalara kullanması sonucunda ise temsilcilik maliyetleri yükselmektedir.

Bu tez kapsamında İMKB’ de işlem gören firmaların sahiplik yapısı ve firma performansı arasında bir ilişki olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada 117 firmanın 2009-2010 dönemine ait verileri kullanılmıştır. Kullanılan tüm veriler İMKB resmi web sayfasından (www.imkb.gov.tr) adresinden elde edilmiştir. Ampirik analizlerde basit ve çoklu regresyon modellerinden yararlanılmıştır. Özet istatistik veriler incelendiğinde Yurtoğlu (2000,2003), Demirağ ve Serter (2003) ve Gönenç (2006)’nın ifade ettiği gibi Türk Sermaye Piyasası’ndaki firmalarda sahiplik yoğunluğunun önemli oranda olduğu görülmektedir.

Çalışmada Demsetz ve Vilallonga (2001) tarafından geliştirilen model kullanılmıştır. Çalışmada sahiplik yapısı göstergeleri olarak literatür ile tutarlı biçimde dört değişken kullanılmıştır. Bunlar; en büyük hissedar payı (ENBYK), en büyük üç hissedar payı (UCBYK), yabancı sahiplik payı (YABANCI) ve kurumsal sahiplik payıdır (KURUM). Firma performans göstergeleri olarak ise biri muhasebe esaslı (Öz Sermaye Karlılığı-ROE) ve piyasa esaslı (TOBIN’S Q) olmak üzere iki gösterge kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda sahiplik yapısı göstergeleri ile

Tobin'q arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Bu pozitif ilişki konuya ilişkin daha önce Türkiye'de yapılan Gönenç (2006), Çıtak (2007), Bayrakdaroğlu (2010) Mandacı ve Gümüş (2010) sonuçları ile tutarlıdır. Buna karşın ROE ile sahiplik yapısı göstergeleri arasında anlamlı ilişkiler bulunamamıştır.

Türkiye'de konuya ilişkin sınırlı sayıda yapılan çalışmaların yanında güncel verilerden yararlanılarak yapılan bu çalışma bir takım sınırlılıkları da kapsamaktadır. Öncelikle çalışmada 2009-2010 yılları verileri kullanılmış ve bu yıllarda süreklilik gösteren 117 firma verisinden yararlanılmıştır. Sonuçların genelleştirilebilmesi için yeterli olan bu sayının arttırılması daha sağlıklı sonuçlara yol açabilir.

Çalışmanın diğer önemli bir sınırlılığı sektör ayırımının dikkate alınmamasıdır. Diğer bir sınırlılık ise performans göstergesi olarak kullanılan değişkenler ile ilgilidir. Son yıllarda konuya ilişkin yapılan çalışmalarda sahiplik yapısı ile kar yönetimi, kurumsal yönetim ve finansal olmayan performans göstergelerinin de dikkate alındığı görülmektedir. Konuya ilişkin daha sonra yapılacak çalışmalarda bu durum göz önünde bulundurulabilir.

KAYNAKÇA

- Agrawal, A ve C.R Koeber (1996), “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 31, No3, 377-397.
- Aktan, C. C. (2006) , "Kurumsal Yönetim", Kurumsal Şirket Yönetimi, SPK Yayınları, Ankara
- Alipour, M., ve H. Amjadi (2011), “The Effect of Ownership Structure on Corporate Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange: An Empirical Evidence of Iran”, *International Journal of Business and Social Science* Vol. 2 No. 13 Special Issue 49-55.
- Almeida, H., D.A. Wolfenzon (2005) , “Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 11368, (erişim) <http://www.nber.org/papers/w11368>.
- Altın, H.U. (2006), “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim Kavramı ve Türkiye Uygulaması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Anderson, R.C., ve D.M. Reeb (2003), “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *The Journal of Finance* VOL. 58, No. 3, 1301-1328.
- Ang, J., R.Cole ve J.Lin (2000) , “Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Finance*, Vol. 55, No 1, 81-106.
- Arslan, Ö. ve M.B Karan (2006), Ownership and Control Structure as Determinants of Corporate Debt Maturity: a panel study of an emerging market. *Corporate Governance*, Vol. 14, No. 4, 312-324.
- Aydın, N., M.Sayım ve A.Yalama (2007), “Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue. 11, 103-111.

- Barzegar, B. ve N. Babu (2008), “The Effects of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Iran”, *Journal of Applied Finance*, Vol.14, No.3, 43-55.
- Bayrakdaroglu, A. (2010), “Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği”, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, Cilt:2, Sayı 2, 11-20.
- Becht, M, P. Bolton, A. Röell (2002)“Corporate Governance and Control, National Bureau of Economic Research Working Paper 9371, (erişim) <http://www.nber.org/papers/w9371.pdf>, 26.10.2006.
- Belkhir, M. (2009), “Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Banking”, *Applied Financial Economics*, 19, 1581–1593
- Berger, P., E. Ofek ve D. Yermack (1997) , “Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions” , *Journal of Finance*, Vol. 52, No 4, 1411-1437.
- Brailsford, T.J., B. Oliver ve S. Pua (1999), “Theory and Evidence On the Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure”, *Journal of Accounting and Finance*, 1-26.
- Brealey, R. Ve S. Myers (1995) ,”Principles of Corporate Finance”, New York: McGraw Hill.
- Bruton, G., I. Filatotcev, S.Chahine ve M.Wright (2010), “Governance, Ownership Structure, and Performance of Firms: The Impact of Different Types of Private Equity Investors and Institutional Environments”, *Strategic Management Journal* 31: 491–509
- Büyükdereli, M. (2007), “İMKB’de Faaliyet Gösteren Reel Sektör Firmalarının Mülkiyet Yapısının, Bu Firmaların Finansal Performansları Üzerine Etkisi” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üni. Sosyal Bil. Enstitüsü
- Büyükkara, Z.G. (2002), “Sermaye Sahipliği Yapısının Şirket Performansına Etkileri: İMKB’de Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Cadbury, A. (2000), “Family Firms and Their Governance: Creating Tomorrow’s Company From Today’s”, *Egon Zender International*.

- Charfeddine, L. ve A. Elmarzougui (2010), “Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France”, *Journal of Behavioral Finance*, Vol: 12, No:4, 35-46.
- Chou, S., C. Wu ve A. Chen (2007), “Control or Invest? Understanding The Complex Interests of Managerial ownership”, *Studies in Economics and Finance*, Vol. 24 No. 3, 188-206
- Chung, K. H. ve Stephen W. P. (1994), “A Simple Approximation of Tobin’s q”, *Financial Management*, C: 23, No: 3, 70-74.
- Claessens, S ve S. Djankov(1999), “Ownership Concentration and Corporate Performance in The Czech Republic.” *Journal of Comparative Economics*, Vol.27 No. 498-513.
- Claessens, S., S Djankov ve , L. H. P Lang. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Issue 1-2, 81-112.
- Core, J., R. Holthausen ve D. Larcker (1999) , “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, 371-406.
- Cuervo, A. (2002) “Corporate Governance Mechanisms: A Plea For Less Code of Good Governance and More Market Control”, *Corporate Governance: An International Review*, Volume 10, No 2, 84–91.
- Çıtak, L.(2007),“The Impact of Ownership Structure on Company Performance: A Panel Data Analysis on İstanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies”, *International Research Journal of Finance and Economics* 9, 231-245.
- Demirağ, İ ve M. Serter (2002) “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, *Corporate Governance*, Vol.11, No. 1 40-51.
- Demsetz, H ve K. Lehn (1985) , “The Structure of Corporate Ownership Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, 1155-1177.

- Demsetz, H. (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, 26, 375–390.
- Demsetz, H. ve B.Villalonga (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Demsetz, H.ve K. Lehn (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Denis, D. K ve J.J.McConnell (2003) "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No1, 1-36.
- Denis, D. K. (2001) "Twenty Five Years of Corporate Governance Research. and Counting", *Review of Financial Economics*, No 10, 191-212.
- Din, S. ve A.Javid (2011), "Impact of Managerial Ownership on Financial Policies and the Firms Performance: Evidence Pakistan Manufacturing Firms", *International Research Journal of Finance and Economics*, 13-29.
- Ellili, N. O. D.(2011), "Ownership Structure, Financial Policy and Performance of the Firm: US Evidence", *International Journal of Business and Management* Vol. 6, No. 10, 80-93.
- Fama, E.ve Jensen, M (1983) , "Seperation of Ownership and Control",*Journal of Law and Economics*, Vol. 26,301-325.
- Farooque, O.A., T.V.Zijl., K.Dunstan ve A.W.Karim (2010), "Co-deterministic Relationship Between Ownership Concentration and Corporate Performance Evidence from an Emerging Economy", *Accounting Research Journal* Vol. 23 No. 2, 172-189.
- Fazlzadeh, A., A.T.Hendi ve K. Mahboubi (2011), "The Examination of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance in Listed Firms of Tehran Stock Exchange Based on the Type of the Industry", *International Journal of Business and Management* Vol. 6, No. 3, 249-266.
- Fettahoğlu, A.ve H.A. Okuyan (2009), "The Effect Of Ownership Variables On Capital Structure: An Empirical Analysis On ISE", Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi.

- Foroughi, M. ve M. Fooladi (2011), “Concentration of Ownership in Iranian Listed Firms”, *International Journal of Social Science and Humanity*, Vol. 2 No. 2 112-116.
- Francia, A.J., M.C.Porter ve C.K.Sobgnwi (2011), “Ownership Structure and Financial Performance in The Trucking Industry”, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Volume 15, Special Issue No.1 111-122.
- Ganguli, S. K. ve S.Agrawal (2009), “Ownership Structure and Firm Performance: An Emprical Study of Mic-cap Indian Companies”, *Journal of Applied Finance*, Vol.15 No. 12, 37-52.
- Gedajlovic, E. ve D. Shapiro (2002), “Ownership Structure and Firm Profability in Japan”, *Academy of Management Journal*, Vol.45 No.2 565-575.
- Ghazali, N.A.M. (2010), “Ownership Structure, Corporate Governance and Corporate Performance in Malaysia”, *International Journal of Commerce and Management* Vol. 20 No. 2 109-119.
- Gorriz, C. G. ve V. S. Fumas (1996), “Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence from Spain”, *Managerial and Decision Economics* Vol.17No. 6 575-586.
- Gönenç, H. (2006). “Ownership Concentration and Corporate Performance; A Simultaneous Equation Framework for Turkish Companies. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=498263.
- Grant, J. ve T.Kirchmaier (2005) , “Corporate Control in Europe”,*Corporate Ownership and Control*, Volume 2 No. 2, 65-76.
- Grossman, S. ve O.Hart (1998) , “One Share – One Vote and The Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, 175-202.
- Gündüz, L. ve E. Tatoğlu (2003),“A Comparison Of The Financial Characteristics Of Group Affiliated And Independent Firms in Turkey”, *European Business Review*, Vol.15 No.1 48-54.

- Gürbüz, A.O. ve A.Aybars (2010), “The Impact of Foreign Ownership on Firm Performance, Evidence from an Emerging Market: Turkey”, *American Journal of Economics and Business Administration* Vol. 2 No. 4 350-359
- Gürsoy, G. ve K Aydoğan(1999),“Equity Ownership Structure, Risk Taking and Performance; An Empirical Investigation in Turkish Companies. *ERC/METU* International Conference in Economics, Ankara, Turkey.
- Harris, M. ve A. Raviv (1990) , “Capital Structure and The Informational Role of Debt”, *Journal of Finance*, 321-349.
- Himmelberg, C., P. Hubbard, R. Glenn, D. Palia (1999) ,Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance, National Bureau of Economic Research Working Paper.
- James, H. S. (1999) , “Owner as Manager, Extended Horizons and The Family Firm”, *International Journal of The Economics of Business*, Vol. 6, No. 1, 41-55.
- Jensen, M. ve W.Meckling (1976), “Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- John, K. ve L Senbet (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22,371-403.
- Kapopoulos, Poe S. Lazaretou (2007), “Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek firms”, *Corporate governance*, Vol. 15 No. 2 144-158.
- Karaca, S.S. ve İ.H. Ekşi (2012) “The Relationship Between Ownership Structure and Firm Performance: An Empirical Analysis Over İstanbul Stock Exchange (ISE) Listed Companies”, *International Business Research*, Vol. 5, No. 1, 172-181.
- Kıyılar, M. ve M. Belen (2006), “Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi, archive.ismmmo.org.tr/

- Kobeissi, N. ve X.Sun (2010), “Ownership Structure and Bank Performance: Evidence from the Middle East and North Africa Region”, *Comparative Economic Studies*, 52, 287–323.
- Kula, V. (2006)“Kurumsal Yönetim: Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği”, *Papatya Yayıncılık*.
- Kumar, J. (2004) , “Debt vs. Equity: Role of Corporate Governance”, *Indian Institute of Capital Markets, 8th Capital Markets Conference*, Mumbai, India.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A.Shleifer, R.Vishny (1999) , “Investor Protection: Origins, Consequences, Reform”, The World Bank Financial Sector Discussion No.1.
- La Porta, R., F., Lopez-De-Silanes, A.Shleifer, R.Vishny (2000) ,“Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- La Porta, R., F., Lopez-De-Silanes, A.Shleifer, R.Vishny (2000) , “Agency Problems and Dividend Policies Around The World”, *The Journal of Finance*, Vol. 55, No 1, 1-33.
- Lauterbach, B. ve A. Vaninsky (1999), “Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Israel”, *Journal of Management & Governance*, Vol. 3, No. 2, 189-201.
- Le, T. ve A.Chizema (2011), “State Ownership and Firm Performance: Evidence from the Chinese Listed Firms”, *Organizations and Markets in Emerging Economies*, Vol. 2, No. 2(4), 72-90.
- Lewellen, W. G. ve S.G. Badrinath (1997), “On The Measurement of Tobin’s q”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, 77-122.
- Liang, C.J.,Y.L.Lin ve T.T. Huang (2011), “Does Multi-Dimensional Ownership Structure Matter in Firm Performance? a Dynamic Firm’s Life Cycle Perspective”, *The International Journal of Business and Finance Research* Vol. 5, No. 2, 1-19.

- Limpaphayom, P. ve A. Ngamwutikul (2004), "Ownership Structure and Post-Issue Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings in Thailand", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 28, No. 3, 307-331.
- Lindenberg, E. B. ve S. A. Ross (1981), "Tobin's q Ratio and Industrial Organization", *Journal of Business*, January, 1-32.
- Mandacı, P.E. ve G.K. Gümüş. (2010). "Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey", *SEE Journal*, 57-66.
- McConnell, J. J. ve H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 2, 595-613.
- Millstein, I. (1998) , "Corporate Governance-Improving Competitiveness and Access to Capital Global Markets", OECD.
- Ministry of Enterprise, Energy and Communications, Government Offices of Sweden (2004) , *State Ownership Policy*, Ministry Report, 4.
- Mishra, C. S., T. Randoy , J.I. Jenssen (2001) , "The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 12 No. 3, 235-259.
- Modigliani, F.ve M. Miller (1958) , "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *American Economic Review*, 261-297.
- Modigliani, F.ve M. Miller (1963) , "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 433-443.
- Mollah, A.S. ve M.B. U. Talukdar (2007), "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm's Performance in Emerging Markets: Evidence from Bangladesh", *International Journal of Finance*, Vol.19, No.1, 4315-4333.
- Morck, R., A. Shleifer ve R. W. Vishny, (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

- Nazlıoğlu, B., U.Şendurur, S.S. Yanık ve F.Özerhan (2012), “The Effect of Ownership Structure on Stock Prices During Crisis Periods: A Study on Ise 100 Index”, *International Journal of Business and Social Science* Vol. 3, No. 6, 82-88.
- Nielsen, A. (2006) , “Corporate Governance, Leverage and Dividend Policy”, European Finance Association, EFMA 2006 Zurich Meeting.
- OECD, High Level Experts Meeting on Corporate Governance Development of State Owned Enterprises in Russia, Meeting co-organised by The Russian Ministry for Economic Development and Trade and the OECD, (erişim) <http://www.oecd.org/dataoecd/28/60/38699445.pdf>.
- Oswald, S ve J.Jahera (1991),“The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study”, *Strategic Management Journal*, Vol.12, No 4.
- Önder, Z. (2003), “Ownership Concentration and Firm Performance: Evidence from Turkish Firms”, *METU Studies in Development*, 30, 181-203
- Pagano, M.,F.Panetta, L.Zingales (1998),.”Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1.
- Paslı, A. (2004) ,“Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, *Beta Yayın Dağıtım* İstanbul.
- Perrini, F., G. Rossi ve B. Rovetta (2008) “Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from the Italian Market”, *Corporate Governance*, Vol. 16, No. 4, 312-325.
- Pervan, M., I. Pervan ve M.Todoric (2012) “Firm Ownership and Performance: Evidence for Croatian Listed Firms”, *International Journal of Social and Human Sciences*, 6, 89-95.
- Rapaport, M. ve H.H. Sheng (2010), “Ownership Structure and Firm Value in Brazil”, *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, 45, 76-95.
- Sakınç, İ. (2008), “Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri ile İlişkisi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

- Sayilgan, G. ve Y. Sayman (2012), “The Impact of Ownership Structure on Capital Structure of Manufacturing Firms: Evidence from the ISE (1998-2009)”, *ISE Review*, Vol. 12, No. 48, 1-12.
- Shah, S.Z.A., S. A. Butt ve M.M. Saeed (2011), “Ownership structure and Performance of Firms: Empirical Evidence From an Emerging Market”, *African Journal of Business Management* Vol. 5, No. 2 515-523,
- Shepherd, W. (1989) , “Public Enterprise: Criteria and Cases” H.W. de Yong (Ed.), *The Structure of European Industry*, Dordrecht: Kluwer Academic.
- Shleifer, A. Ve R. Vishny (1986) , “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 461-488.
- Stulz, R. (1988) , “Managerial Control of Voting Rights”, *Journal of Financial Economics*, 25-54.
- Şamiloğlu, F.ve U.Ünlü (2010), “Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 66-73.
- Thesmar, D (2001) , “The Governance of Subsidiaries: How Pyramidal Ownership Magnifies The Separation of Ownership and Control”, Institut National De La Statistique Et Des Etudes Economiques Working Papers,(erişim) <http://www.crest.fr/doctravail/document/2001-14.pdf>.
- Tsegba, I.N. ve W. Ezi-Herbert (2011), “The Relationship Between Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Nigerian Listed Companies”, *African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research* Vol. 7, No. 7, 51-63.
- Tuzcu, A. (2005) ,İMKB 100 Şirketlerinde Kurumsal Yönetim Anlayışı", *4.Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi Kitabı*, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara,1-14.
- Usta, Ö. (2005),“İşletme Finansı. ve Finansal Yönetim”, *Detay Yayıncılık*,Ankara
- Uwalomwa, U. ve O. Olamide (2012), “An Empirical Examination of the Relationship Between Ownership Structure and The Performance of Firms in Nigeria”, *International Business Research* Vol. 5, No. 1, 207-215.

- Ülgen, H ve K. Mirze, (2004), “İşletmelerde Stratejik Yönetim”, *Literatür Yayıncılık*
- Ünlü, U., A. Bayrakdaroğlu ve F.Şamiloğlu (2011), “Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Cilt 66, No:2, 201-214.
- Weimer, J. ve J.Pape (1999), "A Taxonomy of Systems of Corporate Governance", *Corporate Governance*, Vol. 7 No. 2,152-166.
- Weston, J. F., L.Mitchel, M. ve J. H Mulherin(2004),” Takeovers, Restructuring and Corporate Governance”, Pearson Prentice Hall.
- Yıldırım, M. (2007), “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Yurtoğlu, B. (2000). “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms”. *Empirical* Vol. 27,No.2 193-222.
- Yurtoğlu, B.(2003), “Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey.” *Journal of Corporate Ownership & Control*, 1, 72-86.
- Yücel, E. (2006), “Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana’da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 50-61.
- Zeckhouser, R. Ve J.Pound(1990), “Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance”, *Assymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, Chicago: Uni. of Chicago Press.
- Zeitun, R. ve G.G. Tian (2007), “Does Ownership Affect A Firm’s Performance and Default Risk in Jordan?” *Corporate Governance* Vol. 7 No. 1, 66-82,
- Zhang, G. (1998) , “Ownership Concentration, Risk Aversion and Effect of Financial Structure on Investment Decisions”, *European Economic Review*,1751-1778.