

AİLE ŞİRKETLERİNİN AİLE ŞİRKETİ OLMAYAN ŞİRKETLERE GÖRE  
MUHASEBE VE PİYASA PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TOBB EKONOMİ VE TEKNOLOJİ ÜNİVERSİTESİ

AYDIN YILMAZ

İŞLETME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TEMMUZ 2024

Bu Yüksek Lisans Tezinin Yüksek Lisans derecesi için gereken tüm koşulları yerine getirdiğini onaylarım.

---

Prof. Dr. Serdar SAYAN

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Müdürü

Bu çalışmayı okuduğumu ve çalışmanın kapsam ve içerik olarak Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Programı'nda bir Yüksek Lisans Tezi olabilecek yeterlilikte olduğuna kanaat getirdiğimi onaylıyorum.

Yüksek Lisans Tezi Danışmanı

Prof. Dr. Ramazan AKTAŞ

(TOBB ETÜ, İşletme)

Yüksek Lisans Tezi Jürisi Üyeleri

Prof. Dr. Mehmet Mete DOĞANAY

(Çankaya Üniversitesi, İşletme)

Doç. Dr. Ekin TOKAT

(TOBB ETÜ, İşletme)

Yüksek Lisans Tezi içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.

---

Aydın YILMAZ

## ÖZ

### AİLE ŞİRKETLERİNİN, AİLE ŞİRKETİ OLMAYAN ŞİRKETLERE GÖRE MUHASEBE VE PİYASA PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

YILMAZ, Aydın

Yüksek Lisans, İşletme

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ramazan AKTAŞ

Bu çalışmada Aile şirketleri ile Aile şirketi olmayan şirketlerin muhasebe ve piyasa performans açısından farklılık gösterip göstermediği Türkiye örneklemini için araştırılmıştır. Çalışmada 2021, 2022 ve 2023 yılları için Türkiye’de imalat sektöründe yer alan aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketlerin muhasebe ve piyasa performansı göstergeleri Eşleştirilmemiş T-Testi kullanılarak karşılaştırılmıştır. Analizlerde muhasebe performans göstergeleri olarak brüt kar marjı, net kar marjı, faaliyet kar marjı, faiz ve vergi öncesi kar marjı, faiz, vergi ve amortisman öncesi kar marjı, varlık kazanç oranı ve sermaye kazanç oranı kullanılırken; piyasa performans göstergeleri olarak ise fiyat kazanç oranı, piyasa değeri defter değeri oranı ve hisse getirisi kullanılmıştır. Muhasebe performans göstergeleri için toplam 99 şirkete ait bilgiler kullanılmış, piyasa performansı için ise toplam 122 firmaya ait verilere erişim sağlanmıştır. Çalışma sonucunda, genel olarak, aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketler arasında muhasebe performansı açısından tutarlı ve anlamlı bir farklılık gözlemlenemezken; piyasa performansı açısından aile şirketlerinin görece daha iyi bir performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Aile Şirketleri, Piyasa Performans, Muhasebe Performansı

## ABSTRACT

### EVALUATION OF THE ACCOUNTING AND MARKET PERFORMANCE OF FAMILY COMPANIES COMPARED TO NON-FAMILY BUSINESSES

YILMAZ, Aydın

Master of Business Administration

Supervisor: Prof. Ramazan AKTAŞ

This study investigated whether family companies and non-family companies differ in terms of accounting and financial market performance for the Turkish sample. In this study, the accounting and financial market performance indicators of family companies and non-family companies operating in the manufacturing sector in Turkey were compared using the Unpaired T-Test for 2021, 2022 and 2023. In the analysis, gross profit margin, net profit margin, operating profit margin, profit margin before interest and taxes, profit margin before interest, taxes and depreciation, return on assets and return on equity were used as accounting performance indicators; while price earnings ratio, book to market value ratio and stock return were used as financial market performance indicators. In total, data of 99 companies and 122 companies were accessed for accounting performance indicators and financial market performance indicators respectively. As a result of the study, while no consistent and significant difference was observed in terms of accounting performance between family companies and non-family companies in general; it was concluded that family companies showed a relatively better performance in terms of financial market performance.

**Key Words:** Family Businesses, Market Performance, Accounting Performance



Aileme...

## TEŞEKKÜR SAYFASI

TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi İşletme Bölümündeki bana katkı sağlayan tüm hocalarıma, tezin tüm safhalarında bilgisini, tecrübesini ve yol göstericiliğini esirgemeyen değerli hocam ve tez danışmanım Prof. Dr. Ramazan AKTAŞ'a tez yazım sürecinde hep yanımda olan Araştırma Görevlisi Tunahan TAYAR'a, desteğiyle hep yanımda olan sevgili Senem ÜÇBUDAK'a ve bana ortam hazırlayan eőim Yeőim YILMAZ'a, bana kattıkları bilgi emek ve paylaőtımları için sonsuz teşekkür ederim...



# İÇİNDEKİLER

İNTİHAL SAYFASI.....	iii
ÖZ .....	iv
ABSTRACT.....	v
İTHAF SAYFASI .....	vi
TEŞEKKÜR SAYFASI .....	vii
İÇİNDEKİLER .....	viii
TABLolar LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
BÖLÜM I.....	1
GİRİŞ .....	1
BÖLÜM II.....	3
LİTERATÜR ARAŞTIRMASI .....	3
BÖLÜM III .....	9
METODOLOJİ .....	9
3.1. Veri Seti.....	9
3.1.a. Çalışmada Kullanılan Performans Göstergeleri .....	10
3.1.a.i. Muhasebe Performans Göstergeleri.....	10
3.1.a.ii. Piyasa Performans Göstergeleri .....	12
3.2. Veri Analizi .....	13
BÖLÜM IV .....	15
BULGULAR.....	15
BÖLÜM V .....	19
SONUÇ .....	19
KAYNAKÇA.....	23

## TABLolar LİSTESİ

<b>Tablo 3.1.</b> BİST'teki Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Dağılım Tablosu ...	9
<b>Tablo 3.2.</b> BİST'teki 2021-2023 Yılları Verilerine Ulaşılabilen Şirketlere Göre Dağılım Tablosu.....	10
<b>Tablo 4.1.</b> Çalışmada Kullanılan Muhasebe ve Piyasa Performans Göstergelerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	15
<b>Tablo 4.2.</b> Aile Şirketleri ile Aile Şirketi Olmayan Halka Açık Firmaların Muhasebe Performansı Göstergeleri Açısından Ortalama Değer Karşılaştırmasına Ait Sonuçlar. ....	16
<b>Tablo 4.3.</b> Aile Şirketleri ile Aile Şirketi Olmayan Halka Açık Firmaların Piyasa Performansı Göstergeleri Açısından Ortalama Değer Karşılaştırmasına Ait Sonuçlar. ....	18

## KISALTMALAR LİSTESİ

BIST	: Borsa İstanbul
BSE	: Hindistan Bombay Menkul Kıymetler Borsası
CEO	: Bir Şirketin En Üst Yöneticisidir.
DD	: Defter Değeri
EVA	: Ekonomik Katma Değer
F/K	: Fiyat / Kazanç
FAVÖK	: Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kâr
FD	: Firma Değeri
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamu Aydınlatma Platformu
(MV/BV)	: Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı
PD	: Piyasa Değeri
ROA	: Aktif Kârlılık,
ROE	: Özsermaye Kârlılığı
ROS	: Satış Karlılığı
S&P 500	: Amerikan'ın En Büyük 500 Şirketini İçeren Amerikan Borsa Endeksi.

# BÖLÜM I

## GİRİŞ

Genel kaniya göre Türkiye’de ve dünyada şirketlerin büyük çoğunluğu Aile Şirketleridir. Bu çalışmada aile şirketi kavramı, bir şirketin yönetiminin bir ailenin kontrolünde olması durumu olarak ifade edilmektedir. Yani teorik olarak hisselerin %50’sinden fazlasının bir ailenin elinde olması durumudur. Borsa İstanbul incelendiğinde işlem gören şirketlerin en az %70’inin aile şirketi özelliği gösterdiği görülmektedir. Bu durum Anglosakson ülkelerindeki piyasalardan farklılık arz etmektedir. Genellikle aile şirketi olgusu ülkemiz literatüründe sağlıklı bir yapı olarak görülmemekte ve sık sık da tenkit edilmektedir. Hâlbuki ülkemizde çok ortaklı şirket yapısının başarılı olduğuna ilişkin sağlıklı bir tecrübe de söz konusu değildir. Geçmişte DESİYAB ve İslami holdingler halka açık yapı (aile şirketi özelliği göstermeyen yapı) olarak başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bunun sebebi bizdeki ekosistemin Anglosakson ülkelerinden farklı olmasıdır. O yüzden ülkemizde kurumsal yönetim anlayışına ilişkin SPK düzenlemeleri bu yapıya uygun olarak düzenlenmiştir. Örneğin Anglosakson ülkelerinde şirketlerin yönetim kuruluna düşen temel görev icra kurulunun yatırımcıları istismar edilmesini önlemek iken bizde ise azlık haklarının korunmasıdır.

Araştırmamızda bu bilgiler ışığında Türkiye’deki Aile şirketleri ile Aile şirketi olmayan şirketlerin muhasebe ve piyasa performans açısından farklılık gösterip göstermediği değerlendirilecektir.

Borsa İstanbul’da pay senetleri piyasasında işlem gören aile şirketlerinin aile şirketi özelliği göstermeyen diğer şirketlere kıyasla muhasebe ve piyasa açısından ortaya çıkacak performans farklılığının olup olmaması hem girişimcilere hem ekonomi yönetimine hem de yatırımcılara ortaklık yapısı kararlarında yol gösterecektir. Aile şirketlerinin muhasebe ve piyasa performansının daha başarılı olması durumu gibi bir sonuç ile karşılaşırsa bizdeki ortaklık yapısının Anglosakson uygulamalarından farklı olduğunu ortaya koyacaktır. Böylesi bir durumda Anglosakson literatürüne göre aile şirketine ilişkin getirilen yorumların ülkemiz örneğinde yetersizliğini gösterecektir.

Araştırmanın en önemli amacı aile şirketleriyle olmayan şirketlerin muhasebe ve piyasa yönden ortaya koydukları performansı kıyaslamaktır. İki grubun muhasebe ve piyasa açısından performanslarının karşılaştırılması, bir anlamda aile şirketlerinin finansal yönetim, finansal karar alma süreçleri, finansal risk yönetimi, finansal raporlama süreçleri gibi konularda etkinliğini de değerlendirmeye yardımcı olacaktır.

Bu çalışma, aile şirketlerinin finansal yönetimindeki zayıf yönleri belirlemek ve bu zayıf yönleri gidermek için stratejiler geliştirmek açısından da kullanılabilir. Ayrıca, aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketlerin piyasa performanslarının karşılaştırılması, yatırımcılar için de önemli bir bilgidir. Yatırımcılar, yatırım kararlarında hangi tür sahiplik yapısının daha iyi getiri sağladığını öğrenme imkânına sahip olacaktır.

## BÖLÜM II

### LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Bu bölümde, çalışmanın konusu olan Aile şirketleri ile Aile şirketi olmayan diğer şirketlerin muhasebe ve piyasa performansları ile ilgili daha önce yapılan benzer çalışmalardaki bilgiler paylaşılacaktır. Yapılan çalışmalar ışığında ise ortaya çıkmış sonuçlara farklı yönlerden yakın bakış açıları verilecektir.

Kızıltoprak ve Aksoy (2018), yaptıkları çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören aile şirketleri ile diğer şirketlerin finansal performanslarını karşılaştırmışlardır. Genel olarak aile işletmelerinin tanımları, mülkiyet payı, oylama hakkı, nesiller arası devamlılık gibi farklı kriterlere dayanarak yapılmaktadır. Çalışmada ise aile işletmelerini tanımlarken bir kişinin veya bir ailenin, şirket hisselerinin en az %50'sine sahip olması olarak tanımlanmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören ve bu tanıma uyan 155 aile şirketinin 2015 yılı verilerinden faydalanarak yapılan regresyon analizinde, finansal performans ölçütleri olarak toplam aktif kârlılığı (ROA), öz sermaye kârlılığı (ROE), toplam satış kârlılığı (ROS) ve piyasa değerinin defter değerine oranını (MV/BV) kullanmışlardır. Regresyon analiz sonuçları, aile işletmesinin öz kaynak kârlılığı üzerinde negatif bir getiriye sahip olduğunu göstermiştir. Şirketin tepe yöneticisinin aileden olması, öz kaynak kârlılığı ile piyasa değeri defter değeri oranını olumsuz etkilemiştir. Yönetim kurulu başkanının aileden olması, performansı anlamlı bir şekilde etkilememiştir. Şirketin tepe yöneticisi aynı zamanda yönetim kurulu başkanı ise, aile işletmesi ve aile işletmesi olmayan tüm işletmeler için öz kaynak kârlılığı olumlu etkilenmiştir. Aktif kârlılığı ve piyasadaki defter verilerinin oranı, toplam finansal kaldıraçtan negatif sonuçlarken, satışlardan olumlu etkilenmiştir. İşletmenin yaşı, piyasadaki değişimleri olumlu etkilerken, çalışma sonuçları yönetim kurulu başkanının erkek olması toplam aktif kârlılığını olumlu etkilediğini ortaya koymuştur. Bu çalışmada yapılan analizlerin sonucunda, aile işletmelerinin finansal performansı olarak aktif kârlılıkları referans alındığında anlamlı bir fark bulunmadığını gözlemlenmiştir.

Yine Barontini ve Caprio (2006), Kıta Avrupası'nda aile kontrolünün şirket performansı üzerindeki etkisini ölçmek için yaptıkları çalışmada 11 ülkede halka açık

675 büyük şirketin, 1999-2001 yılları arasındaki mülkiyet yapısı, değerlendirme ve kontrol değişkenlerini analiz etmişlerdir. Mülkiyet değişkenleri, en büyük hissedarın nihai mülkiyet hakları ve oy hakları gibi unsurları içermektedir. Değerleme değişkenleri olarak Tobin's Q ve aktif karlılığı (ROA) kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Kıta Avrupa'sındaki şirketlerin ABD şirketlerine benzerlik gösterdiği ve şirket performansı ile sahiplik arasındaki ilişkide aile kontrolünün genel olarak olumlu olduğu kanaatine varmışlardır.

Öte yandan Gupta ve Nashier (2017), yaptıkları çalışmada Hindistan Bombay Menkul Kıymetler borsasında (BSE) bulunan 1.100 firmanın 2014-2017 yılları arasındaki verileri ile aile sahipliğinin muhasebe ve finansal performansa etkisini araştırmışlardır. Çalışmada panel veri regresyon analizi kullanılmıştır. Bu çalışma, aile sahipliğinin firma performansı üzerindeki etkisini inceleyen literatüre önemli katkılar sağlamaktadır. Aile şirketlerinin performansının aile şirketi olmayan şirketlere göre daha düşük olduğunu gösteren bulgularla aile sahipliğinin hem muhasebe hem de piyasa performansı üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Anderson ve Reeb (2003), yaptıkları çalışmada ise S&P 500'deki toplam hisse senetlerinin %18'ine sahip olan kurucu aile şirketleri ile diğer şirketlerin performanslarını değerlendirmişler ve çalışma sonucunda ortaya çıkan bulgular, aile sahipliğinin yaygın ve önemli olduğunu, aile firmalarının diğer firmalardan daha iyi performans sergilediğini ortaya koymuştur. Aile üyelerinin CEO olarak görev yaptığı firmalarda performansın dışarıdan atanan CEO'lara göre daha yüksek olduğu da tespit edilmiştir. Genel olarak, bu sonuçlar, aile sahipliğinin etkili bir organizasyon yapısı oluşmasında önemli olduğunu ve küçük hissedarların aile sahipliğinden olumsuz etkilenmediğini öne sürmektedir. Bu çalışmada aile sahipliğinin dezavantajlarına dair yaygın görüşlerin aksine, aile firmalarının daha iyi performans gösterdiğini bulmuşlardır.

Atılğan (2016), yaptığı çalışmada Borsa İstanbul'da halka açık olan aile şirketlerinin kurumsallaşma düzeyleri ile finansal performansları arasındaki ilişkileri analiz etmiştir. Araştırmacı, BİST'e kayıtlı ve 2011-2016 yılları arasında yayınlanmış mali tablolarına ulaşılan 237 aile işletmesinden elde edilen verilere dayanarak finansal performans göstergesi olarak; özkaynak getiri oranı (ROE), varlıkların getiri oranı

(ROA), satışların getiri oranı (ROS), FAVÖK ve FAVÖK Marjı gibi oranları kullanmıştır. Ayrıca, BİST'te yer alan 237 aile şirketindeki 1369 üst düzey yöneticiye gönderilen ankete 150 üst düzey yönetici tarafından verilen yanıtlardan elde edilen verileri de analizlerde kullanmıştır. Çalışmaya göre, kurumsallaşma ile finansal performans arasında bir ilişki tespit edilmemiştir.

Değirmenci (2019), yaptığı çalışmada aile şirketlerinde kurumsallaşma sürecinin finansal tablolara olan etkilerini araştırmıştır. Araştırmada, aile şirketlerinin kurumsallaşma seviyelerini ve bunun finansal performansa yansımalarını incelemek için mevcut literatürü taranmış ve kurumsal yönetim ilkelerinin aile şirketlerine uygulanabilirliği değerlendirilmiştir. Yazar, örnek bir aile şirketinin 2005-2017 yılları arasındaki finansal tablo verilerini kullanmıştır. Bu verileri, dikey analiz yöntemiyle analiz ederek kurumsallaşma öncesi ve sonrası piyasa performans karşılaştırmaları yapmıştır. Sonuçlar, kurumsallaşma sürecinin aile şirketlerinin finansal tablolarında daha sağlıklı ve şeffaf bir yapı oluşturduğunu ve uzun vadede sürdürülebilirliği artırdığını göstermektedir.

Diğer yandan Yörük (2006), yaptığı başka çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) işlem gören bir aile şirketinin, halka açılmasının finansal performansı üzerindeki etkisini oran analizi ve karşılaştırmalı mali tablo analizi ile değerlendirmiştir. Elde ettiği bulgulara göre, şirketin halka açılmasının ardından piyasa performansında artışlar görüldüğü, öz kaynaklarının güçlendiği ve borçlarını ödeme kapasitelerinin de arttığını gözlemlemiştir. Çalışma ile ailelerin kurumsallaşma ve halka açılmalarının piyasa performans üzerinde pozitif bir katkı sağladığını göstermiştir.

Vries (2018), yaptığı çalışmada yine Batı Avrupa'daki küçük ve orta ölçekli 285 şirketten elde edilen 2012-2017 yılları arasındaki verileri kullanılarak aile şirketleri ve aile dışı şirketler arasındaki performans farklılıklarını incelemeye çalışmıştır. Çalışma sonuçları aile mülkiyetine sahip firmaların aile şirketi olmayan firmalardan daha iyi performans gösterdiğini ortaya çıkarmıştır.

Bir başka çalışmada ise Koji vd. (2020), Japonya'daki imalat sanayinde halka açık aile ve aile dışı şirketlerin kurumsal yönetim ve finansal performansları arasındaki

ilişkiyi araştırmışlardır. 2014-2018 yılları arasında Bloomberg'den elde edilen verilerle 1412 firma (861 aile dışı ve 551 aile şirketi) analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda aile şirketlerinin uzun vadeli büyümeye odaklanarak daha iyi performans gösterdiği bulunmuştur. Bu bulgular, aile şirketlerinin kurumsal yönetim yapılarının etkinliğini ve Japonya'daki aile şirketlerinin daha iyi performans gösterdiği sonucunu belirtmiştir.

Wagner vd. (2015), yaptıkları çalışma ile aile şirketlerinin finansal performansının meta analizini sunmaktadırlar. Araştırmada 41 ülkeden 380 çalışmanın verileri kullanılarak kapsamlı bir literatür incelemesi yapılmıştır. Bu çalışmalardan, aile şirketi yönetimi ile performans arasındaki ilişkiyi gösteren korelasyon veya regresyon katsayılarını rapor eden makaleler araştırmaya dahil edilmiştir. Bu meta analizin sonucunda, aile şirketlerinin finansal performansının aile dışı şirketlere kıyasla daha iyi olduğunu raporlamışlardır.

Miller vd. (2007), yaptıkları çalışma ile aile şirketlerinin daha üstün performans gösterip göstermediğini araştırmaktadır. Uluslararası kanıtlar, ailelerin şirket performansına olumsuz etkileri olabileceğini öne sürerken, son yıllarda yapılan çalışmalar ABD'deki halka açık şirketlerin aile şirketlerinin üstün performans gösterdiğini iddia etmektedir. Bu çalışma, ABD'deki aile işletmelerine dair daha farklı ölçümler kullanarak bu çelişkili bulguları derinlemesine incelemektedir. Araştırmada Fortune 1000 firmaları ve rastgele seçilmiş 100 küçük halka açık şirket örneklem olarak incelenmiştir. Sonuçlar, performansın belirli bir yönetim değişkenine bağlanmasının zorluğunu doğrulamaktadır. Bu sonuca göre aile işletmelerinin üstün performans gösterip göstermediğini belirlemenin, kullanılan tanım ve örnekleme yöntemlerine son derece bağlı olduğu çıkarımı yapılmıştır. Ayrıca, ABD'deki büyük firmalarda aile üyelerinin yönetimde olması üstün performans sağlamazken, tek kurucunun yönettiği işletmelerin daha iyi performans gösterdiği görülmüştür.

Demir (2021), yaptığı çalışmada aile şirketlerinde sürdürülebilirlik açısından muhasebe ve raporlamanın önemine değinmiştir. Çalışma, nitel araştırma yöntemlerinden biri olan örnek olay yöntemi kullanılmıştır. Aile şirketleri ile yapılan denetim, gözlem ve görüşmelerden elde edilen bilgiler ve muhasebe kayıtları ve finansal tablolar değerlendirilmiştir. Çalışma kapsamındaki şirketlerde etkin bir

muhasebe ve raporlama sistemlerinin olmadığı tespit edilmiştir. Şirket öz kaynaklarının kişisel servetlere dönüştürüldüğü ve bu nedenle işletme sermayelerinin yetersiz kaldığı, nakit yönetimde sorunlar yaşandığı, maliyet ve kârlılık konusunda sağlıklı raporlamalar yapılamadığı, stok yönetimi ve iç kontrol sistemlerinin yetersiz olduğu, suiistimal ve yolsuzluk vakalarının görüldüğü ve fiyatlama konusunda hatalar yapıldığı belirlenmiştir. Sonuç olarak, düşen kârlılık ve sermaye açıkları nedeniyle öz kaynakları yetersiz kalan aile şirketlerinin batmalarına neden olduğunu göstermiştir.

Çağla ve Özen (2019), yaptıkları çalışmada Türkiye'deki aile şirketlerinin girişimcilik yönelimi ve finansal performans ilişkisi üzerindeki düzenleyici etkisini araştırmışlardır. Araştırmacılar, BİST İmalat Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin ortaklık yapısını dikkate alarak girişimcilik yöneliminin etkisini ampirik olarak test etmeyi amaçlamışlardır. Çalışmada aile şirketlerinin inovasyon ve değişimi desteklediği, hızlı karar alma ve büyüme potansiyeli açısından öne çıktığı gözlemlenmiştir. Ancak bulgular aile şirketlerinin girişimcilik yönelimi ve finansal performans ilişkisini düzenleyici bir rol oynamadığını tespit etmişlerdir.

Maury (2006), yaptığı çalışmada Batı Avrupa'daki aile kontrolündeki şirketlerin, aile dışı kontrol edilen şirketlere kıyasla nasıl performans gösterdiğini incelemiştir. Çalışmanın örneklemi, finans/bankacılık alanında faaliyet göstermeyen 1672 firmadan oluşmaktadır. Çalışmada aktif aile kontrolünün, pasif aile kontrolüne kıyasla karlılık üzerinde görece olumlu bir etkiye sahip olduğu bulunmuştur. Aktif aile kontrolü, farklı yasal rejimlerde de aile dışı kontrol ile karşılaştırıldığında daha yüksek kârlılık ile ilişkilendirilmiştir. Aktif ve pasif aile kontrolünün, yüksek hissedar korumasına sahip ekonomilerde firma değeri üzerinde olumlu etkisi olduğu, ancak bu etkinin düşük hissedar korumasına sahip ekonomilerde azaldığını gözlemlemiştir.

Literatürde yer alan çalışmalar, aile şirketlerinin piyasa performansının, aile dışı şirketlere kıyasla değişkenlik gösterdiğini ve bu durumun coğrafi bölge, şirketin yapısı, yönetim tarzı ve kurumsallaşma düzeyine bağlı olarak farklılıklar gösterdiğini ortaya koymaktadır. Kurumsallaşma ve halka açılma gibi faktörler, aile şirketlerinin piyasa performansı üzerinde önemli etkilere sahip olabilmektedir. Aile üyelerinin yönetimde olmasının etkisi ise bazı çalışmalarda olumlu, bazılarında ise olumsuz olarak tespit edilmiştir. Bu da aile şirketlerinin performansının, birçok faktöre bağlı

olarak değişkenlik gösterebileceğini işaret etmektedir. Bu literatür taraması, aile şirketlerinin muhasebe ve piyasa performansını değerlendirmek için geniş bir bakış açısı sağlayarak çalışmada kullanılan değişkenler ve araştırma sonuçlarının tartışılması için yol gösterici bir rol oynamaktadır.



## BÖLÜM III

### METODOLOJİ

Bu araştırmada Türkiye'deki aile şirketleri ile aile şirketi olmaya diğer şirketlerin muhasebe ve piyasa performanslarının karşılaştırılması amaçlanmaktadır. Bu amaca yönelik araştırmada kullanılan metodoloji aşağıdaki adımlardan oluşmaktadır.

#### 3.1. Veri Seti

Çalışmada 2021-2023 yılları arasında BİST'te işlem gören imalat sektöründe yer alan şirketler kullanılmıştır. Hâlihazırda işlem gören 553 şirketten, Bankacılık, Finans, Sigortacılık, Enerji ve Turizm gibi sektörlerde faaliyet gösteren 275 şirket çıkarılmıştır. Geriye kalan 278 şirketten üretim ağırlıklı ve hisselerinin en az % 50'sine sahip olan şirketler aile şirketi olarak tanımlanmıştır. 2021-2023 yılları için şirketlerin aşağıda da açıklanan muhasebe ve piyasa performansı göstergeleri veri seti olarak çalışmada kullanılmıştır. Bu yıllara ait toplam 99 şirketin (78 aile şirketi) muhasebe performansı verilerine ve toplam 122 şirketin (85 aile şirketi) ise piyasa performansı verilerine erişim sağlanabilmiştir. Tablo 3.1.'de BİST'te yer alan şirketlerin halka açıklık oranları ve Tablo 3.2.'de ise çalışmada kullanılmak üzere verilerine ulaşılabilen şirketlerin sayılarına ait bilgiler sunulmuştur.

Halka Açıklık Oranları	Halka Açıklık Oranlarına Göre		
	Aile Şirketleri	Aile Şirketi Olmayanlar	Toplam Şirket Sayısı
% 10 Kadar Halka Açık Olanlar	27	-	553
% 10-%25 arası Halka Açık Olanlar	150		
% 25-%50 Arası Halka Açık Olanlar	218		
%50 ve Üstünde Halka Açık Olanlar	0	158	

**Tablo 3.1.** BİST'teki Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarına Göre Dağılım Tablosu

<b>İstenilen Verilere Göre</b>	<b>Aile Şirketleri</b>	<b>Aile Şirketi Olmayanlar</b>	<b>Toplam Şirket Sayısı</b>
Finansal Verilerine Ulaşılabilen	85	37	122
Muhasebe Verilerine Ulaşılabilen	78	21	99

**Tablo 3.2.** BİST’te 2021-2023 Yılları Verilerine Ulaşılabilen Şirketlere Göre Dağılım Tablosu

### 3.1.a. Çalışmada Kullanılan Performans Göstergeleri

Çalışmada kullanılan muhasebe ve piyasa performans oranları Refinitiv Eikon veri sağlayıcısından alınan ikincil verilerdir. Çalışmada kullanılan ilgili oranlar aşağıda tanımlanmıştır.

#### 3.1.a.i. Muhasebe Performans Göstergeleri

Muhasebe performans göstergeleri (MPG), bir işletmenin finansal durumu ve performansı hakkında bilgi veren ölçütlerdir. Bu göstergeler, işletmenin karlılığı, verimliliği, likiditesi ve finansal sağlamlığı gibi çeşitli yönlerini değerlendirmek için kullanılır. Bu göstergeler, işletmenin piyasa analizinde ve performans değerlendirmesinde önemli bir rol oynar. İşletmeler, bu göstergeleri kullanarak finansal sağlıklarını izleyebilir ve stratejik kararlar alabilirler.

**Brüt Kâr Marjı:** Brüt Kâr Marjı (Gross Profit Margin), bir şirketin satışlarından elde ettiği brüt kârın, toplam satışlara oranını ifade eden bir finansal performans ölçütüdür. Brüt kâr, şirketin net satış gelirlerinden (satış gelirleri eksi iade ve indirimler) satışların maliyeti (hammadde, işçilik, üretim giderleri gibi) düşüldükten sonra kalan tutardır. Brüt Kâr Marjı, şirketin temel operasyonlarının ne kadar kârlı olduğunu gösterir.

**Net Kâr Marjı:** (Net Profit Margin) Bir şirketin net kârının, toplam satışlarına oranını ifade eden bir finansal performans ölçütüdür. Net kâr, şirketin tüm gelirlerinden tüm giderlerinin (işletme giderleri, faiz, vergiler ve diğer giderler) düşülmesiyle elde edilen kârdır. Net Kâr Marjı, şirketin genel karlılığını gösterir.

**Faaliyet Kâr Marjı:** (Operating Profit Margin) Bir şirketin esas faaliyetlerinden elde ettiği kârın, toplam satışlara oranını ifade eden bir finansal performans ölçütüdür. Faaliyet kârı, net satış gelirlerinden işletme giderleri (satış, genel ve idari giderler) çıkarıldıktan sonra kalan tutardır. Faaliyet Kâr Marjı, şirketin ana operasyonlarının ne kadar verimli olduğunu incelemek ve temel iş faaliyetlerinin kârlılığını değerlendirmek için kullanılır. Yüksek bir faaliyet kâr marjı, şirketin operasyonel verimliliğinin yüksek olduğunu ve esas iş faaliyetlerinin kârlı olduğunu gösterir.

**Faiz ve Vergi Öncesi Kâr Marjı:** (EBIT Margin veya Earnings Before Interest and Taxes Margin) Bir şirketin faiz ve vergi giderleri düşülmeden önceki kârının, toplam satışlara oranını ifade eden bir finansal performans ölçütüdür. EBIT, şirketin ana faaliyetlerinden elde ettiği kâr olup, finansman maliyetleri ve vergi yükümlülükleri hariç tutulur. Bu ölçüt, şirketin esas faaliyetlerinden elde ettiği kârı gösterir. Faiz ve Vergi Öncesi Kâr Marjı, şirketin operasyonel verimliliğini ve esas faaliyetlerinin kârlılığını değerlendirmek için kullanılır. Yüksek bir EBIT marjı, şirketin operasyonel verimliliğinin yüksek olduğunu ve esas iş faaliyetlerinden güçlü bir kârlılık elde ettiğini gösterir.

**Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr Marjı:** (EBITDA Margin veya Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization Margin) Bir şirketin faiz, vergi, amortisman ve itfa payları öncesindeki kârının toplam satışlara oranını ifade eden bir finansal performans ölçütüdür. EBITDA, şirketin operasyonlarından elde ettiği nakit akışını gösterir ve operasyonel verimliliği değerlendirirken yaygın olarak kullanılır. Yüksek bir EBITDA marjı, şirketin operasyonel verimliliğinin yüksek olduğunu ve esas iş faaliyetlerinden güçlü bir nakit akışı elde ettiğini gösterir.

**Varlık Kazanç Oranı:** (ROA - Return on Assets) Bu oran, şirketin varlıklarının ne kadar verimli kullanıldığını ve yatırım getirisi elde ettiğini değerlendirir. Yüksek bir ROA, şirketin varlıklarını verimli bir şekilde kullanarak daha fazla kâr elde ettiğini ve yönetimin etkinliğini gösterir. Düşük bir ROA ise, varlıkların yeterince verimli kullanılmadığını veya kârların düşük olduğunu gösterebilir.

**Sermaye Kazanç Oranı:** (ROE - Return on Equity) Bir şirketin özkaynaklarını ne kadar verimli kullanarak kâr elde ettiğini gösteren bir finansal performans ölçütüdür. Bu oran, hissedarların yatırımlarından elde ettikleri getiriye ifade eder ve şirketin kârlılığını değerlendirmede önemli bir göstergedir. Yüksek bir ROE, şirketin özkaynaklarını verimli bir şekilde kullanarak yüksek kârlar elde ettiğini ve hissedarların yatırımlarının iyi bir getiri sağladığını gösterir. Düşük bir ROE ise, şirketin özkaynaklarını yeterince verimli kullanmadığını veya kârlarının düşük olduğunu gösterebilir.

### 3.1.a.ii. Piyasa Performans Göstergeleri

Piyasa Performansı Göstergeleri, bir şirketin veya finansal varlığın piyasa değerini ve yatırımcılar için cazibesini değerlendirmek için kullanılan finansal oranlar ve metriklerdir. Bu göstergeler, yatırımcıların ve analistlerin şirketlerin piyasa performansını ve potansiyel yatırım getirilerini değerlendirmelerine yardımcı olur. Çalışmada kullanılan piyasa performansı göstergeleri takip eden paragraflarda açıklanmıştır:

**Fiyat Kazanç Oranı:** (P/E Ratio - Price/Earnings Ratio) Bir şirketin hisse senedinin piyasa fiyatının, hisse başına kazancına (EPS) oranını gösteren bir finansal ölçüttür. Bu oran, yatırımcıların bir hisse senedine ne kadar ödeme yaptığını ve şirketin kazançlarına görece nasıl fiyatlandırıldığını ifade eder. P/E oranı, şirketin piyasa değerinin kârlılığına göre nasıl değerlendirildiğini gösterir ve yatırımcılar için önemli bir değerlendirme aracıdır. Yüksek bir P/E oranı, yatırımcıların şirketin gelecekte yüksek büyüme potansiyeline sahip olduğuna inandıklarını gösterir. Ancak, aynı zamanda hisse senedinin aşırı değerli olabileceğini de gösterebilir. Düşük bir P/E oranı, şirketin hisse senedinin düşük değerli olabileceğini veya yatırımcıların şirketin gelecekteki büyüme potansiyeline daha az inandıklarını gösterebilir.

**Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı:** (P/B Ratio - Price/Book Ratio) Bir şirketin piyasa değerinin, defter değerine oranını gösteren bir finansal ölçüttür. Bu oran, yatırımcıların şirketin özkaynaklarına ne kadar değer biçtiğini ve şirketin piyasa

değerinin defter değerine göre nasıl değerlendirildiğini gösterir. P/B oranı, şirketin piyasa değeri ile bilançosundaki özkaynaklarının karşılaştırılması açısından önemli bir göstergedir. Yüksek bir P/B oranı, yatırımcıların şirketin gelecekteki büyüme potansiyeline inandıklarını ve şirketin varlıklarının piyasa tarafından yüksek değerlendirildiğini gösterebilir. Ancak bu aynı zamanda şirketin aşırı değerlenmiş olabileceğini de işaret edebilir. Düşük bir P/B oranı, şirketin piyasa değeriyle karşılaştırıldığında varlıklarının düşük değerlendirildiğini ve yatırımcıların şirketin gelecekteki büyüme potansiyeline daha az inandıklarını gösterebilir. Ancak, bu oran aynı zamanda şirketin düşük değerlenmiş olabileceğini ve potansiyel bir yatırım fırsatı sunduğunu da işaret edebilir.

**Hisse Getirisi :** (Stock Return) Bir hisse senedine yatırım yapmanın sonucunda elde edilen toplam getiriyi ifade eder. Bu getiri, hem hisse senedinin fiyatındaki değişimden (sermaye kazancı) hem de hisse senedinden elde edilen temettülerden (temettü getirisi) oluşur. Hisse getirisi, yatırımcıların yatırımlarının ne kadar karlı olduğunu ölçmek için kullanılır. Hisse getirisi, yatırımcıların ve analistlerin, bir hisse senedinin yatırım potansiyelini ve performansını değerlendirmede kullandıkları önemli bir göstergedir. Ancak, hisse senedi getirileri geçmiş performansa dayanarak hesaplandığından, gelecekteki getirileri garanti etmez. Bu nedenle, hisse getirileri analiz edilirken dikkatli olunmalı ve diğer finansal analiz araçlarıyla birlikte değerlendirilmelidir.

### 3.2. Veri Analizi

Çalışmada aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketlerin muhasebe ve piyasa performanslarının kıyaslanması için Eşleştirilmemiş T-Testi kullanılmıştır. Eşleştirilmemiş T-Testi, iki bağımsız grup arasındaki ortalama farklarının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmek için kullanılır. Genel formülü aşağıda sunulan Eşleştirilmemiş T-Testi'nin uygulanması için çalışma süresince Stata 18 analiz programı kullanılmıştır.

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}}$$

$\bar{X}_1$ : Birinci örneklemin ortalaması

$\bar{X}_2$ : İkinci örneklemin ortalaması

$s_1^2$ : Birinci örneklemin varyansı

$s_2^2$ : İkinci örneklemin varyansı

$n_1$ : Birinci örneklemin büyüklüğü

$n_2$ : İkinci örneklemin büyüklüğü



## BÖLÜM IV

### BULGULAR

Bu çalışmada aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketlerin muhasebe ve piyasa performanslarını karşılaştırmak üzere Eşleştirilmemiş T-Testi kullanılmıştır. Tablo 4.1.'de çalışmada kullanılan performans göstergelerine ait betimleyici özet istatistikler sunulmuştur.

GÖSTERGE	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	STANDART SAPMA
BRÜT KÂR MARJİ	99	0,22	0,12
NET KÂR MARJİ	99	0,09	0,17
FALİYET KÂR MARJİ	99	0,13	0,13
FAİZ VE VERGİ ÖNCESİ KÂR MARJİ	99	0,12	0,12
FAİZ, VERGİ VE AMORTİSMAN ÖNCESİ KÂR MARJİ	99	0,16	0,12
VARLIK KAZANÇ ORANI	99	0,10	0,15
SERMAYE KAZANÇ ORANI	99	0,20	0,36
FİYAT KAZANÇ ORANI	122	29,70	78,88
PİYASA DEĞERİ DEFTER DEĞERİ ORANI	122	7,90	26,76
HİSSE GETİRİŞİ	122	0,91	1,41

**Tablo 4.1.** Çalışmada Kullanılan Muhasebe ve Piyasa Performans Göstergelerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler.

GÖSTERGE	YIL	ŞİRKET YAPISI	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA DEĞER	FARK
BRÜT KÂR MARJİ	2021	Aile Şirketi	78	0,233	-0,041*
		Aile Şirketi Değil	21	0,274	
	2022	Aile Şirketi	78	0,189	-0,047**
		Aile Şirketi Değil	21	0,236	
	2023	Aile Şirketi	78	0,207	-0,037
		Aile Şirketi Değil	21	0,244	
NET KÂR MARJİ	2021	Aile Şirketi	78	0,119	-0,005
		Aile Şirketi Değil	21	0,124	
	2022	Aile Şirketi	78	0,074	0,022
		Aile Şirketi Değil	21	0,052	
	2023	Aile Şirketi	78	0,091	0,056**
		Aile Şirketi Değil	21	0,035	
FALİYET KÂR MARJİ	2021	Aile Şirketi	78	0,166	0,001
		Aile Şirketi Değil	21	0,165	
	2022	Aile Şirketi	78	0,104	-0,007
		Aile Şirketi Değil	21	0,111	
	2023	Aile Şirketi	78	0,115	0,006
		Aile Şirketi Değil	21	0,109	
FAİZ VE VERGİ ÖNCESİ KÂR MARJİ	2021	Aile Şirketi	78	0,150	0,010
		Aile Şirketi Değil	21	0,140	
	2022	Aile Şirketi	78	0,102	-0,003
		Aile Şirketi Değil	21	0,105	
	2023	Aile Şirketi	78	0,107	0,010
		Aile Şirketi Değil	21	0,097	
FAİZ, VERGİ VE AMORTİSMAN ÖNCESİ KÂR MARJİ	2021	Aile Şirketi	78	0,177	-0,002
		Aile Şirketi Değil	21	0,179	
	2022	Aile Şirketi	78	0,137	-0,006
		Aile Şirketi Değil	21	0,143	
	2023	Aile Şirketi	78	0,144	-0,002
		Aile Şirketi Değil	21	0,146	
VARLIK KAZANÇ ORANI	2021	Aile Şirketi	78	0,121	0,015
		Aile Şirketi Değil	21	0,106	
	2022	Aile Şirketi	78	0,117	0,051
		Aile Şirketi Değil	21	0,066	
	2023	Aile Şirketi	78	0,084	0,040*
		Aile Şirketi Değil	21	0,044	
SERMAYE KAZANÇ ORANI	2021	Aile Şirketi	78	0,291	0,038
		Aile Şirketi Değil	21	0,253	
	2022	Aile Şirketi	78	0,239	0,104
		Aile Şirketi Değil	21	0,135	
	2023	Aile Şirketi	78	0,164	0,086*
		Aile Şirketi Değil	21	0,078	

**Tablo 4.2.** Aile Şirketleri ile Aile Şirketi Olmayan Halka Açık Firmaların Muhasebe Performansı Göstergeleri Açısından Ortalama Değer Karşılaştırmasına Ait Sonuçlar.

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* işaretlemesi sırasıyla %90, %95 ve %99 güven seviyesinde anlamlılığı göstermek amacıyla kullanılmıştır.

Tablo 4.2.'de aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketlerin muhasebe performansı açısından ortalama farklılıklarının analiz edildiği Eşleştirilmemiş T-Testi'ne ait bulgular sunulmuştur. İlgili sonuçlara göre 2021 yılında aile şirketi olmayan şirketlerin brüt kâr marjı ortalaması aile şirketlerinin ortalamasına göre 0,041 daha fazla olarak gerçekleşmiş ve bu farklılık analiz sonucuna göre %90 güven seviyesinde anlamlıdır. 2022 yılı için de aynı muhasebe performans göstergesi için aile şirketi olmayan şirketler aile şirketlerine nispeten ortalama 0,047 daha fazla brüt kâr marjı elde etmişlerdir ve bu farklılık istatistiksel olarak %95 güven seviyesinde anlamlıdır.

2023 yılı verilerine göre aile şirketlerinin net kâr marjı ortalaması aile şirketi olmayan şirketlere göre 0,056 daha yüksek olarak gerçekleşmiştir. Analiz sonucunda ortaya çıkan bu farklılık istatistiksel olarak %95 güven seviyesinde anlamlıdır. Varlık kazanç oranı 2023 yılı verilerinin analizinde ise yine aile şirketlerinin oran ortalamaları aile şirketi olmayan şirketlerin oran ortalamalarına göre 0,040 daha fazla gerçekleştiği görülmüştür ve bu oran farklılığı istatistiksel olarak %90 güven seviyesinde anlamlıdır. 2023 yılı sermaye kazanç oranlarının ortalamalarına göre aile şirketlerinin sermaye kazanç oran ortalamaları 0,086 daha fazla gerçekleşmiştir. Bu oran farkı analiz sonuçlarına göre %90 güven seviyesinde anlamlıdır. Bu farklılıklar dışında ilgilenilen dönemler ve şirketler için aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketler arasında muhasebe performansı açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığı gözlemlenmiştir.

Tablo 4.3.'te ise aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketlerin piyasa performansı açısından ortalama değer farklılıklarının analiz edildiği Eşleştirilmemiş T-Testine ait bulgular sunulmuştur. Elde edilen bulgulara göre aile şirketlerinin 2021 yılındaki piyasa değeri defter değeri oran ortalaması aile şirketi olmayan şirketlere göre 2,122 daha yüksek olarak gerçekleşmiştir. Analiz sonucunda gerçekleşen bu farklılık %99 güven seviyesinde anlamlıdır. 2022 yılındaki piyasa değeri defter değeri oranında ise aile şirketlerinin aile şirketi olmayan şirketlere göre oran ortalaması 2,420 daha yüksek olarak gerçekleşmiştir ve bu farklılık %99 güven seviyesinde anlamlıdır. Yine 2023 yılındaki piyasa değeri defter değeri oran ortalamalarında aile şirketlerinin aile şirketi olmayan şirketlere göre 2,020 daha yüksek performans gösterdiği gözlemlenmiştir. Gerçekleşen bu farklılık %99 güven seviyesinde anlamlıdır. Piyasa

performansı göstergesi açısından son anlamlı farklılık 2022 hisse getirisi oranında gözlemlenmiştir. Aile şirketleri aile şirketi olmayan şirketlere göre ortalama 0,327 daha fazla hisse getirisi elde etmiştir ve bu farklılık analiz sonuçlarında %95 oranında güven seviyesinde anlamlıdır. Bu farklılıklar dışında ilgilenilen dönemler ve şirketler için aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketler arasında piyasa performansı açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığı gözlemlenmiştir.

GÖSTERGE	YIL	ŞİRKET YAPISI	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA DEĞER	FARK
FİYAT KAZANÇ ORANI	2021	Aile Şirketi	85	23,358	-2,469
		Aile Şirketi Değil	37	25,827	
	2022	Aile Şirketi	85	17,984	2,039
		Aile Şirketi Değil	37	15,945	
	2023	Aile Şirketi	85	23,699	1,928
		Aile Şirketi Değil	37	21,771	
PIYASA DEĞERİ DEFTER DEĞERİ ORANI	2021	Aile Şirketi	85	5,439	2,122**
		Aile Şirketi Değil	37	3,317	*
	2022	Aile Şirketi	85	6,656	2,420**
		Aile Şirketi Değil	37	4,236	*
	2023	Aile Şirketi	85	5,789	2,020**
		Aile Şirketi Değil	37	3,769	*
HİSSE GETİRİSİ	2021	Aile Şirketi	85	0,182	0,150
		Aile Şirketi Değil	37	0,032	
	2022	Aile Şirketi	85	1,875	0,327**
		Aile Şirketi Değil	37	1,548	
	2023	Aile Şirketi	85	0,445	-0,044
		Aile Şirketi Değil	37	0,489	

**Tablo 4.3.** Aile Şirketleri ile Aile Şirketi Olmayan Halka Açık Firmaların Piyasa Performansı Göstergeleri Açısından Ortalama Değer Karşılaştırmasına Ait Sonuçlar.

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* işaretlemesi sırasıyla %90, %95 ve %99 güven seviyesinde anlamlılığı göstermek amacıyla kullanılmıştır.

## BÖLÜM V

### SONUÇ

Bu çalışmada, Türkiye'deki aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketlerin muhasebe ve piyasa performanslarını karşılaştırmak amacıyla BİST'e işlem gören firmalar incelenmiştir. Araştırma, 2021-2023 yılları arasında imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketler üzerinde yapılmış ve Eşleştirilmemiş T-Testi kullanılarak analizler gerçekleştirilmiştir. Çalışmada kullanılan muhasebe performans göstergeleri brüt kar marjı, net kar marjı, faaliyet kar marjı, faiz ve vergi öncesi kar marjı, faiz, vergi ve amortisman öncesi kar marjı, varlık kazanç oranı ve sermaye kazanç oranıdır. Bu gösterge metrikleri için 78'i aile şirketi ve 21'i aile şirketi olmayan şirket olmak üzere toplam 99 firmaya ait veri kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan piyasa performans göstergeleri ise fiyat kazanç oranı, piyasa değeri defter değeri oranı ve hisse getirisi'dir. Bu gösterge metrikleri için 85'i aile şirketi ve 37'si aile şirketi olmayan şirket olmak üzere toplam 122 firmaya ait veri kullanılmıştır.

Elde edilen bulgularda aile şirketlerinin muhasebe performansı açısından bakıldığında 2021 ve 2022 yıllarında aile şirketi olmayan şirketler, aile şirketlerine kıyasla daha yüksek brüt kâr marjı elde etmiştir. Ancak, 2023 yılında bu fark istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. 2023 yılında, aile şirketleri aile şirketi olmayan şirketlere kıyasla daha yüksek net kâr marjına sahip olmuştur. Ayrıca, aile şirketlerinin varlık kazanç oranı ve sermaye kazanç oranı da aile şirketi olmayan şirketlere göre daha yüksek çıkmıştır. Piyasa performansı açısından, aile şirketleri 2021, 2022 ve 2023 yıllarında piyasa değeri/defter değeri oranında aile şirketi olmayan şirketlere göre daha yüksek performans sergilemiştir. Ayrıca, 2022 yılında hisse getirisi oranında da aile şirketleri, aile şirketi olmayan şirketlere göre daha iyi bir performans göstermiştir.

Piyasa performansı göstergeleri açısından aile şirketlerinin genel anlamda daha pozitif değerlere sahip olması aile şirketlerinin yatırımcılar tarafından olumlu olarak değerlendirildiğine dair bir kanıt olarak öne sürülebilir. Bunun bir nedeni, yatırımcıların nezdinde, aile şirketlerinin aile şirketi olmayan şirketlere görece daha

sahipli şirketler olarak ele alınıyor oluşu olabilir. Ancak piyasa performansında görülen bu pozitif farklılığın muhasebe performansı analizlerinde gözlemlenmemiş olması aile şirketlerinin operasyonel anlamda daha iyi yönetime ihtiyaç duyduğuna dair bir gösterge olarak öne sürülebilir. Operasyonlarının daha da iyileştirilmesi aile şirketlerinin faaliyetlerinin karlılık oranlarını daha iyi seviyeye çıkmasına katkı sağlayacak ve ek olarak da piyasa tarafından elde ettikleri olumlu bakış açısının da sürdürülebilir şekilde devam etmesine katkı sağlayacaktır. Öte yandan aile şirketi olmayan şirketlerin de yatırımcıların nezdinde daha olumlu değerlendirilmeleri için piyasaya güven verici faaliyetlerde bulunarak (sürdürülebilirlik, kurumsal yönetim, uzun vadeli plan raporları sunma ve benzeri yollar ile) piyasa performansı metriklerinde olumlu yönde ilerlemeye dikkat etmeleri gerekebilir.

Aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketlerin performans farklılığına genel olarak bakıldığında ise ekonomik ve istatistiksel anlamda büyük ve tutarlı bir farklılığın gözlemlenmemiş olmasının en temel nedeni olarak Sermaye Piyasası Kurulu ve benzeri denetleyici düzenleyici kurumların regülasyonlarının etkileri öne çıkmaktadır. İlgili kurum ve kuruluşlar yayınladıkları kurumsal yönetim ilkeleri ve yaptıkları bazı düzenlemeler ile paydaşların haklarının korunmasını sağlarken aynı zamanda şirketlerin de daha düzenli ve dengeli şekilde faaliyet göstermelerini sağlamaktadır.

Bu bulgular literatürdeki bazı çalışmalarla uyumlu olmakla birlikte, bazı noktalarda farklılık göstermektedir. Örneğin, Anderson ve Reeb (2003) tarafından yapılan çalışmada aile şirketlerinin daha iyi performans gösterdiği bulunurken, Gupta ve Nashier (2017) aile şirketlerinin performansının daha düşük olduğunu göstermiştir. Bu çalışma, aile şirketlerinin piyasa performansı açısından genellikle daha iyi sonuçlar elde ettiğini, ancak muhasebe performansı göstergelerinde yıllar ve göstergeler arasında tutarsızlıklar olduğunu ortaya koymuştur.

Çalışma, metodolojik olarak sağlam bir yaklaşımla hazırlanmış ve kapsamlı bir literatür taraması sunarak konuyu derinlemesine incelemiştir. Ayrıca çalışma önemli bir konu olan aile şirketlerinin performansının değerlendirilmesi açısından son birkaç yıla ait veriler ile çalışıldığı için hem literatüre hem de piyasaya güncel kanıtlar sunarak çeşitli göstergeler sunmaktadır.

Ancak, sonuçların genellenebilirliği konusunda dikkatli olunması gerekmektedir. Farklı sektörler ve coğrafi bölgeler arasındaki farklılıklar, elde edilen sonuçların diğer durumlara uygulanabilirliğini etkileyebilir. Ayrıca, sadece piyasa performans göstergeleri ile sınırlı kalmayıp, yönetim yapısı ve kurumsal yönetim uygulamaları gibi diğer faktörlerin de incelenmesi faydalı olabilir. Bu sonuçlar, seçilen örnekleme ve zaman periyodundan kaynaklanıyor olabilir; bu nedenle, gelecekteki çalışmalarda farklı dönemler ve örneklemeler kullanılarak bu farklılıkların test edilmesi önerilir. Genel olarak, bu çalışma, Türkiye’deki aile şirketleri ile aile şirketi olmayan şirketlerin muhasebe ve piyasa performanslarını karşılaştırarak önemli bir katkı sağlamaktadır.





## KAYNAKÇA

Anderson, R.C., & Reeb, D.M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.

Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European financial management*, 12(5), 689-723.

Cagle, M., & Özen, A. (2019). Girişimcilik Yönelimi ve Finansal Performans İlişkisinin Araştırılmasında Aile Şirketlerinin Moderatör Rolü. *Yönetim Ve Ekonomi Dergisi*, 26(3), 879-902. <https://doi.org/10.18657/yonveek.564831>

Değirmenci, E. (2019). Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma ve Finansal Tablolara Etkileri: Bir Aile Şirketi Örneği (Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Demir, Z. (2021). Aile Şirketlerinde Sürdürülebilirlik Açısından Muhasebe ve Raporlamanın Önemi: Örnek Olaylar. *İşletme Bilimi Dergisi*, 9(2), 261-300. Sakarya Üniversitesi İşletme Fakültesi.

Gupta, A., & Nashier, T. (2017). Family Ownership and Firm Performance. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 55(3-4), 37-68. Creighton University.

İlhami FINDIKÇI, Soru ve Cevaplarla Aile Şirketleri, 2022-17 İstanbul İstanbul Ticaret Odası Yayınevi

Kızıltoprak S, Aksoy Kavalcı M (2018). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Aile İşletmelerinin Finansal Performanslarının Analizi. *Ege Akademik Bakış*, 18(1), 135 - 152. 10.21121/eab.2018135915

Koji, K., Adhikary, B. K., & Tram, L. (2020). Corporate governance and firm performance: A comparative analysis between listed family and non-family firms in Japan. *Journal of risk and financial management*, 13(9), 215.

Maury, B. (2006). Aile Sahipliği ve Şirket Performansı: Batı Avrupa Őirketlerinden Elde Edilen Ampirik Kanıtlar.” *Finans Dergisi*, cilt 12, sayı 2, s. 321–341.

Miller, D. Le Breton-Miller, I., Lester, RH, & Cannella Jr, AA (2007). Aile Şirketleri Gerçekten Üstün Performans mı gösteriyor?. *Kurumsal Finans Dergisi*, 13 (5), 829-858.

Özgür ATILGAN, 2020. Aile Şirketlerinin Kurumsallaşma Düzeyi İle Finansal Performans İlişkisi (1. Baskı), İstanbul: Kriter Yayınevi

Vries, S. de. (2018). Family and non-family firms: An empirical analysis of performance differences (Bachelor thesis). Erasmus University Rotterdam.

Wagner, D., Block, JH, Miller, D., Schwens, C. ve Xi, G. (2015). Aile Şirketlerinin finansal performansının meta analizi: Başka bir giriŐim. *Aile İŞletme Stratejisi Dergisi*, 6 (1), 3-13.

Yörük, N. (2006). Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma Ve Halka Açılmanın Finansal Performans Üzerine Etkisi: Halka Açık Bir Aile Şirketi Üzerinde Vaka ÇalıŐması. *Sosyal Ekonomik AraŐtırmalar Dergisi*, 6(12), 180-202.

<https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/Temel-Degerler-ve-oranlar.aspx #page-1>