

# FİRMA PERFORMANSI VE SAHİPLİK YAPISI İLİŞKİSİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

## Makale Bilgileri

Makale Geliş Tarihi : 27.02.2022

Makale Kabul Tarihi : 07.04.2022

Makale Türü : Araştırma

DOI Numarası : 10.55322/mdbakis.1080046

Dr. Öğr. Üyesi Bilge CANBALOĞLU\*

## Bibliyografik Bilgiler

Canbaloğlu, B. (2022). "Firma performansı ve sahiplik yapısı ilişkisi: Borsa İstanbul örneği" *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi* (Yıl: 2022, Sayı : 67, Sayfa : 227-240) <https://doi.org/10.55322/mdbakis.1080046>

## ÖZ

Bu çalışma Borsa İstanbul'da işlem gören 255 finansal olmayan şirketin sahiplik yapısındaki farklı türlerdeki yatırımcı oranlarının, varlık getirisi olarak ölçülen firma performanslarının üzerindeki etkilerini 2009-2018 yılları için incelemektedir. Halka açık olan bu şirketlerdeki sahiplik yapısı; sahiplik yoğunluğunu gösteren blok yatırımcı ve sahiplik yapısındaki kurumsal, yerli ve yabancı yatırımcıların oranları şeklinde ölçülmüştür. Ayrıca yerli ve yabancı yatırımcı türleri de bireysel ve kurumsal yatırımcı olarak ikiye ayrılarak da sahiplik yapısının etkisi daha detaylı incelenmiştir. Çalışmanın ampirik bulguları kurumsal yatırımcı oranı arttıkça şirket performansının da arttığını ortaya koymuştur. Ancak bu etki yerli kurumsal yatırımcı üzerinden değil, yabancı kurumsal yatırımcı üzerinden gerçekleşmektedir. Ayrıca yabancı bireysel yatırımcı oranındaki artış firma performansını olumlu ve anlamlı bir şekilde etkilerken, yerli bireysel yatırımcı oranındaki artışın şirket performansını olumsuz yönde etkilediği bulunmuştur. Diğer taraftan, firma sahiplik yapısındaki yoğunluğun blok yatırımcı tarafından ölçüldüğü modellerde ise blok yatırımcı oranındaki artışın firma performansını anlamlı bir şekilde etkilemediği tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal yönetim, sahiplik yapısı, firma performansı.

**Jel Sınıflandırılması:** G34, G32, L25

\* Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve İşletmecilik Bölümü, Ankara, Türkiye  
eposta: bbakin@ybu.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0001-6352-0079>

**FIRM PERFORMANCE AND OWNERSHIP STRUCTURE RELATIONSHIP: THE CASE OF BORSA ISTANBUL****ABSTRACT**

This study investigates the impacts of different ownership structure types in 255 non-financial firms listed in Borsa Istanbul on their firm performance measured by return on asset (ROA) over the years from 2009 to 2018. The ownership structures of these traded firms are categorized as block, institutional, domestic and foreign investors. Furthermore, the domestic and foreign investor types are also divided as individual and institutional investors in order to examine ownership impacts in more details. The empirical findings suggest that the institutional ownership improves the financial performance in these firms, yet this positive impact results from the foreign institutional ownership not from the domestic institutional investors. The foreign individual investors also have positive significant effect on the performance, whereas an increase in the proportion of domestic individual investors impair the financial performance. On the other hand, there exists no significant relationship between block ownership representing the ownership concentration and the firm performance.

**Keywords:** Corporate governance, ownership structure, firm performance.

**Jel Classification Codes:** G34, G32, L25

**1. GİRİŞ**

**K**urumsal yönetim (corporate governance) bir şirketin tüm paydaşlarının çıkarlarını gözetmek ve korumak adına şirketin genel olarak iyi bir şekilde yönetilmesi için tüm süreçler ve yapılarla ilgilienmektedir (Ehikioya, 2009). Aslında Jensen ve Meckling (1976) tarafından ortaya konan *vekalet teorisinden* (agency theory) kaynaklanan problemleri çözebilme ihtiyacı ile ortaya çıkan kurumsal yönetim mekanizması şirketlerin sahiplik yapısı (ownership structure) ile yakından ilgilienmiştir. Bu bağlamda yerli ve bireysel yatırımcıya alternatif olarak küreselleşme ile beraber kurumsal ve yabancı yatırımcı oranlarının hisse senedi piyasalarındaki artışı, akademik yazında farklı türdeki sahiplik yapıları ile şirket değeri ve performansı arasındaki ilişkinin incelenmesine neden olmuştur.

İlk olarak sermaye ortaklık yoğunluğunun, firma performansı üzerindeki etkisi değerlendirilecek olursa öncelikle sermaye yapısında yoğunluk tanımını açıklığa kavuşturmak gereklidir. Belirli yatırımcıların diğer yatırımcılara oranla daha fazla miktarda hisse senedi ellerinde tutarak firma kontrolünde ve yönetiminde daha fazla paya sahip olmaları, sahiplik yapısında yoğunlaşma (concentration) kavramını ortaya çıkarmaktadır (Doğan ve Topal, 2015). Bir şirketin içindeki daha büyük paya sahip olan yatırımcılar, şirket yönetimini iyi bir şekilde denetlemeye daha istekli olurlar ve bu durum, hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmasına yol açan asil-vekil problemini azaltabilmektedir (Önder, 2003). Sahiplik ya-

pısında hisselerin büyük çoğunluğunu ellerinde tutan yatırımcıların, hissedarların ve diğer yatırımcıların en iyi çıkarını gözetmek adına yönetim üzerinde baskı kurarak iyi denetim bir mekanizması geliştirmesi aynı zamanda firmanın finansal performansını da geliştirmektedir (Ehikioya, 2009). Diğer taraftan, Jensen ve Meckling (1976)'e göre büyük miktarda hisseleri elinde tutan hissedarların kendi çıkarlarına öncelik vermesi durumu şirket içindeki asil-vekil problemini arttıracak için, yüksek yoğunluktaki sahiplik oranı her zaman şirket içinde olumlu etkilere de neden olmayabilmektedir (Mandacı ve Gümüş, 2010).

İkinci olarak, sahiplik yapısı içinde kurumsal yatırımcı oranının şirket performansları üzerindeki etkileri akademik yazında farklı açılardan değerlendirilmiştir. “Aktif Gözetim” yaklaşımına göre kurumsal yatırımcılar sahip oldukları üstün yönetim becerileri, profesyonel bilgi birikimi ve önemli kaynaklar sayesinde, bilgi asimetrisini ve asil-vekil sorununu azaltan ve firma değerini artıran aktivitelerde bulunmaları yatırım yaptıkları firmaları daha iyi gözetip denetleyerek yönetmelerine imkan tanımaktadır (Lin ve Fu, 2017). Ayrıca kurumsal yatırımcılar, hissedarların en iyi çıkarını gözetmek adına yöneticilerin üzerindeki baskıyı arttırmak için sahiplik haklarını kullanmaya istekli olmuşlardır (Cornett vd., 2007). Her iki durum da kurumsal sahiplik yapısının firma performanslarını geliştirdiğini işaret etmektedir. Ancak “pasif gözetim” yaklaşımına göre ise, bazı kurumsal ancak kısa vadeli yatırımcıların şirketlerin performansını geliştirecek denetimi yapmak yerine, ellerindeki bilgiye dayanarak spekülasyon yollarla kısa vadeli kazanç elde etmek için hisse alım satım yapmaları da olasıdır (David ve Kochhar, 1996). Bu durumlarda ise kurumsal sahiplik ile performans arasında hiç ilişki olmaması veya daha zayıf ilişki bulunması kaçınılmaz olmuştur.

Son olarak, yabancı yatırımcı ve yerli yatırımcı türünün yerli şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkileri de akademik yazında önemli yer tutmaktadır. Hatta yerli ve yabancı yatırımcıyı da kurumsal olarak ayrıştırarak detaylı bir şekilde inceleyen çalışmalar da mevcuttur. Yabancı yatırımcıların yerli şirketlerde hissedar olmasının firma performansı üzerindeki etkileri birkaç şekilde gerçekleşmektedir (Douma, George ve Kabir, 2006). Eğer yabancı yatırımcının ortaklık yapısında yoğunluğu fazlaysa bu durumda yabancı yatırımcıların yerli şirketi etkin bir şekilde gözetip denetlemesi için yeterince motivasyonu oluşmaktadır. Dahası yabancı yatırımcının sermaye dışında beraberinde getirdiği iş ile ilgili tecrübeler, üstün teknik bilgi, örgütsel ve finansal kaynaklar mevcut yönetimin vizyonuna katkıda bulunarak şirketin performansının gelişmesine olanak tanımaktadır. Son olarak yabancı finansal kurumsal yatırımcıların şirket performansının kötüleştiği zamanlarda hisse senetlerini elden çıkarma olasılığı, mevcut yönetimin daha iyi performans göstermesini sağlamaktadır. Bunun dışında, yabancı yatırımcıların varlığının, yerli yönetimin olası standart altı (suboptimal) kararlarını ve davranışlarını sınırlaması da yabancı ortaklık yapısının yerli şirket performansı üzerindeki olumlu etkisine katkıda bulunmaktadır (Nakano ve Nguyen, 2013). Diğer taraftan, yerli yatırımcıların ortaklıktaki oranının firma performansı üzerindeki olumlu veya olumsuz olabilmektedir. Yabancı yatırımcılar, yerli yatırımcılara kıyasla daha fazla bilgi asimetrisi ve farklı kültürlerden kaynaklanabilecek risklere maruz kalırlar ve bu durum yerli yatırımcıları yabancı yatırımcılara kıyasla firmadaki işleyiş ve yönetim hakkında bilgi açısından daha avantajlı bir konuma getirir (Phung ve Le, 2013). Buna ek olarak yerli kurumsal şirket yatırımcılarının, yabancı finansal kurumsal yatırımcılara göre daha etkin bir şekilde firma gözetimi yapması için gerekli beceri ve motivasyonlarının olması bu tip yatırımcıların firma performansı üzerindeki etkisini arttırmaktadır (Douma, George ve Kabir, 2006). Diğer taraftan yerli yatırımcıların, yabancı yatırımcılara göre diğer hissedarların toplantılarına iştirak edebilmeleri ve oylamalarında etkide bulunmaları daha olasıdır.

Ayrıca şirket yönetimini kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirmeleri de söz konusu olabilmektedir. Bu nedenle yerli kurumsal yatırımcıların firma gözetimini etkin bir şekilde yapmak yerine kendi çıkarları adına şirket kaynaklarını sömürmeleri durumu bu yatırımcıların sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisinin olumsuz olduğunu ortaya koymaktadır (Nashier ve Gupta, 2016).

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul'da 2009-2018 yılları arasında işlem gören 255 finansal olmayan şirketin muhasebe esasına dayalı performans ölçütü olan varlık getirisi (return on asset-ROA) değişkeni üzerindeki farklı sahiplik yapılarının etkilerini araştırmaktır. Son yıllarda özellikle Türkiye'deki halka açık şirketlerdeki yabancı yatırımcı varlığının artması (Doğan, 2016) ve kurumsal yatırımcıdan ise özellikle yabancı kurumsal yatırımcı payının bu şirketlerde artan önemi (Algüner, 2012) bu çalışmanın motivasyonuna katkıda bulunmuştur. Bunun yanı sıra blok, yerli ve bireysel yatırımcıların etkileri de göz önünde bulundurularak, halka açık şirketlerdeki tüm yatırımcı tiplerinin şirket performansı nasıl etkilediği araştırılmak istenmiştir. Bu bağlamda, bu çalışma halka açık şirketlerdeki tüm yatırımcı türlerini kapsadığı için (blok, kurumsal, yerli ve yabancı hatta yerli ve yabancı yatırımcılar bireysel ve kurumsal olarak da ayrıştırılmıştır) sahiplik yapısı ve firma performansı yazınına Türkiye örneğinde güncel ve kapsamlı ampirik bulgular sağlayarak katkıda bulunmayı amaçlamaktadır.

Türkiye'deki şirketler için şirket performansı ve sahiplik yapısı arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışmada Bölüm 2'de bu zaman kadar yapılmış olan çalışmalardan derlenen literatür taraması verilmiştir. Bölüm 3'de veri seti tanımlırken, Bölüm 4'de kullanılan yöntem ve ampirik sonuçlar tartışılmıştır. Bölüm 5 ise çalışmanın sonuç kısmını oluşturmaktadır.

## 2. LİTERATÜR TARAMASI

Akademik yazında farklı yatırımcı türlerinin firma performansını nasıl etkilediğine dair birçok ampirik bulgu ortaya konmuştur. Firma ortaklık yapısındaki yoğunluğun şirket performansını nasıl etkilediğini inceleyen çalışmalarla başlanacak olursa, sahiplik yapısındaki yoğunluk ile firma performansı arasındaki ilişkinin türü farklı yönlerde olduğu görülmektedir. Demsetz ve Lehn (1985) 511 Amerikalı şirketi incelediklerinde hisse yapısındaki yoğunluk ile şirket performansı arasında ilişki olmadığını savunmuşlardır. Ehiyoka (2009) ise Nijerya Borsası'nda işlem gören 107 şirketi 1998-2002 zaman dilimi için örneklem olarak belirledikleri çalışmada ortaklık yapısı ile varlık getirisi ve fiyat kazanç rasyosu arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulmuştur. Benzer şekilde, Nguyen, Locke ve Reddy (2014) Singapur'daki 257 şirketi genelleştirilmiş momentler metodu ile incelemiş ve bu çalışmanın sonuçlarında blok yatırımcı sahipliğindeki artışın şirket içindeki vekil maliyetini azaltarak şirket performansını arttırdığını göstermişlerdir. Gunasekarage, Hess ve Hu (2007) Çin'deki 1034 firmayı 2000-2004 yılları için inceleyerek sahiplik yoğunluğu ile Tobin's Q oranı ile pozitif anlamlı bir ilişki bulurken, piyasa defter değeri arasında negatif ilişki bulmuşlardır. Diğer taraftan, Abdullah vd. (2019) ise Pakistan'da faaliyet gösteren 36 şirket için yapmış olduğu çalışmada ortaklık yapısında yoğunluğun artması durumunda varlık getirisinin anlamlı bir şekilde azaldığı sonucuna ulaşmıştır. Türkiye'deki şirketlere gelince Önder (2003) 1992-1997 yılları arasında Türkiye'de faaliyet gösteren 257 şirketin sahiplik oranı ile firma performansını incelediği çalışmada, sahiplik yoğunluğunu ile şirket performansı arasında anlamlı bir ilişki bulmamıştır. Mandacı ve Gümüş (2010) ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 203 şirketi 2005 mali yılı için araştırmış ve çalışmanın sonucunda ortaklık yapısında yoğunluğun art-

masının şirket performansını pozitif yönde arttırdığını göstermişlerdir. Doğan ve Topal (2015) Borsa İstanbul'da işlem gören imalat sektöründeki 136 firmayı 2002-2012 yılları için incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçları en büyük paya sahip olan yatırımcının hisse oranının, varlık getiri oranı ve Tobin's Q değişkeni ile ölçülen firma performansının pozitif ve anlamlı bir şekilde etkilediğini ortaya koyarken, ikinci en büyük paya sahip olma oranı ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. Çiftçi vd. (2019) ise 2010-2013 zaman dilimi için incelediği Borsa İstanbul'da işlem gören 234 şirket için blok yatırımcı oranındaki artışın varlık getirisi ve Tobin's Q değişkeni anlamlı ve olumlu yönde arttırdığını öne sürmüşlerdir. Diğer taraftan, Topaloğlu, Coşkun ve Özkan (2016) ise Borsa İstanbul'daki BIST30 endeksinde yer alan 18 firmayı 2009-2015 periyodunda inceleyerek, varlık getirisinin performans ölçütü olarak seçtiği ana modelde en büyük ortağın sermaye oranı ile varlık getirisi arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulmuştur.

Sahiplik yapısındaki kurumsal yatırımcının firma performansı üstündeki etkileri ele alınacak olursa, Cornett vd. (2007) Amerika'da S&P500 endeksinde yer alan şirketleri 1993- 2000 yılları için incelemiş, bu örneklem için kurumsal sahiplik oranı ve kurumsal yatırımcı sayısı arttıkça şirketlerin operasyon performanslarını arttırdığını göstermişlerdir. Buna ek olarak, şirketlerle iş ilişkisi olan kurumsal yatırımcılarla şirket performansı arasındaki ilişkinin daha güçlü olduğu da ortaya koymuşlardır. Lin ve Fu (2017) 2004 – 2014 yılları arasında Çin'deki Şangay Borsa'sında işlem gören şirketler üzerinden yaptıkları bir çalışmalarında kurumsal sahipliğin firma performansı üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğunu göstermişlerdir. Ancak bu kurumsal sahiplik altında baskı yapmaya daha eğilimli olan, yabancı ve büyük paylara sahip olan yatırımcıların firma performansı üzerinde diğer kurumsal yatırımcılara kıyasla daha büyük etkiye sahip olduğu da kanıtlanmıştır. Sakawa ve Watanabel (2020) Japonya'da TOPIX500 endeksinde bulunan şirketleri 2010-2016 dönemi için inceleyerek kurumsal yatırımcıların etkin gözetim mekanizmalarının firma performansını geliştirdiğini ortaya koymuşlardır. Kömeçoğlu ve Vuran (2018), Türkiye'de kurumsal yönetim ve firma karlılığı arasındaki ilişkiyi incelerken, 2012-2106 yılları arasında seçilen 72 firma için kurumsal sahiplik oranındaki artışın firma değerini arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Şirketlerin sahiplik yapısında yabancı ve yerli yatırımcı türü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların da önemli bir yeri vardır. Douma, George ve Kabir (2006) Hindistan Borsası'nda işlem göre 1005 şirketi 1999-2000 zaman dilimi için incelemiş, yabancı yatırımcıların firmanın finansal başarısı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Buna ek olarak yabancı sahiplik yapısı altında özellikle kurumsal şirket yatırımcıların pozitif katkısının vurgusunu yapmışlardır. Ayrıca yerli kurumsal şirket yatırımcı varlığının firma performansını olumlu yönde etkilediğini öne sürerken, yerli finansal kurumsal yatırımcı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Nashier and Gupta (2016) Hindistan Borsa'sında listelenen 1392 finansal olmayan şirketi 2007-2014 dönemi için araştırmışlardır. Bu çalışmanın sonucunda hem yerli hem de yabancı kurumsal yatırımcıların şirket yönetimini ve kararlarını etkin bir şekilde denetleyerek firma performansına pozitif yönde etkileri olduğu ortaya konmuştur. Diğer taraftan, Thanatawee (2014) Tayland Borsası'nda işlem göre 323 finansal olmayan şirketi incelemiş ve yerli kurumsal yatırımcıların daha iyi bir gözetim mekanizması sayesinde firma finansal durumunu pozitif yönde etkilediği ancak yabancı kurumsal yatırımcının gözetim konusunda aktif olmadığı için firma performansı üzerinde olumlu bir etkisi olmadığını bulmuştur. Phung ve Le (2016) Vietnam hisse senedi piyasasında işlem gören şirketleri 2008-2011 yılları için ince-

lemiştir. Yabancı yatırımcıların bilgi asimetrisine yerli yabancıya kıyasla daha fazla maruz kaldıkları için, bu yatırımcı grubunun şirketi etkin bir şekilde gözetememeleri sebebiyle yabancı ortaklık payı ile şirket performansı arasında negatif yönde bir ilişki tespit etmişlerdir. Aydın, Sayim ve Yalama (2007) Borsa İstanbul'da işlem gören 42 firmayı 2003-2004 yılları için incelediklerinde, yabancı sahiplik yapısı ile varlık getirisi değişkeni arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuştur. Borsa İstanbul'da işlem gören 205 finansal olmayan şirket için 2005 – 2007 yılları arasında yapılan çalışmada ise Gurbuz ve Aybars (2010), belirli bir seviyeye kadar olan yabancı sahiplik oranındaki artışın firma performansını olumlu yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Diğer taraftan Akman, Mugan ve Akisik (2011) Borsa İstanbul'da 2005-2009 döneminde listelenen şirketlerindeki yabancı ortaklık yapısının şirket performansları (hem muhasebe verisi hem de piyasa verisi kullanıldığı ölçümlerde) üzerinde nasıl bir etkisi olduğunu araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda piyasa verisi kullanılarak ölçülen firma performansı ile yabancı ortaklık yapısı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunurken, muhasebe verisinin kullanıldığı firma performansı ölçütü ile yabancı ortaklık yapısı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

### 3. VERİ SETİ

Borsa İstanbul'da işlem gören tüm finansal olmayan şirketlerin muhasebe verisi üzerinden ölçülen firma performansının farklı yatırımcı türleri tarafından nasıl etkilendiğini araştırmak için oluşturulan çalışmanın örneklemini, zaman dilimi 2008 Küresel Kriz sonrası dönemi gözeterek 2009- 2018 yıllarını kapsayarak 255 firmayı içermektedir.<sup>1</sup> Finansal şirketler ve bankalar farklı mevzuat ve finansal tablo düzenlemelerine tabi oldukları için çalışmanın veri setine dahil edilmemiştir (Mandacı ve Gümüş, 2010; Nguyen, Locke ve Reddy, 2014). Firma bazlı değişkenler, şirketlerin web sitelerinden ve Finnet 2000+ veri tabanından yararlanılarak elde edilmiştir. Şirketlerin sahiplik yapısını temsil eden değişkenlerin tamamı (blok, kurumsal, yerli ve yabancı yatırımcı sahiplik oranları) ise Merkezi Kayıt Kuruluşu'ndan (Central Securities Depository of Turkey) temin edilen verilerden hesaplanmıştır.

Çalışmada bağımlı değişken olan şirket performansı, varlık getiri oranı (return on assets – ROA) olarak ölçülmüştür. Aslında bu değişken şirketin tüm yıl boyunca faaliyetlerinden elde ettiği net gelirin toplam varlıkları oranlanarak hesaplandığı için şirketin muhasebe esaslı finansal performans ölçütü olarak da değerlendirilip birçok çalışmada kullanılmıştır (Doğan ve Topal, 2015; Topaloğlu, Coşkun ve Özkan, 2016; Çiftçi vd., 2019).

Bağımsız değişken olarak kullanılan farklı sahiplik yapısını temsil eden değişkenler ise detaylı bir şekilde Tablo 1'de verilmiştir. Bir şirketin hisselerinin yüzde 5'inden daha fazla hisseye sahip olan hissedarlara blok yatırımcı denmektedir (Chang, Chen ve Zolotoy, 2017; Chauhan, Kumar ve Pathak, 2017) ve bu çalışmada bu değişken BLOK olarak tanımlanmıştır. Kurumsal yatırımcı sahiplik oranı (institutional ownership) ise KUR değişkeni ile ifade edilmiştir. Şirket sahiplik yapısında, yabancı sahiplik (foreign ownership) oranı ise YBN değişkeni ile temsil edilirken, yerli yatırımcıların sahiplik oranı (domestic ownership) ise YRL değişkeni ile gösterilmiştir. Diğer taraftan çalışmada hem yabancı hem de yerli yatırımcıların sahiplik oranları, yerli (individual) ve kurumsal (institutional) olarak da ikiye ayrılmıştır. Yerli bireysel ve yerli kurumsal yatırımcıların ortaklık oranı sırasıyla YRBRY ve YRKUR değişkenleri

1 Verisi olmayan şirketler veya eksik bilgi içeren şirketlere ait o yıllar çalışmanın veri setine dahil edilmemiştir. Ayrıca, Covid19 pandemi döneminin yaratabileceği yapısal kırılmalardan ötürü çalışma sonuçlarının daha stabil bir dönemde incelenmesi adına Covid19 pandemi dönemi öncesi göz önüne alınmıştır.

ile ifade edilirken, yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıların sahiplik oranlarını belirten değişkenler YBBRY ve YBKUR olarak tanımlanmıştır.

**Tablo 1 Veri seti değişkenlerinin tanımları**

ROA	Net gelirin toplam varlıklara oranı
BLOK	Bir şirketin hisselerinin yüzde 5 ve üzeri olan yatırımcılarının hisselerinin toplamının şirketin dolaşımdaki toplam hisse senedi miktarına oranı
KUR	Kurumsal yatırımcıların sahip olduğu toplam hisse senedinin şirketin dolaşımdaki toplam hisse senedi miktarına oranı
YRL	Yerli yatırımcıların (bireysel ve kurumsal) sahip olduğu toplam hisse senedinin şirketin dolaşımdaki toplam hisse senedi miktarına oranı
YBN	Yabancı yatırımcıların (bireysel ve kurumsal) sahip olduğu toplam hisse senedinin şirketin dolaşımdaki toplam hisse senedi miktarına oranı
YRBRY	Yerli bireysel yatırımcıların sahip olduğu toplam hisse senedinin şirketin dolaşımdaki toplam hisse senedi miktarına oranı
YRKUR	Yerli kurumsal yatırımcıların sahip olduğu toplam hisse senedinin şirketin dolaşımdaki toplam hisse senedi miktarına oranı
YBBRY	Yabancı bireysel yatırımcıların sahip olduğu toplam hisse senedinin şirketin dolaşımdaki toplam hisse senedi miktarına oranı
YBKUR	Yabancı kurumsal yatırımcıların sahip olduğu toplam hisse senedinin şirketin dolaşımdaki toplam hisse senedi miktarına oranı
FB	Toplam varlıkların doğal logaritması
KO	Toplam yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı
YAS	Cari yıl – şirketin faaliyete başladığı yıl

Çalışmada şirket performansı ve çeşitli sahiplik yapıları arasındaki ilişkiyi incelerken şirketlerin birey etkilerini gözeterik bu durumdan kaynaklı içsellik (endogeneity) sorununu gidermek adına, şirketler açısından çeşitli kontrol değişkenleri de modellere eklenmiştir. Öncelikli olarak FB olarak ifade edilen ve şirketlerin büyüklüğünü gösteren toplam varlıklar şirketin finansal performansını belirleyen en önemli değişkenlerden biri olarak görülmektedir. Büyük firmaların ölçek ekonomisinden daha iyi faydalanmaları ve kaynaklara erişimlerinin daha az maliyetli oluşu, şirket büyüklüğü ile performans arasında pozitif bir ilişki olduğuna işaret etmektedir (Mura, 2007; Çiftçi vd., 2019). Diğer taraftan, borç miktarı

fazla olan şirketin iflas riski artmaktadır ve bu durum şirketin yeni yatırımları için kaynak bulmasını zorlaştırmaktadır (Mura, 2007). Böyle bir durumda şirketin borçlanma durumunu gösteren kaldıraç oranı, KO değişkeni ile firma performansı arasında negatif bir ilişki beklenebilmektedir. Firma yaşı, YAS, değişkeni ile şirket performansı arasındaki ilişki ise hem pozitif hem de negatif olabilmektedir. Şirketin yaşının artması ile paralel olarak daha deneyimli bir şekilde performans göstermesi şirketin karlılığını olumlu yönde etkilemektedir (Gurbuz ve Aybars, 2010). Diğer yandan, genç firmaların değişen çevre koşullarına daha iyi adapte olarak daha üstün performans gösterebilmektedirler (Barron, West and Hannan, 1990). Bu da firma yaşı ile performans arasındaki ilişkinin negatif yönde olabileceğine işaret edebilmektedir.

#### 4. YÖNTEM VE AMPİRİK BULGULAR

Sahiplik yapılarının Borsa İstanbul'da işlem gören finansal olmayan şirketlerin firma performanslarını nasıl etkilediğini incelemek adına, her farklı sahiplik yapısı için kurulan modeller Denklem 1-8'de verilmiştir. Havuzlanmış en küçük kareler (pooled least square) yönteminin kullanılmasıyla elde edilen ampirik bulgular Tablo 2'de sunulmuştur.

$$ROA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1 BLOK_{t,i} + \beta_1 FB_{t,i} + \beta_2 KO_{t,i} + \beta_3 YAS_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (1)$$

$$ROA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1 KUR_{t,i} + \beta_1 FB_{t,i} + \beta_2 KO_{t,i} + \beta_3 YAS_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (2)$$

$$ROA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1 YRL_{t,i} + \beta_1 FB_{t,i} + \beta_2 KO_{t,i} + \beta_3 YAS_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (3)$$

$$ROA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1 YBN_{t,i} + \beta_1 FB_{t,i} + \beta_2 KO_{t,i} + \beta_3 YAS_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (4)$$

$$ROA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1 YRBRY_{t,i} + \beta_1 FB_{t,i} + \beta_2 KO_{t,i} + \beta_3 YAS_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (5)$$

$$ROA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1 YRKUR_{t,i} + \beta_1 FB_{t,i} + \beta_2 KO_{t,i} + \beta_3 YAS_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (6)$$

$$ROA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1 YBBRY_{t,i} + \beta_1 FB_{t,i} + \beta_2 KO_{t,i} + \beta_3 YAS_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (7)$$

$$ROA_{t,i} = \alpha_0 + \alpha_1 YBKUR_{t,i} + \beta_1 FB_{t,i} + \beta_2 KO_{t,i} + \beta_3 YAS_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (8)$$



**Tablo 2 Regresyon Sonuçları**

	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<b>BLOK</b>	-0.0050 (0.0151)							
<b>KUR</b>		0.0293** (0.0141)						
<b>YRL</b>			-0.05** (0.0152)					
<b>YBN</b>				0.0511*** (0.0152)				
<b>YRBRY</b>					-0.03** (0.0137)			
<b>YRKUR</b>						-0.0114 (0.0160)		
<b>YBBRY</b>							0.271*** (0.0852)	
<b>YBKUR</b>								0.048*** (0.0155)
<b>FB</b>	3.66*** (0.538)	2.935*** (0.624)	2.47*** (0.619)	2.474*** (0.619)	2.91*** (0.612)	3.68*** (0.533)	3.695*** (0.542)	2.523*** (0.626)
<b>KO</b>	-0.1*** (0.0170)	-0.186*** (0.0169)	-0.1*** (0.0167)	-0.182*** (0.0167)	-0.1*** (0.0169)	-0.1*** (0.0171)	-0.18*** (0.0170)	-0.18*** (0.0167)
<b>YAS</b>	-0.0013 (0.0259)	-0.00141 (0.0245)	0.00274 (0.0242)	0.00273 (0.0242)	-0.0016 (0.0244)	-0.0021 (0.0251)	0.000475 (0.0250)	0.00171 (0.0243)
<b>SABİT</b>	-18*** (4.493)	-13.1*** (4.911)	-4.405 (5.844)	-9.530* (4.957)	-10.01* (5.560)	-18*** (4.342)	-18.7*** (4.414)	-9.808* (5.017)
<b>R<sup>2</sup></b>	0.235	0.240	0.247	0.247	0.240	0.235	0.238	0.246

Not: Firma bazında kümelenmeye (clustering) karşı dayanıklı (robust) standart hatalar parantez içinde verilmiştir. \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1.

Firma performansının varlık getirisi (ROA) üzerinden ölçüldüğü tüm modellerde, farklı yatırımcı gruplarının performans üzerindeki etkileri de farklılık göstermektedir. Öncelikli olarak firma karlılığı üzerindeki blok yatırımcı etkisinin ölçüldüğü Model 1’de, blok yatırımcının Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler üzerinde etkisi her ne kadar negatif yönde olsa da bu etki istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Bu durum seçilen zaman dilimi için Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerde sahiplik yapısındaki yoğunluğun şirket performansını anlamlı bir şekilde etkilemediğine işaret etmektedir. Topaloğlu,

Coşkun ve Özkan (2016) 2009-2015 yılları için inceledikleri BIST30 endeksinde yer alan şirketler için sahiplik yoğunluğu ile firma performansı arasında negatif ancak anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Diğer taraftan kurumsal yatırımcı etkisinin gözlemlenmek istediği Model 2’de, kurumsal yatırımcının sahiplik yapısı içinde oranı arttıkça firma performansının da arttığı tespit edilmiştir. Bu durum kurumsal yatırımcıların aktif gözetim ve denetim yapmaları sayesinde şirket içinde daha az asil-vekil problemi oluşmasına ve şirketin daha profesyonelce yönetilmesi hususunda avantajlar sağlayarak şirketin daha üstün performans göstermesini işaret etmektedir. Bu bulgu Kömeçoğlu ve Vuran (2018)’in çalışmasındaki kurumsal yatırımcı ve firma performansı ilişkisi için elde edilen sonuç ile tutarlı bulunmuştur. Şirketteki ortaklık yapısındaki yatırımcıların uyruklarına göre yerli ve yabancı olarak bir sınıflandırma yapıldığında, Model 3’de yerli yatırımcı oranının artmasının firma performansını anlamlı bir şekilde azalttığı, Model 4’de ise yabancı yatırımcı oranının anlamlı bir şekilde arttırdığı gözlemlenmiştir. Benzer şekilde Aydın, Sayim ve Yalama (2007) Türkiye’deki şirketlerdeki yabancı yatırımcı oranı ile performans arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

Yapılan analizleri daha detaylandırmak adına, yerli ve yabancı yatırımcıların içerisinde kurumsal ve bireysel ayrımı yapılarak bu yatırımcıların sahiplik yapısındaki oranının şirket performansını nasıl etkilediği de incelenmiştir. Model 5’de görüldüğü üzere yerli bireysel yatırımcının etkisi, varlık getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatiftir. Bu da kurumsal yatırımcı kimliğinden uzak yerli yatırımcı çoğunluğunun şirket performansını olumsuz etkilediğine işaret etmektedir. Ancak Model 6’da yerli kurumsal yatırımcının etkisine bakıldığında ise yerli kurumsal yatırımcının da şirket performansını olumsuz bir şekilde etkilediği görülmektedir. Ancak bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Aslında genel olarak kurumsal yatırımcının şirket performansını pozitif yönde etkilediği kanal yerli kurumsal yatırımcı üzerinden gerçekleşmemektedir. Bu nedenle yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcı profilinin şirket performansını nasıl etkilediğini gözlemek için Model 7 ve Model 8 kurulmuştur. Model 7’de görüldüğü üzere yabancı yatırımcı profili bireyselde olsa, bu yatırımcı oranının ortaklık yapısındaki payı arttıkça olsa şirket performansında iyileşme önemli bir şekilde gerçekleşmektedir. Benzer şekilde, yabancı kurumsal yatırımcı varlığı ile şirket performansı arasında ilişki de yine pozitif ve anlamlı bulunmuştur. Douma, George ve Kabir (2006) ve Nashier ve Gupta (2016) de çalışmalarında yabancı kurumsal yatırımcı varlığının şirket performansını olumlu yönde etkilediğini desteklemişlerdir. Bu da yabancı yatırımcıların bireysel ve kurumsal ayrımı olmaksızın gerek yerli yönetimi gözetleyip denetleyerek gerekse üstün bilgi, beceri ve finansal kaynaklar sağlayarak yatırım yaptıkları şirketlerin daha iyi bir finansal performans göstermelerine katkı sağladığını işaret etmektedir.

Kontrol değişkenlerine gelince firma büyüklüğü ile şirket performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu da Türkiye’de firma büyüklüğü arttıkça finansal performansın iyileştiğinin göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Bu sonuç Çiftçi vd. (2019) bulmuş olduğu varlık getirisi ile firma büyüklüğü arasındaki pozitif ve anlamlı ilişki ile tutarlı bulunmuştur. Diğer taraftan kaldıraç oranı ile ROA arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Firma borçlanma oranı arttıkça performansın azaldığı gözlemlenmektedir. Gurbuz ve Aybars (2010) da borçlanma oranındaki artışın firma finansal performansını olumsuz yönde etkilediğini desteklemişlerdir. Firma yaşı ile performans arasında ise anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

## 5. SONUÇ

Bu çalışma 2009-2018 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin muhasebe esaslı finansal performans ölçütü olan varlık getirisi (ROA) üzerindeki çeşitli yatırımcı türlerinin nasıl etkilediğini incelemektedir. Bu bağlamda blok, kurumsal, yerli ve yabancı yatırımcıların sahiplik yapısındaki payları ele alınmıştır. Ancak çalışmayı daha da detaylandırmak adına yerli ve yabancı yatırımcılar da kendi içlerinde bireysel ve kurumsal olarak ayrılmıştır. Çalışmanın sunduğu ampirik bulgulara göre sahiplik yapısında yoğunluğun şirket performansı üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmazken, kurumsal yatırımcı varlığının etkisi ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Ancak bu kurumsal yatırımcı etkisi yerli kurumsal yatırımcı üzerinden değil, yabancı kurumsal yatırımcıların etkin denetleme ve daha iyi kaynaklar sunarak şirket faaliyetlerinin geliştirilmesi üzerinden oluşabilmektedir. Bunun yanı sıra yabancı bireysel yatırımcı oranındaki artışın da şirket performansını olumlu yönde etkilediği gözlemlenmiştir. Çalışmada diğer dikkat çeken bir sonuç ise yerli yatırımcı varlığındaki artışın şirket performansını önemli ölçüde düşürdüğü bulgusudur. Özellikle yerli bireysel yatırımcıların kendi en iyi çıkarları doğrultusunda, etkin kurumsal yönetim ve denetimden uzak tutumu bu sonuca neden olarak gösterilebilir.

Sonuç olarak gelişmekte olan ülke ekonomisi içerisinde yer alan bu şirketlerin daha iyi performans göstermelerinde yabancı yatırımcının rolünün önemli olduğu gözlemlenmiştir. Yabancı yatırımcıların sağladığı teknik, organizasyonel ve finansal birikimlerden faydalanmak için daha fazla yabancı yatırımcı çekmek için otoriteler tarafından teşvik sağlanması önem teşkil edebilir. Diğer bir önemli bir husus ise yerli yatırımcının firma performansı geliştirmek için hem bireysel hem de kurumsal bağlamda daha etkin, profesyonel bir denetim ve gözetim mekanizması ile şirketi denetlemesi, kendi çıkarlarındansa şirketin daha iyi bir şekilde performans gösterebilmesi için çabalaması gerektiği göz önünde bulundurulmalıdır.

**KAYNAKÇA**

- Abdullah M. I., Sarfraz, M., Qun, W. and Chaudhary, M. (2019). Ownership concentration impact on firm financial performance. *LogForum 15 (1)*, 107-118.
- Akman, N.H., Mugan, C.S. and Akisik, O., 2011. "Ownership structure effect on firm performance: evidence from an emerging market", working paper presented at the 8th International Accounting Conference Corporate Governance and Control, 20-22 October 2011, Izmir University of Economics Conference Hall, Izmir, Turkey.
- Algüner, A. (2012). Institutional Investors in Turkey. Ed. Çetin, T. ve Oğuz, F. *Regulation and Competition In The Turkish Banking and Financial Markets* içinde, Chapter 11, 225 -246. New York: Nova Science Publishers, Inc.
- Aydin, N., Sayim, M. and Yalama, A. (2007). Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics, 11*, 103-111.
- Barron, D.N. and West, E. (1990). A Time to Grow and a Time to Die: Growth and Mortality of Credit Unions in New York City, 1914-1990. *American Journal of Sociology, 100 (2)*, 381-421.
- Chang, X., Chen, Y., and Zolotoy, L. (2017). Stock liquidity and stock price crash risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 52(4)*.
- Chauhan, Y., Kumar, S., and Pathak, R. (2017). Stock liquidity and stock prices crash-risk: Evidence from India. *North American Journal of Economics and Finance, 41*, 70-81.
- Cornett, M. M., Marcus, A.J., Saunders, A. and Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance, 31*, 1771-1794.
- Çiftçi, I., Tatoğlu, E., Wood, G., Demirbağ, M. and Zaim, S. (2019). Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey. *International Business Review, 28*, 90-103.
- David P. And Kochhar, R. (1996). Barriers to Effective Corporate Governance by Institutional Investors Implications for Theory and Practice. *European Management Journal, 14(5)*, 457- 466.
- Demsetz, H. and Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy, 93(6)*, 1155-1177.
- Doğan, M. (2016). Yönetici ve Yabancı Sahipliğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri: BIST'te İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma. *Yönetim Bilimleri Dergisi, 14(28)*, 49-69.
- Doğan, M. and Topal, Y. (2015). Sahiplik yapısının firma performansı üzerine etkisi: Türkiye örneği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 20(4)*, 165-177.
- Douma, S., George, R. and Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal, 27*, 637-657.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: Evidence from Nigeria. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 9(3)*, 231-243.
- Gunasekarage, A., Hess, K. and Hu, A. (2007). The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies. *Research in International Business and Finance, 21*, 379-395.
- Gurbuz, A.O. and Aybars, A (2010). The Impact of Foreign Ownership on Firm Performance, Evidence from an Emerging Market: Turkey. *American Journal of Economics and Business Administration, 2 (4)*, 350-359.
- Jensen, M., and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3(4)*, 305-360.
- Kömeçoğlu, E. and Vuran, B. (2018). Kurumsal Yönetim İle Firma Karlılığı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul' Da Bir Uygulama. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 3(4)*, 704-713.

- Lin, Y. R and Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 49, 17–57.
- Mandacı, P.E. and Gümüş, G.K. (2010). Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey. *South East European Journal of Economics and Business*, 5(1), 57-66.
- Mura, R. (2007). Firm Performance: Do Non-Executive Directors Have Minds of Their Own? Evidence from UK Panel Data. *Financial Management, Autumn 2007*, 81 – 112.
- Nakano, M. and Nguyen, P. (2013) Foreign ownership and firm performance: evidence from Japan’s electronics industry, *Applied Financial Economics*, 23(1), 41-50.
- Nashier, T. and Gupta, A. (2016). The Effect of Institutional Ownership on Firm Performance. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 15(3), 36-56.
- Nguyen, T., Locke, S., and Reddy, K. (2014). A dynamic estimation of governance structures and financial performance for Singaporean companies. *Economic Modelling*, 40, 1–11.
- Önder, Z. (2003). Ownership concentration and firm performance: Evidence from Turkish firms. *METU Studies in Development*, 30 (December), 181-203.
- Phung, D. N and Le, T.P.V. (2013). Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms. *IUP Journal of Corporate Governance*, 12(2), 40-58.
- Sakawa, H. and Watanabel, N. (2020). Institutional Ownership and Firm Performance under Stakeholder-Oriented Corporate Governance. *Sustainability*, 12, 1021.
- Thanatawee, Y. (2014). Institutional Ownership and Firm Value in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting* 7(2), 1-22.
- Topaloğlu, E.E., Coşkun, N. and Özkan, C. (2016). Sahiplik Yapısı ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Borsa İstanbul 30 Endeksi’ndeki Şirketlerde Test Edilmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 53 (620), 87-109.

