



ORTAKLIK YAPISI VE ŞİRKET PERFORMANSI: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA*

OWNERSHIP STRUCTURE AND COMPANY PERFORMANCE: AN APPLICATION IN ISTANBUL STOCK EXCHANGE

Emin AVCI**

Öz

Bu çalışmada şirketlerin ortaklık yapıları, diğer bir ifade ile şirket pay sahiplerinin kimlikleri veya çeşitliliklerinin, hisse senedi getirisi üzerindeki olası etkileri araştırılmıştır. Araştırma kapsamında, Borsa İstanbul'da 2006-2010 yıllarında sürekli BİST-100 (İMKB-100) endeksi kapsamında olan şirketler incelemiştir. Söz konusu şirketlerde 2006-2010 yılları arası sahiplik yapıları sahiplerin kimliği ve yasal statüleri bazında incelenmiş; şirketlerin hisse senedi getirisi ile sahiplik yapıları arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Bulgular, çalışma kapsamında yer alan şirketler ve dönem için hisse senedi getirisi ile ortaklık yapısı arasında herhangi istatistiksel anlamlı ilişki olmadığını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Ortaklık Yapısı, Finansal Performans

Abstract

In this study, the effect ownership structure, in another saying share holders' identity and kinds of owners, on stock return was investigated. The companies, which were consistently accounted in the BIST-100 index of Borsa Istanbul during 2006-2010, were studied. The ownership identity and the legal status of the owners of those companies were investigated throughout the period of 2006-2010 and the relation between ownership and stock exchange return was analyzed. Panel data analysis were utilized in the study. The findings of the study presented that for the companies and the period under investigation, there was no statistically significant relation between ownership structure and stock exchange return.

Keywords: Corporate Governance, Ownership Structure, Financial Performance

* Bu çalışma, Marmara Üniversitesi, Bilimsel Araştırma Projeleri Komisyon Başkanlığı tarafından SOS-A-060510-0150 numaralı proje olarak desteklenmiştir.

** Prof. Dr., Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, eavci@marmara.edu.tr

I. Giriş

Şirketlerde büyüme ile birlikte veya aile içi çatışmalar nedeniyle, kimi pay sahiplerinin şirket yönetimlerinde aktif rol alamaması ve pay sahipliğinin gelişmiş finansal piyasalar aracılığıyla yatırımcılar arasında yaygınlaşması, şirket yönetimleri ile pay sahipleri arasında çeşitli sorunlara neden olmaktadır.

Bu sorunlar finans biliminin temel inceleme konularından bir tanesi olan Vekâlet Teorisi (Agency Theory) çerçevesinde incelenmektedir. Vekâlet teorisi, en yalın anlatımla, şirket pay sahipleri ve yöneticilerinin çıkarlarının farklılaşması veya çatışması olarak tanımlanabilmektedir. Söz konusu teori kapsamında şirket sahiplerinin temel hedeflerinin kişisel servetlerini maksimize etmek (şirket piyasa değerini veya hisse senedi piyasa fiyatını maksimize etmek) olduğu; diğer taraftan ise şirket yöneticilerinin bir takım kişisel hedefler (yüksek ücretlendirme ve harcama tercihleri vb.) peşinde olabilecekleri vurgulanmaktadır (Thomsen ve Pedersen, 2000). Vekâlet teorisi daha geniş kapsamda ele alındığında ise bir şirkete ilişkin tüm menfaat grupları arasında yaşanması muhtemel çıkar çatışmaları karşımıza çıkmaktadır.

Günümüzde, finansal piyasalardaki gelişmeyle birlikte farklılaşan şirket ortaklık yapıları, çıkar çatışmasını üst seviyelere çıkarmaktadır. Söz konusu farklılaşma içerisinde öne çıkan unsurlar arasında pay sahipliğinin yoğunluğu ve pay sahiplerinin kimliği sayılabilir. Pay sahipliği yoğunluğu veya yoğunlaşması, şirket sahipliğinin bir kişi veya grubun elinde bulunması olarak tanımlanırken, pay sahiplerinin kimliği birey sahipler, kurumsal sahipler, kamu sahipliği veya yabancı sahiplik olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu bağlamda, sahiplik yoğunlaşması bir tarafa bırakılır ise şirket pay sahiplerinin ve yöneticilerinin kimler oldukları, yöneticilerin pay sahibi olup olmadıkları, pay sahipleri arasında akrabalık ilişkisi veya ticari ilişkinin bulunup bulunmadığı, kurumsal pay sahipliğinin olup olmadığı, kamusal sahiplik ve yabancı sahiplik yapılarının şirket performansı üzerinde etkili olabileceği düşünülmektedir.

Bu çalışmada, şirketlerde ortaklık yapısının kişi, kurum, kamu, yönetici veya akraba arasındaki dağılımının şirket performansı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören ve BIST-100 endeksi içerisinde yer alan şirketler çalışmanın kapsamı dahilinde incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde vekâlet teorisi ve vekâlet problemlerine ilişkin genel tanımlamalar yapılmış ve kavramsal çerçeve çizilmiştir. Üçüncü bölümde, konuya ilişkin literatürde yer alan araştırmalar incelenmiş ve bulguları değerlendirilmiştir. Dördüncü bölümde çalışmada kullanılan veri seti tanıtılmış ve araştırmada kullanılan yöntemler anlatılmıştır. Beşinci bölümde araştırma sonucu elde edilen bulgular değerlendirilmiş ve son bölüm olan altıncı bölümde sonuç ve geçmiş literatür ışığında genel bir değerlendirme yapılmıştır.

2. Kavramsal Çerçeve

Gelişen dünyada şirketlerde mülkiyet hakları ve yönetim haklarının ayrışmasının asimetrik bilgi akışı ile birleşmesi çeşitli vekâlet problemlerini gün yüzüne çıkartmıştır. Söz konusu vekâlet problemleri pay sahipleri ile yöneticiler, pay sahipleri ile kredi/borç verenler, yöneticiler ile çalışanlar arasında olabilmektedir (Lichtenberg ve Pushner, 1992) .

Şirketlerde yaşanması muhtemel vekâlet problemlerinden en fazla ilgi çeken, pay sahipleri ile yöneticiler arasında ortaya çıkan problemlerdir. Özellikle, anonim şirketlerde mülkiyet hakları ile yönetim kontrolünün ayrışması günümüzde vekâlet teorisi veya vekâlet problemi olarak adlandırılan kavramları ortaya çıkarmıştır. Pay sahipleri söz konusu mülkiyet haklarının kullanılmasına yönelik tasarrufları seçtikleri yöneticilere devretmişlerdir. Dolayısıyla yöneticiler, asıl pay sahiplerinin adına hareket eden, karar veren ve kararların uygulanmasını sağlayan vekiller konumunda olan bireylerdir. Bu bağlamda, vekâlet teorisi şirket yönetimlerinde “asıl” ile “vekil” arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışan bir teori olarak karşımıza çıkmaktadır.

Vekâlet teorisinin gelişimi sürecinin Berle ve Means tarafından 1932 yılında yayınlanan kitapla başladığı çoğunlukla kabul edilmekle beraber kimi kaynaklar söz konusu teorinin temellerinin Adam Smith tarafından atıldığı kabul etmektedirler (Gorritz ve Fumas, 1996).

Amerikan şirketleri üzerinde yürüttükleri çalışmada, Berle ve Means bir pay sahibi veya bir grup pay sahibinin yeteri oranda paya sahip olmadıkları şirketlerde, pay sahipleri tarafından atanan yöneticilerin kontrol edilmelerinin mümkün olmadığını ortaya koymuşlardır (Armour ve Gordon, 2008). Söz konusu yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket edebilecekleri öngörüsü pay sahipleri ile yöneticiler arasında bir çıkar çatışmasına neden olmakta ve çıkar çatışmasını önlemek ve yöneticilerin pay sahiplerinin menfaatlerine yönelik karar almalarını sağlamak üzere kurumsal iletişimi artırıcı kontrol mekanizmalarının bulunması gerekliliği ortaya çıkmıştır (Bricker ve Chandar, 1998).

Berle ve Means tarafından temelleri atılan teori 1976 yılında Jensen ve Meckling tarafından farklı bir açıdan incelenmiştir. Jensen ve Meckling (1976) asıl ile vekil arasındaki ilişkiyi bir kontratlar bütünü olarak incelemektedir. Asıllar (pay sahipleri) sahibi oldukları şirketlerin kendileri (pay sahipleri) yararına yönetilmesi için vekiller (yöneticiler) ile anlaşma yaparlar.

Ne var ki, birbirinden farklı amaçlara sahip taraflar arasında yapılan bu kontrata özellikle vekillerin (yöneticilerin) tam anlamıyla uyacaklarını kabul etmek mümkün olmamaktadır. Kişisel faydalarını maksimize etmek amacıyla olan vekiller, bu amaç doğrultusunda parasal veya parasal olmayan bir takım faydalar uğruna, şirket (dolayısıyla pay sahipleri) menfaatlerine karşı kararlar alabilmektedirler. Söz konusu kararlar neticesinde ortaya vekâlet maliyeti çıkmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976).

Vekâlet teorisinin diğer bir yönü ise şirketlerdeki ortaklık yapılarının şirket performansına etkisidir. Şirket ortaklarının pay sahiplik oranları veya şirket pay sahiplerinin kim olduğu

(birey, şirket ve devlet) veya şirket içerisinde yönetici sahipliği veya akrabalık ilişkilerinin şirket performansına etkisi önem taşımaktadır. Şirketlerde ortaklık veya sahiplik yapısı, ortaklık yoğunlaşması (ownership concentration) veya ortaklık karması (ownership mix) kavramları ile açıklanmaktadır (Toraman ve Okuyan, 2009).

Ortaklık yoğunlaşması, bir şirketin çoğunluk hisse senetlerinin bir kişi veya ortak hareket eden bir gruba ait olması durumu olarak tanımlanmaktadır. Ortaklık yoğunlaşması, söz konusu hâkim ortaklara şirket yöneticilerini etkileme ve şirketin karar alma mekanizmalarında etkili olma imkânı sunması açısından önem taşımaktadır (Thomsen ve Pedersen, 2000). Dolayısıyla, şirket yönetiminde söz sahibi olan ve şirket yönetimini etkileme gücü bulunan ortak veya ortaklar, söz sahibi oldukları şirketlerde, şirket performansını belirleyen en önemli faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ortaklık yapısı ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi klasik firma teorisi kapsamında incelemek mümkündür. Bir şirketin hisse senedi sahipleri tarafından yönetilmesi durumunda, şirket ölçeğinin karlılığın maksimize olduğu noktada tutulacağı öngörülmektedir. Diğer taraftan şirketin, profesyonel yönetici tarafından yönetilmesi durumunda ise söz konusu yönetici şirket ölçeğini kişisel faydasının maksimize olacağı başka bir seviyede tutmak isteyecektir. Dolayısı ile şirketin karlılığı daha düşük olacaktır (Gorrioz ve Fumas, 1996).

Diğer taraftan Demsetz (1983), şirketlerde ortaklık yapısının kar maksimizasyonu sürecinin doğal bir sonucu olarak ortaya çıktığını ileri sürmektedir. Dolayısıyla şirketlerde sahiplik yapısının şirketin karlılığının üzerinde etkisi olmadığı görüşünü savunmuştur.

Diğer taraftan şirketlerde ortaklık yapısının halka açıklık oranı ile de yakından ilgili olduğu düşünülmektedir. Bu oranın yükselmesi ortaklık yapısında yaygınlaşma olarak yorumlanabilmektedir. Fakat unutulmamalıdır ki bu oranın yüksek olması her zaman yaygın sahiplik yapısı olduğunun göstergesi olmamaktadır. Bunun nedeni kimi şirketlerde halka açık kısmın bir kişinin ya da bir grubun sahipliğinde olmasıdır.

3. Literatür

Vekâlet teorisi ve teorisinin açılımları üzerine çeşitli çalışmalar uluslararası literatürde sıklıkla yer almıştır. Bu çalışmaların bir kısmı sahiplik yapısı ve şirket performansı arasında bir ilişki ortaya koymaya yönelik çalışmalarıdır. Uluslararası literatürde öne çıkan çalışmalardan Demsetz ve Lehn (1985) ile Demsetz ve Villalonga (2001) şirketlerde sahiplik yapısı ile performans arasında anlamlı bir ilişki bulamaz iken; Mork vd. (1988), Craswell vd. (1997), Cho (1998), Holderness vd. (1999) söz konusu iki değişken arasında çeşitli derecelerde anlamlı ilişki olduğunu bulmuşlardır.

Konu üzerine yapılan çalışmaları çeşitlendirmek mümkündür; aile işletmeleri ve kurumsal işletmeler, uluslararası ortaklıklar, özelleştirme ve kamu ortaklıkları gibi farklı açılardan konuyu ele alan çalışmalar literatürde yerini almıştır (Wei, vd. 2005; Maury, 2006; Cole ve Mehran, 1998).

Konuya ilişkin çalışmalardan Boardman ve Vining (1989) özel işletmeler, kamu işletmeleri ve karma sahiplik (özel+kamu) yapısına sahip işletmelerin performanslarını değerlendirdikleri çalışmalarında Amerika Birleşik Devletleri dışında faaliyet gösteren Fortune 500 içerisindeki şirketleri analiz etmişlerdir. Dört finansal karlılık ölçütü (aktif karlılık, özkaynak karlılığı, satış karlılığı, net kar) ve iki etkinlik ölçütü (çalışan başına satış, varlık başına satış) performans karşılaştırılması için kullanılmıştır. Çalışmanın bulguları, kamu ve karma sahiplik yapısına sahip işletmelerin özel işletmelere kıyasla oldukça kötü performans sergilediğini göstermiştir. Finansal karlılık ölçütlerine göre karma işletmeler çoğunlukla kamu işletmelerinden daha kötü performans sergilerken, çalışan başına satış ölçütüne göre karma işletmelerin performansları kamu işletmelerinden daha iyidir.

Chaganti ve Damanpour (1991) kurumsal pay sahipliği, sermaye yapısı ve performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın bulguları, ortaklığında yüksek oranda diğer kurumların pay sahibi olan şirketlerin daha düşük uzun vadeli borç özkaynak oranlarına sahip olduğu ve bu şirketlerde yüksek pay sahipliği yüksek özkaynak karlılığını da beraberinde getirdiği bulunmuştur. Diğer taraftan aile pay sahipliğinin uzun vadeli borç özkaynak oranını artırıcı etkisi tespit edilmiştir. Yönetici pay sahipliğinin de şirket performansını (ROA, ROE, F/K) destekleyici etkisi olduğu bulunmuştur.

Lichtenberg ve Pushner (1992) Japon sanayi firmalarında sahiplik yapısı ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Finansal kurum ortaklığının etkinlik ve karlılık üzerinde pozitif yönlü etkileri bulunurken, diğer şirket ortaklığının etkisi negatif yönlü olarak bulunmuştur.

Chang (2003) 1986-1996 yıllarını kapsayan çalışmalarında 419 halka açık ve grup iştiraki bulunan Kore şirketlerinde sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yoğunlaşmış sahiplik yapısı ile performans arasında bir ilişkinin tespit edilemediği çalışmada grup şirketlerinin veya iştiraklerinin aile sahipliği yerine kullanıldığını ortaya konmuştur. Aynı zamanda, sermaye yoğunlaşmasının karlılığı belirlemediği, fakat karlılığın sermayede yoğunlaşmaya sebep olduğu görülmüştür.

Gorritz ve Fumas (1996) İspanya hisse senedi piyasasında işlem gören şirketlerde aile sahipliğinin şirket performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmanın bulguları aile şirketlerinin daha küçük bir ölçeğe sahip olduklarını ama aile şirketleri ile diğer şirketler arasında karlılık bazlı farklılıkların olmadığını ortaya koymuştur. Bunun yanında aile şirketlerinin diğer şirketlere oranla daha etkin çalıştıkları, marjinal fayda ve marjinal maliyet eşitliğinin daha fazla ön planda olduğu bulunmuştur.

Gedajlovic ve Shapiro (1998), gelişmiş 5 ülke üzerinde yürüttükleri çalışmalarında sahiplik yapısı ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi ülkeler arası farklılıklar yönünden incelemişlerdir. 1030 şirketin verisi kullanılarak yürütülen çalışmada ulusal şartların sahiplik yapısı ve şirket performansı üzerinde önemli derecede etkisi olduğu bulunmuştur. ABD ve İngiltere'de çeşitlendirme ve şirket performansı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunurken, Fransa, Almanya ve Kanada için anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Han ve Suk (1998) sahiplik yapısının şirket performansı üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmalarında hisse senedi getirilerini performans ölçütü olarak kullanmışlardır. Çalışmanın bulguları yönetici sahiplik oranının artması ile hisse senedi getirilerinin arttığını göstermekle beraber yüksek oranda yönetici sahipliğinin şirket performansını olumsuz etkilediğini ortaya koymuştur. Diğer taraftan, hisse senedi getirileri ile kurumsal ortak varlığı arasında pozitif ilişki olduğu bulunmuştur.

Griffith (1999), 969 şirket üzerinde yürüttüğü çalışmada yönetici (CEO) sahipliği ile şirket değeri (Tobin-Q) arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın bulguları yönetici sahipliği ile şirket değeri arasında doğrusal olmayan bir ilişki olduğunu göstermektedir. Yönetici sahipliği arttıkça şirket değerinin önce yükseldiği fakat sahiplik oranının daha da artmasının şirket değerini düşürdüğü ortaya konmuştur. Benzer şekilde, yönetim kurulu üyelerinin şirket içinden veya dışından olması ile şirket performansı arasındaki ilişki incelendiğinde şirket içi yönetici sayısının artmasının önce performansı arttırdığı ancak yüksek sayıda şirket içi yöneticinin olmasının ise performansı düşürdüğü tespit edilmiştir.

Lauterbach ve Vaninsky (1999), Tel Aviv Borsası'nda işlem gören 280 şirket üzerine yaptıkları çalışmada sermaye yapısının, çeşitli yönetici tipleri ve farklı şirket yapıları bazında, performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Tüm şirket yapılarında yönetici ve sahip konumdaki aile bireyleri tarafından yönetilen şirketlerin etkinlik derecelerinin diğer türlere göre oldukça düşük olduğu bulunmuştur. Pay sahipliği bulunmayan yöneticiler tarafından yönetilen şirketlerin ise diğer şirketlerden daha iyi performans gösterdikleri saptanmıştır.

Thomsen ve Pedersen (2000) 12 Avrupa ülkesinde finansal sektör dışında faaliyet gösteren 100 şirkette sahiplik yapısının şirket performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. İlgili şirketlerde, piyasa değeri defter değeri (P/D) performansı ölçütü ile sahiplik yapısı arasındaki ilişki belirli bir sahiplik derecesine kadar pozitif olurken, belli bir oranın üzerinde ilişki negatife dönmektedir (ilişki çan eğrisi şeklindedir). Büyük ortakları bankalar olan şirketlerin P/D performansı diğer kurumsal ortaklı şirketlere göre daha yüksek iken aile, devlet ve diğer şirket ortaklıklarının ise P/D ölçütü üzerinde negatif bir etki yapmaktadır. Aktif karlılık ile sahiplik yapısı arasındaki ilişki incelendiğinde gene çan eğrisi şeklinde bir ilişki ortaya çıkmaktadır.

Filatotchev, vd. (2001), özelleştirilen Rus şirketleri üzerine yaptıkları çalışmada, sahiplik yapısı ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçları sahiplik yoğunlaşması ile performans arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu ve en büyük pay sahiplerinin kimliği ile performans arasında bir ilişki olmadığını göstermiştir.

Lemmon ve Lins (2003) 1997 Uzak Doğu Finansal Krizi döneminde 8 uzak doğu ülkesinde şirketlerde sahiplik yapısı ve performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İlgili dönemde kontrol hakları ile nakit akım haklarının ayrıştırılması ile piramidal sahiplik yapısına dönen şirket hisse senedi getirilerinin diğer şirketlere göre daha düşük olduğu bulunmuştur. Söz konusu bu şirketlerde, yönetimin yüksek oranda kontrole sahip olması performansı daha da düşürmüştür.

Lins (2003) gelişmekte olan 18 piyasa üzerinde yaptığı çalışmada sahiplik yapısı ve şirket değeri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Sahiplik oranından daha fazla yönetim hakları olması durumu ile Tobin-Q oranı arasında negatif bir ilişki bulunurken yönetim dışı büyük pay oranlı pay sahipliğinin Tobin-Q oranı ile pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Welch (2003) Avustralya Borsası'na kote olmuş 114 şirket üzerine yürüttüğü çalışmada sahiplik yoğunluğu ve yönetici sahipliğinin şirket performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Tobin-Q performans ölçütü sahiplik yoğunluğu ve yönetici sahipliği arasında anlamlı bir ilişki bulunamazken, karlılık ile yönetici sahipliği arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bunun yanında şirketlerin faaliyet gösterdikleri endüstri kolunun da sahiplik yapısı üzerinde etkili olduğu ve şirketlerin ölçeği büyüdükçe sahiplik yoğunlaşmasının azaldığı görülmüştür.

Miguel, vd. (2004) İspanya Borsası'na kote olmuş finans sektörü dışında faaliyet gösteren 135 şirketin 1990-1999 yılları verisinin incelendiği çalışmada sahiplik yapısı ve şirket değeri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bulgular sahiplik yapısındaki %87'ye kadar olan yoğunlaşmanın şirket değerini yükselttiği fakat bu noktadan sonraki yoğunlaşma artışlarının şirket değerini düşürdüğünü ortaya koymuştur. Yönetici sahiplik oranının %35'e kadar olan yükselmesi şirket değerini attırırken, %35-%70 arası yönetici sahipliğini şirket değerini olumsuz etkilemektedir. %70 üzeri yönetici sahiplik oranının ise şirket değerini yükseltici etkisi olduğu bulunmuştur.

Hu ve Izumida (2008) Tokyo Borsası'nda işlem gören endüstri şirketlerinde sahiplik yoğunluğu ile performans arasındaki nedensellik ilişkisini Granger nedensellik testi kullanarak incelemiştir. Çalışmanın bulguları sahiplik yoğunlaşmasındaki değişikliklerin performansı etkilediğini fakat ters yönlü ilişkinin var olmadığını göstermiştir.

Hamidi (2010) yüksek oranda sahiplik payına sahip büyük ortaklık yapıları ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Elde edilen bulgular, en yüksek pay sahipliğinin şirket performansını olumsuz etkilediği ve ikinci en yüksek pay sahipliğinin ise şirket performansı ile ilişkisinin olmadığını göstermiştir.

Margaritis ve Psillaki (2010) Fransız sanayi şirketlerinde etkinlik, sermaye yapısı ve sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Sermaye yapısındaki yoğunlaşmanın borçluluk oranını artırdığı, artan borçlulukla beraber etkinliğin de artmakta olduğu ve aile şirketlerinin diğer şirketlerden daha iyi performans gösterdiği sonuçlarına ulaşılmıştır.

Chen ve Yu (2012) Tayvan Borsası'nda işlem gören 98 şirket üzerine yürüttükleri çalışmada yönetici sahipliği, kurumsal çeşitlilik ve performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yönetici sahipliğinin %35'den az olduğu durumlarda yönetici sahipliği ile çeşitlendirme seviyesi veya ilgisiz çeşitlendirme arasında negatif bir ilişki bulunurken, pay sahipliğinin %35'den yüksek olduğu durumlarda ilişkinin pozitif yönlü olduğu bulunmuştur. Aynı zamanda, ilgili veya ilgisiz çeşitlendirmenin performansla pozitif yönlü bir ilişkisi olduğu, yani çeşitlendirme yapılarak gelişmekte olan ülkelerde performansın artırılabilceği ortaya konmuştur.

Quang ve Xin (2014) sahiplik yapısı ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında devlet sahipliğinin performans üzerinde olumlu etkileri olduğunu, ancak yönetici sahipliğinin anlamlı bir etkiye sahip olmadığını tespit etmişlerdir.

Zouari ve Taktak (2014) sahiplik yoğunlaşması ve sahiplik türlerinin İslami banka performansları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Sahiplik yoğunlaşması, kurumsal sahiplik ve yabancı sahipliğinin performans üzerinde bir etkisinin olmadığı ancak devlet ve aile sahipliğinin performansı olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Yu (2015) Çin şirketleri üzerine yaptığı çalışmada devlet sahipliğinin şirket performansı üzerine etkilerini incelemiş; devlet sahipliği ile şirket performansı arasında U biçimli bir ilişki olduğu ve devlet sahipliğinin, şirketlere sağladığı çeşitli avantajlar nedeniyle, yaygın sahiplik yapısına kıyasla daha avantajlı olduğu tespit edilmiştir. Benzer bir çalışmada Suna ve Wang (2016), devlet sahipliği olan şirketlerde nakit fazlalığının bulunduğu, bunun firma değerini etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Al-Najjar (2015) Amman Borsası'nda işlem gören şirketler üzerine yaptığı çalışmada kurumsal sahiplik ile şirket performansları arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır. Ancak, Tripti ve Amitabh (2016) kurumsal sahipliğin şirket performansı üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmada, yerli veya yabancı kurumsal sahipliğin şirket performansı üzerinde olumlu etkileri olduğunu bulmuşlardır.

Ülkemiz literatürü incelendiğinde benzer çalışmaların var olduğu görülmektedir. Konuya ilişkin ilk çalışmalardan Gençtürk (2003) 1993-1995 dönemi kapsayan çalışmasında BIST'de işlem gören 112 şirketin sahiplik yapısındaki yoğunlaşma ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Karlılık, piyasa değeri ve büyüme hızının performans ölçütleri olarak tanımlandığı çalışmada, sermaye yoğunlaşmasının artmasının net kar marjını artırdığı fakat aktif karlılık ve özsermaye karlılık oranlarını azalttığı bulunmuştur. Devletin ortak olduğu şirketlerde net kar marjı, yabancı ortaklığının olduğu şirketlerde ise satışların büyüme hızının azaldığı tespit edilmiştir.

Aydın, vd. (2007) BIST'de işlem görmekte olan şirketlerde yabancı sahipliğinin şirket performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 2003-2004 yılları verilerinin incelendiği çalışmada 42 yabancı ortaklı şirket ile 259 yerel şirketin performansları Aktif Karlılık (ROA), Özkaynak Karlılığı (ROE) ve Faaliyet Karı performans ölçütleri t-testi kullanılarak karşılaştırılmıştır. Aktif karlılık ölçütüne göre yabancı sahipliği bulunan şirketler ile yerel şirketler arasında istatistiksel anlamlı bir fark bulunurken, özkaynak karlılığı ve faaliyet karı ölçütlerine göre yabancı sahipliği bulunan şirketler ile yerel şirketler arasında istatistiksel anlamlı bir fark bulunamamıştır.

Çıtak (2007) 2000-2004 yılları arasında BIST-100 endeksi kapsamında işlem gören şirketlerde mülkiyet yoğunlaşması ve sahiplik yapısının şirket performansları üzerindeki etkisini panel regresyon kullanılarak incelemiştir. Piyasa Değeri Defter Değeri oranı ve Özkaynak Karlılığı oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı çalışmada en yüksek pay sahipliği oranı ve oranın

karesi ile şirketin holding olması veya olmaması ise açıklayıcı değişkenler olarak kullanılmıştır. Doğrusal ve doğrusal olmayan regresyon analizleri sonucunda özkaynak karlılığı ile sahiplik yapısı arasında istatistiksel anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Diğer taraftan, piyasa değeri defter değeri ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkinin doğrusal regresyonla incelenmesi sonucunda anlamlı pozitif bir ilişki tespit edilirken, doğrusal olmayan analizde bu ilişki tespit edilememiştir.

Bulut, vd. (2009) yönetici sahiplik düzeyinin kısa ve uzun vadede hisse senedi performansına etkisini incelemiştir. 1999-2000 yılların halka arz edilmiş şirketlerin performanslarının değerlendirildiği çalışmada aktif karlılık oranı, esas faaliyet karının toplam aktiflere oranı, esas faaliyet kar marjı, özsermaye devir hızı, aktif devir hızı ve faaliyet nakit akışının toplam aktiflere oranı ölçütleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları, yüksek yönetici sahiplik oranına sahip şirketlerin halka arz öncesi performanslarının düşük yönetici sahiplik oranına sahip şirketlerden daha iyi olduğunu ve yüksek yönetici sahiplik oranına sahip şirketlerin halka arzda daha doğru fiyatlamaya sahip olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde, uzun vadeli performans açısından yöneticilik sahiplik düzeyinin önemli olduğu bulunmuştur.

Fettahoğlu ve Okuyan (2009) şirketlerdeki kaynak yapısının sahiplik yapısındaki yoğunlaşma, grup şirketi ortaklığı ve banka ortaklığından ne derece etkilendiğini araştırmışlardır. 2005-2007 yıllarını kapsayan çalışmada BIST'de işlem gören ve mali sektör dışındaki 194 şirketin verileri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda sahip yapısındaki yoğunlaşma ile toplam ve uzun vadeli borçlanma arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunurken, kısa vadeli borçlanma konusunda ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Şirket ortakları arasında grup şirketlerinin olup olmaması ile toplam borçlanma seviyesi arasında anlamlı bir ilişki bulunamazken uzun ve kısa vadeli borçlanma ve sektör ayrımı yapıldığında kimi sektörler için anlamlı sonuçlar bulunmuştur. Bu doğrultuda grup şirketi olan şirketlerin olmayan şirketlere kıyasla daha az borçlandıkları tespit edilmiştir. Benzer şekilde, banka ortaklığına sahip şirketlerde daha az borçlanma eğilimi olduğu bulunmuştur.

Toraman ve Okuyan (2009) ortaklık yapısındaki yoğunlaşmanın kaynak yapısı üzerindeki etkisini incelemiştir. 2005-2007 yıllarında BIST Ulusal Pazar'da işlem gören finansal olmayan şirketler üzerine yürütülen çalışmada ortaklık yapısındaki yoğunlaşma ile borçlanma derecesi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Fakat bulgular ortaklık yapısındaki yoğunlaşma ile borçluluk derecesi arasındaki ilişkinin çok kuvvetli olmadığı ve diğer etmenlerin de göz önünde tutulması gerektiği belirtilmektedir.

Bayraktaroğlu (2010) 2005-2009 yılları arasında BIST işlem gören şirketlerde mülkiyet yapısının Özkaynak Karlılığı, Aktif Karlılık ve Tobin-Q performans ölçütleri üzerindeki etkisini panel regresyon kullanarak incelemiştir. Mülkiyet yapısındaki yoğunlaşma ile Tobin-Q oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunurken, yoğunlaşma arttıkça ilişki kuvvetlenmektedir. Diğer taraftan, aktif karlılık ve özkaynak karlılığı ile yoğunlaşma arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca halka açıklık oranı ile Tobin-Q oranı arasında negatif bir ilişki bulunurken, aktif karlılık ve özkaynak karlılığı ile halka açıklık oranında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Halka açıklık

oranı yükseldikçe, dolayısıyla yoğunlaşma azaldıkça (profesyonel yöneticilerin daha fazla görev aldığı varsayımıyla), varlıkların ve özkaynakların daha etkin kullanılabileceği sonucuna varılmıştır. Yabancı payı ile Tobin-Q ve özkaynak karlılığı arasında anlamlı bir ilişki bulunamazken, Aktif Karlılığı ile yabancı payı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Gürbüz ve Aybars (2010) 2005-2007 yıllarında yabancı ortaklık yapısının performans üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmalarında BIST'de işlem gören 205 şirketin verisini kullanmışlardır. Yabancı pay sahipliğinin faiz vergi öncesi karın toplam varlıklara oranı üzerindeki etkisi incelendiğinde yabancı pay sahipliğinin şirket performansını artırdığı fakat yabancı payının aşırı artmasının performans üzerinde olumsuz etkisinin olduğu; benzer şekilde yabancı pay sahipliğinin aktif karlılık oranı üzerinde olumsuz etkisi olduğu bulunmuştur.

Mandacı ve Gumus (2010) çalışmalarında BIST'de işlem gören mali sektör ve holding şirketleri haricindeki şirketlerde sahiplik yoğunlaşması ve yönetici sahipliğinin şirket performansı üzerindeki etkisini 2005 yılına ait verileri kullanarak incelemişlerdir. Performans ölçütü olarak Aktif Karlılık oranı ve Tobin-Q ölçütleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları sahiplik yoğunlaşmasının hem karlılık hem de şirketin piyasa değeri (Tobin-Q) üzerinde anlamlı pozitif yönde etkili olduğunu göstermiştir. Diğer taraftan, vekil teorisine aykırı olarak, yönetici sahipliği ile şirket değeri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Ünlü, vd, (2011) BIST'de işlem gören şirketlerde yönetici sahipliği ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 2004-2008 döneminin panel veri analizi ile incelendiği çalışmada performans ölçütü olarak Tobin-Q kullanılmıştır. Çalışmanın bulguları yönetici sahipliği ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olmadığını göstermiştir.

Aytekin ve İbiş (2014) BIST metal eşya ve makine endeksi dahilindeki firmaları inceledikleri çalışmalarında en büyük ortağın payı ile performans ölçütleri arasında negatif anlamlı bir ilişki bulunurken, ikinci ve üçüncü en büyük ortaklık payı ile performans ölçütleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Yabancı payı ile performans arasında genellikle anlamlı bir ilişki bulunmazken, iki model altında Tobin-Q ile negatif anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Halka açıklık oranı ile performans kriterleri arasında genellikle anlamlı negatif ilişki tespit edilmiştir. Diğer taraftan, Önem ve Demir (2015) 2009-2012 yılları için imalat sanayi şirketleri üzerine yürüttükleri çalışmada, sahiplik yapısının (halka açıklık, en büyük ve ikinci en büyük ortaklık) aktif devir hızı, öz sermaye devir hızı, cari oran ve Tobin-Q ile anlamlı pozitif yönlü ancak fiyat kazanç oranı ile anlamlı negatif yönlü etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Tükenmez, v.d. (2016) ticari bankalar üzerine yürüttükleri benzer bir çalışma da ise en büyük ortağın payı ile aktif karlılık arasında anlamlı negatif ilişki tespit etmişlerdir.

Doğan ve Topal (2015) literatürde yönetim kurulu büyüklüğü ve şirket performansı (muhasabe ve finansal) arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmalar incelemişlerdir. Söz konusu çalışmalarda genel olarak yönetim kurulu sayılarındaki artışların şirket performansı ile negatif yönlü ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir çalışmalarında Doğan ve Topal (2016) yabancı sahipliği ve yönetim kurulunda görev alan yabancı sayısı ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi

araştırmışlardır. Muhasebe ve finansal performans ölçütlerinin değerlendirildiği çalışmada, yabancı sahipliği ve yabancı yönetim kurulu üye sayısı ile şirket piyasa değeri arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Benzer bir çalışmada, Hoşa Lokman, v.d. (2015) yabancı ve aile sahipliği ile piyasa performansı arasında pozitif bir ilişki bulmuşlar ancak 2008-2009 kriz dönemi ve sonrasında özellikle muhasebe performans ölçütleri ile olan ilişkinin zayıfladığını ortaya koymuşlardır.

4. Veri Seti ve Araştırma Metodu

Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerde sahiplik yapısı ve borsa performansı arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmada kullanılan veri seti ve araştırma yöntemi bu bölümde ayrıntıları ile anlatılacaktır.

4.1. Veri Seti

Araştırmaya konu olan şirketler Borsa İstanbul'da işlem gören ve 2006-2010 yılları boyunca sürekli olarak BIST-100 endeksi kapsamına alınan şirketlerdir. Söz konusu şirketler endeks kapsamına alınma kriterlerini ilgili dönemler içerisinde sürekli olarak karşılamışlardır. Dolayısıyla, BIST-100 endeksi kapsamında hesaplanan şirketlerin piyasadaki diğer şirketlere göre daha yüksek likiditeye ve işlem derinliğine sahip oldukları söylenebilmektedir.

Yüksek likidite ve derinliğin piyasalarda fiyatların oluşmasında olumlu etkilerinin olduğu düşünüldüğünde, söz konusu şirketlerde borsa fiyatının en doğru fiyat olduğu kabul edilebilir. Dolayısıyla, bu şirketlerin borsa performansları, şirket performansının en iyi göstergelerinden bir tanesi olarak kabul edilebilir.

2006-2010 yılları arasında BIST-100 endeksi kapsamında sürekli olarak hesaplanan şirketlerin belirlenmesinde borsa tarafından düzenli olarak yayınlanmakta olan "Endeks Kapsamındaki Şirketler" verisi kullanılmıştır. Yürütülen çalışma sonucunda 2006-2010 yılları arasında BIST-100 endeksinde sürekli olarak işlem gören 55 şirket tespit edilmiştir. Söz konusu şirketler Tablo 1'de verilmektedir.

Tablo 1. 2006-2010 Dönemi BIST-100 Endeksi Şirketleri

1	AEFES	12	DOHOL	23	HURGZ	34	NTTUR	45	TEKST
2	AKBNK	13	DYHOL	24	IHLAS	35	OTKAR	46	THYAO
3	AKENR	14	ECILC	25	ISCTR	36	PETKM	47	TOASO
4	AKGRT	15	ECZYT	26	ISFIN	37	PRKME	48	TRCAS
5	AKSA	16	ENKAI	27	ISGYO	38	PTOFS	49	TRKCM
6	ALARK	17	ERGL	28	KARSN	39	SAHOL	50	TSKB
7	ANSGR	18	FORTS	29	KCHOL	40	SASA	51	TUPRS
8	ARCLK	19	FROTO	30	KOZAA	41	SISE	52	ULKER
9	ASELS	20	GARAN	31	KRDMD	42	SKBNK	53	VAKBN
10	AYGAZ	21	GLYHO	32	MARTI	43	TCELL	54	VESTL
11	DOAS	22	GSDHO	33	NTHOL	44	TEBNK	55	YKBNK

Söz konusu şirketlerin sahiplik yapılarına ilişkin veri seti gene borsa tarafından 2008 yılına kadar yayınlanmakta olan “Şirketler Yıllığı” kitaplarından ve “Kamu Aydınlatma Platformu” tarafından yayınlanan finansal tablolarından hazırlanmıştır. Sahiplik veri setinin hazırlanmasında şirketlerin halka açıklık oranları, pay sahiplerinin kim oldukları, akrabalık ilişkileri, yabancı ortaklar, holdingler, kamu ve vakıf sahiplikleri ayrı ayrı incelenmiştir.

Şirketlerin performanslarının hesaplanmasında literatürde farklı göstergeler kullanılmaktadır. Söz konusu performans göstergeleri: karlılık (Boardman ve Vining, 1989; Chaganti ve Damanpour, 1991; Aydın, vd., 2007; Çıtak, 2007), Tobin-Q (Griffith, 1999; Lins, 2003) piyasa değeri ve çarpanlar (Thomsen ve Pedersen, 2000; Lins, 2003; Welch, 2003) ve hisse senedi getirisidir (Han ve Suk, 1998).

Çalışmada Tablo 1’de verilen şirketlerin, yıllık hisse senedi getirileri şirket performansı göstergesi olarak kullanılmıştır. Yıllık getiriler “FİNNET” programından elde edilmiştir. Analizlerde kontrol değişkenleri olarak şirketlerin “Aktif Toplamı” ve “Kaldıraç Oranı” kullanılmıştır. Aktif toplamının logaritması alınarak analizlere dahil edilmiştir. Söz konusu veriler de “FİNNET” programından elde edilmiştir. Tablo 2 analizlerde kullanılan değişkenleri açıklamaktadır.

Tablo 2. Bağımlı-Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri

Bağımlı Değişken	
Getiri	Yıllık getiri yüzdesi
Bağımsız Değişkenler	
Halka Açıklık Oranı	Toplam sermaye içerisindeki % pay
Grup Şirketleri	Pay sahibi grup şirketlerinin toplam sermaye içerisindeki % payı
Holding	Pay sahibi holding şirketlerinin toplam sermaye içerisindeki % payı
Akrabalık Oranı	Pay sahibi akrabaların şirketlerinin toplam sermaye içerisindeki % payı
Yönetici Sahipliği	Pay sahibi holding şirketlerinin toplam sermaye içerisindeki % payı
Yabancı Sahipliği	Yabancı şirketlerin şirketlerinin toplam sermaye içerisindeki % payı
Kontrol Değişkenleri	
Aktif Toplamı	Aktif toplamının logaritması
Kaldıraç Oranı	Toplam Yabancı Kaynaklar / Toplam Aktif

4.2. Araştırma Metodu

Sahiplik yapısı ve şirketlerin borsa performansı arasındaki ilişkiyi incelemek üzere panel veri analizi kullanılmıştır. Panel veri analizi, zaman serisi ve kesit analizlerinin özelliklerini birleştiren bir teknik olarak günümüzde sıklıkla kullanılmaktadır. Panel veri analizinde veriler hem zaman hem de yer kıstaslarına göre analiz edilebilmektedir (Gujarati, 2004).

Panel veri analizlerinde sabit ve rassal etki olmak üzere iki temel yaklaşımdan söz edilebilmektedir. Yaklaşımlardan hangisinin tercih edileceği hususunda ise Hausman testi neredeyse tüm çalışmalarda kullanılan standart bir test olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, son yıllarda literatüre geçen çalışmalarda Hausman testinin sabit ve rassal etki ayrımı için kullanılmasında çeşitli problemlerin olduğunu ortaya koymaktadır (Allisson, 2009; Clark ve Linzer, 2015;

Williams, vd., 2017). Bu nedenle bulgular kısmında hem sabit hem de rassal etki sonuçları birlikte verilmektedir.

Kurulan modelde öncelikle halka açıklık oranının getiri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Daha sonra sırasıyla akraba pay sahipliğinin, grup şirket pay sahipliğinin, holding pay sahipliğinin, kamu pay sahipliğinin, vakıf pay sahipliğinin, yönetici pay sahipliğinin ve son olarak yabancı pay sahipliğinin borsa getiri ile ilişkisi araştırılmıştır.

Dolayısıyla çalışmada sahiplik yapısı doğrultusunda 8 farklı model kurularak, sahiplik çeşitliliğinin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

5. Bulgular

Hisse senedi getirisi ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada seçilmiş şirketlerin yıllık hisse senedi getirileri bağımlı değişken, aktif toplamı ve kaldıraç oranı kontrol değişkenleri ve farklı sahiplik tipleri bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Tablo 3. Korelasyon İlişkisi

	Getiri(%)	Aktif Toplamı (Log)	Kaldıraç Oranı
Getiri(%)	1.0000		
Aktif Toplamı (Log)	0.0117	1.0000	
Kaldıraç Oranı	0.0540	-0.3847	1.0000

Tablo 3 bağımlı değişken ile kontrol değişkenleri arasındaki korelasyon ilişkisini vermektedir. Hisse senedi getirisi ile aktif toplamı arasındaki ilişki 0,0117'dir. Hisse senedi ile kaldıraç oranı arasındaki ilişki 0,0540 olarak hesaplanmıştır. Diğer taraftan iki kontrol değişkeni arasındaki ilişki ters yönlü olup, korelasyon katsayısı - 0,3847 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4. Getiri – Halka Açıklık

Getiri	Rassal Etki			
	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Halka Açıklık (%)	-.0035187	.0428738	-0.08	0.935
Aktif Toplamı (Log)	.0023076	.0041281	0.56	0.576
Kaldıraç Oranı	.0001316	.0001293	1.02	0.309
Sabit	.0157066	.0904635	0.17	0.862
Getiri	Sabit Etki			
	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Halka Açıklık (%)	-.0051952	.1928541	-0.03	0.979
Aktif Toplamı (Log)	.0092587	.0140145	0.66	0.510
Kaldıraç Oranı	.0002514	.0001667	1.51	0.133
Sabit	-.129945	.298921	-0.43	0.664

Şirket hisse senedi getirisi ile halka açıklık oranı arasındaki ilişki, aktif toplamı ve kaldıraç oranı kontrol değişkenleri bağlamında, panel regresyon yönteminde rassal ve sabit etki analizi kullanılarak incelenmiş, sonuçlar Tablo 4'de özetlenmiştir. Hisse senedi getirisi ile halka açıklık arasında negatif bir ilişki bulunurken; hisse senedi ile kontrol değişkenleri olan aktif toplamı ve kaldıraç oranı ile pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, hem rassal etki hem de sabit etki analizleri sonucunda bulunan ilişkiler istatistiki olarak anlamlı değildir.

Şirket senedi getirisi ile akraba sahipliği arasındaki ilişki, aktif toplamı ve kaldıraç oranı kontrol değişkenleri bağlamında, panel regresyon yönteminde rassal ve sabit etki analizi kullanılarak incelenmiş, sonuçlar Tablo 5'de özetlenmiştir. Her iki analiz sonucunda, hisse senedi ile akraba sahipliği arasında pozitif bir ilişki bulunmuş; hisse senedi ile kontrol değişkenleri olan aktif toplam ve kaldıraç oranı ile de benzer şekilde pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, hem rassal etki hem de sabit etki analizleri sonucunda bulunan ilişkiler istatistiki olarak anlamlı değildir.

Tablo 5. Getiri – Akraba Sahipliği

Rassal Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Akraba Sahipliği (%)	.0703848	.1004807	0.70	0.484
Aktif Toplamı (Log)	.0009396	.0045578	0.21	0.837
Kaldıraç Oranı	.0001198	.0001295	0.93	0.355
Sabit	.0415983	.0949992	0.44	0.661
Sabit Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Akraba Sahipliği (%)	.1239358	.436333	0.28	0.777
Aktif Toplamı (Log)	.0094628	.0140201	0.67	0.500
Kaldıraç Oranı	.0002526	.0001666	1.52	0.131
Sabit	-.1387451	.2942498	-0.47	0.638

Şirket senedi getirisi ile grup şirket sahipliği arasındaki ilişki, aktif toplamı ve kaldıraç oranı kontrol değişkenleri bağlamında, panel regresyon yönteminde rassal ve sabit etki analizi kullanılarak incelenmiş, sonuçlar Tablo 6'da özetlenmiştir. Hisse senedi getirisi ile grup şirket sahipliği arasında negatif bir ilişki bulunurken; hisse senedi getirisi ile kontrol değişkenleri olan aktif toplam ve kaldıraç oranı ile pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 6. Getiri – Grup Şirketi Sahipliği

Rassal Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Grup Şirket (%)	-.0137684	.0269533	-0.51	0.609
Aktif Toplamı (Log)	.0020377	.0041348	0.49	0.622
Kaldıraç Oranı	.0001263	.0001288	0.98	0.327
Sabit	.0227505	.0880206	0.26	0.796
Sabit Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Grup Şirket (%)	-.1639933	.093403	-1.76	0.081
Aktif Toplamı (Log)	.010102	.0139097	0.73	0.468
Kaldıraç Oranı	.0002243	.0001661	1.35	0.178
Sabit	-.1175927	.2912106	-0.40	0.687

Şirket senedi getirisi ile holding sahipliği arasındaki ilişki, aktif toplamı ve kaldıraç oranı kontrol değişkenleri bağlamında, panel regresyon yönteminde rassal ve sabit etki analizi kullanılarak incelenmiş, sonuçlar Tablo 7'de özetlenmiştir. Rassal etki analizi sonucunda senedi getirisi ile holding sahipliği arasında negatif bir ilişki bulunmuş; hisse senedi getirisi ile kontrol değişkenleri olan aktif toplam ve kaldıraç oranı ile de pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Sabit etki analizi sonucunda ise senedi getirisi ile holding sahipliği arasında pozitif bir ilişki bulunmuş; hisse senedi getirisi ile kontrol değişkenleri olan aktif toplam ve kaldıraç oranı ile de pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 7. Getiri – Holding Sahipliği

Rassal Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Holding Sahipliği(%)	-.0023936	.0270647	-0.09	0.930
Aktif Toplamı (Log)	.0023882	.0041091	0.58	0.561
Kaldıraç Oranı	.0001338	.0001285	1.04	0.298
Sabit	.0132371	.0861861	0.15	0.878
Sabit Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Holding Sahipliği(%)	.0160328	.0785437	0.20	0.838
Aktif Toplamı (Log)	.0091856	.0140027	0.66	0.513
Kaldıraç Oranı	.0002509	.0001666	1.51	0.134
Sabit	-.1338595	.2933982	-0.46	0.649

Şirket hisse senedi getirisi ile kamu sahipliği arasındaki ilişki, aktif toplamı ve kaldıraç oranı kontrol değişkenleri bağlamında, panel regresyon yönteminde rassal ve sabit etki analizi kullanılarak incelenmiş, sonuçlar Tablo 8'de özetlenmiştir. Her iki analizde hisse senedi getirisi ile kamu sahipliği arasında negatif bir ilişki bulunurken; hisse senedi getirisi ile kontrol değişkenleri

olan aktif toplam ve kaldıraç oranı ile pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, hem rassal etki hem de sabit etki analizleri sonucunda bulunan ilişkiler istatistiki olarak anlamlı değildir.

Tablo 8. Getiri – Kamu Sahipliği

Rassal Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Kamu Sahipliği (%)	-.0668491	.076468	-0.87	0.382
Aktif Toplamı (Log)	.0026417	.0040978	0.64	0.519
Kaldıraç Oranı	.0001341	.000128	1.05	0.295
Sabit	.0087376	.0862011	0.10	0.919
Sabit Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Kamu Sahipliği (%)	-.1848655	.2072754	-0.89	0.373
Aktif Toplamı (Log)	.0091148	.0139759	0.65	0.515
Kaldıraç Oranı	.0002505	.0001663	1.51	0.134
Sabit	-.1251793	.2927418	-0.43	0.669

Şirket hisse senedi getirisi ile vakıf sahipliği arasındaki ilişki, aktif toplamı ve kaldıraç oranı kontrol değişkenleri bağlamında, panel regresyon yönteminde rassal ve sabit etki analizi kullanılarak incelenmiş, sonuçlar Tablo 9'da özetlenmiştir. Rassal etki analizi sonucunda hisse senedi getirisi ile vakıf sahipliği arasında pozitif bir ilişki bulunmuş; hisse senedi getirisi ile kontrol değişkenler olan aktif toplam ve kaldıraç oranı ile de pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Sabit etki analizi sonucunda ise hisse senedi getirisi ile vakıf sahipliği arasında negatif bir ilişki bulunmuş; hisse senedi getirisi ile kontrol değişkenleri olan aktif toplam ve kaldıraç oranı ile de pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 9. Getiri – Vakıf Sahipliği

Rassal Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Vakıf Sahipliği (%)	.0354958	.0442109	0.80	0.422
Aktif Toplamı (Log)	.0025717	.0040944	0.63	0.530
Kaldıraç Oranı	.0001129	.0001305	0.87	0.387
Sabit	.007417	.0863788	0.09	0.932
Sabit Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Vakıf Sahipliği (%)	-.0430202	1660414	-0.26	0.796
Aktif Toplamı (Log)	.0090032	.0140295	0.64	0.522
Kaldıraç Oranı	.0002575	.0001683	1.53	0.128
Sabit	-.1245653	.2943792	-0.42	0.673

Şirket hisse senedi getirisi ile yabancı sahipliği arasındaki ilişki, aktif toplamı ve kaldıraç oranı kontrol değişkenleri bağlamında, panel regresyon yönteminde rassal ve sabit etki analizi kullanılarak incelenmiş, sonuçlar Tablo 10'da özetlenmiştir. Her iki analiz sonucunda, hisse senedi getirisi ile yabancı sahipliği arasında pozitif bir ilişki bulunmuş; hisse senedi getirisi ile kontrol değişkenleri olan aktif toplam ve kaldıraç oranı ile de pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 10. Getiri – Yabancı Sahipliği

Rassal Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Yabancı Sahipliği(%)	.0035372	.0352043	0.10	0.920
Aktif Toplamı (Log)	.0023498	.0040904	0.57	0.566
Kaldıraç Oranı	.0001334	.0001283	1.04	0.298
Sabit	.0131851	.0861925	0.15	0.878
Sabit Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Yabancı Sahipliği(%)	.1234577	.0865968	1.43	0.155
Aktif Toplamı (Log)	.0095476	.0139366	0.69	0.494
Kaldıraç Oranı	.0002519	.0001658	1.52	0.130
Sabit	-.1493676	.2920812	-0.51	0.610

Şirket hisse senedi getirisi ile yönetici sahipliği arasındaki ilişki, aktif toplamı ve kaldıraç oranı kontrol değişkenleri bağlamında, panel regresyon yönteminde rassal ve sabit etki analizi kullanılarak incelenmiş, sonuçlar Tablo 11'de özetlenmiştir. Her iki analiz sonucunda, hisse senedi getirisi ile yönetici sahipliği arasında pozitif bir ilişki bulunmuş; hisse senedi getirisi ile kontrol değişkenleri olan aktif toplam ve kaldıraç oranı ile de pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak, istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 11. Getiri – Yönetici Sahipliği

Rassal Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Yön. Sahipliği (%)	.0160858	.0687583	0.23	0.815
Aktif Toplamı (Log)	.0023066	.0040948	0.56	0.573
Kaldıraç Oranı	.0001339	.0001283	1.04	0.297
Sabit	.0138726	.0861668	0.16	0.872
Sabit Etki				
Getiri	Katsayı	Std. Hata	z	P>z
Yön. Sahipliği (%)	.1103971	.1439425	0.77	0.444
Aktif Toplamı (Log)	.0094032	.0139836	0.67	0.502
Kaldıraç Oranı	.0002522	.0001664	1.52	0.131
Sabit	-.1385716	.2929422	-0.47	0.637

6. Sonuç

Vekâlet teorisi araştırmaları uzun süredir finans bilim dünyasının temel araştırma konularından bir tanesi olmuştur. Özellikle, kurumsal yönetim kavramının ön plana çıktığı günümüzde vekâlet teorisi ve vekâlet problemlerinin yansımaları farklı açılardan değerlendirilmektedir. Vekâlet teorisi kapsamında sermaye yapısı ve sermayenin farklı pay sahipleri arasındaki dağılımı da söz konusu araştırma alanlarından bir tanesi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu çalışma kapsamında, şirketlerde hisse senedi getirisi ile sermaye yapısı arasındaki ilişki panel veri analizi kullanılarak incelenmiştir. Çalışma kapsamında toplam 55 şirketin 2006-2010 yılı verileri analiz edilmiştir. Analiz kapsamındaki şirketlerin temel özelliği ilgili yıllarda sürekli BİST-100 endeksi kapsamında olmalarıdır. Söz konusu şirketlerde farklı özelliklere sahip pay sahiplerinin sermaye yapısındaki dağılımları incelenmiş, ve sermaye yapısının borsa performansı üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

Çalışmanın bulguları, hisse senedi getirisi ile halka açıklık oranı, akraba sahipliği, grup şirket sahipliği, holding sahipliği, kamu sahipliği, vakıf sahipliği, yabancı sahipliği ve yönetici sahipliği arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını göstermiştir.

Çalışmanın bulguları çeşitli yönlerden konuya ilişkin geçmiş literatürle benzerlik taşımaktadır. Örneğin, Filatotchev, vd. (2001) pay sahipleri kimlikleri ile şirket performansı arasında bir ilişki bulamamışlardır. Benzer şekilde, Welch (2003) ve Ünlü, vd. (2011) yönetici sahipliği Tobin Q arasında anlamlı ilişki bulamamışlardır. Aydın, vd. (2007) yabancı sahipliği ile özkaynak karlılığı faaliyet karı; Bayraktaroğlu (2010) Tobin Q ve özkaynak karlılığı arasında anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir. Son olarak, Çıtak (2007) holding sahipliği ile özkaynak karlılığı arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır.

Diğer taraftan, çalışmanın bulguları geçmiş literatürde yer alan bazı bulgularla farklılıklar taşımaktadır. Söz konusu çalışmalarda şirket performansı ile kamu sahipliği (Boardman ve Vining, 1989; Gençtürk, 2003) kurumsal pay sahipliği (Chaganti ve Damanpour, 1991; Lichtenberg ve Pushner, 1992), yabancı sahiplik (Gedajlovic ve Shapiro, 1998; Aydın, vd., 2007; Gürbüz ve Aybars 2010), yönetici sahipliği (Griffith, 1999; Lauterbach ve Vaninsky, 1999; Miguel, vd., 2004)), halka açıklık oranı (Bayraktaroğlu, 2010) arasında anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir.

Yukarıda adı geçen çalışmaların ortak noktası, aynı zamanda çalışmadan farklılığı, söz konusu çalışmalarda Tobin-Q, özkaynak karlılığı, aktif karlılık ve faaliyet karı oranlarının şirket performansının göstergesi olarak kullanılmasıdır. Literatür bölümünde yer alan çalışmalardan sadece Han ve Suk (1998) hisse senedi getirisini şirket performans ölçütü olarak kullanmış ve çalışmalarında yönetici sahipliği ile hisse senedi getirisi arasında anlamlı bir ilişki bulmuşlardır.

Geçmiş literatür ışığında çalışmanın bulguları değerlendirildiğinde, sermaye yapısının bir parçası olan ortaklık yapısı (şirket pay sahiplerinin kimlikleri), finansal tablolarda yer alan karlılık ölçütleri arasında anlamlı bir ilişki bulunabilirken, söz konusu ilişkinin hisse senedi performansına yansıdığını söylemek mümkün değildir.

Kaynakça

- Al-Najja, D. (2015). The Effect of Institutional Ownership on Firm Performance: Evidence from Jordanian Listed Firms, *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), 97-105.
- Allison, P. D. (2009). *Fixed Effects Regression Models*. Sage Publications.
- Armour, J. ve Gordon, J.N. (2008). The Berle-Means Corporation in the 21st Century, WorkingPaper, <http://www.law.upenn.edu/currently/seminars/businesslawscholarship/papers/Gordon.pdf>.
- Aydın, N., Sayim, M. ve Yalama, A. (2007). Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey, *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, 103-111.
- Aytekin, S. ve İbiş, A. (2014). Mülkiyet Yapısının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi: BIST Metal Eşya, Makina Endeksi (XMESY) Üzerinde Bir Uygulama, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 40, 119-129.
- Bayraktaroğlu, A. (2010). Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11-20.
- Boardman, A. E. ve Vining, A. R. (1989). Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned, *Journal of Law and Economics*, 32(1), 1-33.
- Bricker, N. ve Chandar R. (1998). On Applying Agency Theory in Historical Accounting Research, *Business and Economic History*, 27(2), 486-499.
- Bulut, H., Çankaya, F. ve Er, B. (2009). Yönetici Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerindeki Etkisi: İMKB Örneği, *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11(1), 101-120.
- Chaganti, R. ve Damanpour, F. (1991). Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance, *Strategic Management Journal*, 12(7), 479-491.
- Chang, S.J. (2003). Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea, *The Academy of Management Journal*, 46(2), 238-253.
- Chen, C.J. ve Yu, C.M., (2012). Managerial Ownership, Diversification, and Firm Performance: Evidence from an Emerging Market, *International Business Review*, 21(3), 518-534
- Cho, M.H. (1998). Ownership Structure, Investment And The Corporate Value: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.
- Clark, T.S. ve Drew, A (2015). Linzer Should I Use Fixed or Random Effects?. *Political Science Research and Methods*, March, 1-10.
- Cole, R. ve Mehran, H. (1998). The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry, *Journal of Financial Economics*, 50, 291-317.
- Craswell A.T., Taylor, S. L. ve Saywell, R.A. (1997). Ownership Structure and Corporate Performance, *Pacific-Basin Finance Journal*, 5, 301-323.
- Çıtak, L. (2007). The Impact of Ownership Structure on Company Performance: A Panel Data Analysis on Istanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies, *International Research Journal of Finance and Economics*, 9, 231-245.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Demsetz, H. ve Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H. ve Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance, *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.

- Doğan, M. ve Topal, Y. (2015). Yönetim Kurulu Büyüklüğü ile Finansal Performans Arasındaki İlişkiye Yönelik Literatür Taraması, *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2(1), 87-111.
- Doğan, M. ve Topal, Y. (2016). Yönetim Kurulundaki Yabancı Üye Sayısının ve Yabancı Sahipliğinin Finansal Performans Üzerindeki Etkisi, *Ege Akademik Bakış*, 16(1), 31-48.
- Fettahoğlu, A. ve Okuyan, H.A. (2009). İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB'de Bir Uygulama, Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi, 17-19 Haziran, Eskişehir, Türkiye.
- Filatotchev, I., Kapelyushnikov, R., Dyomina, N. ve Aukutsionek, S. (2001). The Effects of Ownership Concentration on Investment and Performance in Privatized Firms in Russia, *Managerial and Decision Economics*, 22(6), 299-313.
- Gujarati, (2004). Basic Econometrics, 4th Ed., McGraw Hill.
- Gedajlovic, E. R. ve Shapiro, D. M. (1998). Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries, *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553
- Gençtürk, M. (2003). Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkileri, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 8(2), 213-251.
- Gorriz, C.G. ve Fumas, V.S. (1996). Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence from Spain, *Managerial and Decision Economics*, 17, 575-586.
- Griffith, J. M. (1999). CEO Ownership and Firm Value, *Managerial and Decision Economics*, 20(1), 1-8.
- Gürbüz, A.O. ve Aybars, A. (2010). The Impact of Ownership on Firm Performance, Evidence from an Emerging Market: Turkey, *American Journal of Economics and Business Administration*, 2(4), 350-359.
- Hamidi, M. (2010). Ownership Concentration, Family Control and Performance of Firms, *European Management Review*, 7, 116-131.
- Han, K.C. ve Suk, D.Y. (1998). The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Additional Evidence, *Review of Financial Economics*, 7(2), 143-155.
- Holderness, C., Kroszner, R. ve Sheehan, D. (1999). Were the good olds days that goos? Evolution of managerial stock Ownership and Corporate Governance since Great Depression, *Journal of Finance*, 54, 435-469.
- Hoşa Lakman, N., Simga Mugan, C. ve Akışık, O. (2015). Ownership Concentration Effect On Firm Performance In Turkey, *World of Accounting Science*, 17(1), 33-56.
- Hu, Y. ve Izumida, S. (2008). Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data, *Corporate Governance*, 16(4), 342-358.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1979). Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination, *Journal of Business*, 52, 469-506.
- Lauterbach, B. ve Vaninsky, A. (1999). Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Israel, *Journal of Management and Governance*, 3, 189-201.
- Lemmon, M.L. ve Lins, K.V. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crises, *Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Lichtenberg, F.R. ve Pushner, G.M. (1992). Ownership Structure and Corporate Performance in Japan, *NBER Working Paper*, WP No:4092.
- Lins, K.V. (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.

- Mandaci ve Gumus (2010). Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey, *South East European Journal of Economics and Business*, 5(1), 57-66.
- Margaritis, D. ve Psillaki, M. (2010). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance, *Journal of Banking & Finance*, 34, 621-632.
- Miguel, A., Pindado, J. ve Torre, C. (2004). Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain, *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- Mork, R., Shleifer, A. ve Vishny (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 37, 595-612.
- Maury, B. (2006). Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations, *Journal of Corporate Finance*, 12, 321-341.
- Önem, H. B. ve Demir, Y. (2015). Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: BIST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama, *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 6(13), 31-43.
- Quang, D.X. ve Xin, W.Z. (2014). The Impact of Ownership Structure and Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Firms, *International Business Research*, 7(2), 64-71.
- Suna, Z. ve Wang, Y. (2016). Does Ownership Structure Matter? Evidence From Firms' Excess Cash In China, *The European Journal of Finance*, 22(4-6), 463-483.
- Tezölmez, H.U. ve Gökşen, N.S. (2006). Türkiye'deki Uluslararası Ortaklıklarda Sahiplik Yapısı ve Performans, *İktisat, İşletme ve Finans*, 21(245), 77-92.
- Thomsen, S. ve Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies, *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Tripti, N. ve Amitabh, G. (2016). The Effect of Institutional Ownership on Firm Performance, *IUP Journal of Corporate Governance*, 15(3), 36-56.
- Toraman, C. ve Okuyan, H.A. (2009). İşletmelerde Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Etkisi, *MUFAD Muhasebe Finansman Dergisi*, 41, 72-81.
- Tükenmez, N.M., Gençyürek, A.G. ve Kabakçı, C.Ç. (2016). Türk Bankacılık Sektöründe Sahiplik Yoğunlaşması İle Finansal Performans İlişkinin İncelenmesine Yönelik Ampirik Bir Çalışma, *Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, 30(3), 625-644.
- Ünlü, U., Bayraktaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011). Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB için Ampirik bir Uygulama, *SBF Dergisi*, 66(2), ss.201-214.
- Welch, E. (2003). The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies, *Australian Journal of Management*, 28(3), pp.287-305.
- Williams, R., Allison, P.D. ve Moral-Benito, M. (2017). xtdpdml: Linear Dynamic Panel-Data Estimation using Maximum Likelihood and Structural Equation Modeling, Working Paper, <https://www3.nd.edu/~rwilliam/dynamic/SJPaper.pdf>
- Yu, M. (2015). State Ownership And Firm Performance: Empirical Evidence From Chinese Listed Companies, *China Journal of Accounting Research*, 6, 75-87.
- Zouari, S.B.S. ve Taktak, N.B. (2014). Ownership Structure and Financial Performance in Islamic Banks Does Bank Ownership Matter?, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 7(2), 146-160.

