

## SERMAYE YOĞUNLAŞMASININ FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ: BİST GIDA ve İÇECEK ENDEKSİ UYGULAMASI<sup>1</sup>

Fatih KONAK<sup>2</sup>  
Selçuk KENDİRLİ<sup>3</sup>

### ÖZ

Mülkiyet yapısında ki yoğunlaşma veya sermayenin sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişki, uzun yıllardır tartışılmakta ve dikkatle incelenmektedir. Bu perspektifte çalışmanın amacı, BİST Gıda ve İçecek Endeksi'nde yer alan şirketlerin performansları ile mülkiyet yapılarındaki yoğunlaşma arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılmasıdır. ROA ve ROE performans ölçütleri dikkate alındığında, mülkiyet yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki bulunmasına rağmen, aynı şekilde negatif ilişkinin tespit edildiği Tobins' q ölçütünde sonuç anlamlı çıkmamıştır. Bu sonuçlar doğrultusunda, sermaye yapısında ki yoğunlaşmanın firma performansı üzerinde olumsuz etkisinden söz edilebilmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Firma Performansı, Sermaye Yoğunlaşması  
**JEL Sınıflandırması:** G30, G32

## THE EFFECTS OF OWNERSHIP CONCENTRATION ON FIRM PERFORMANCE: EMPIRICAL EVIDENCE FROM THE BIST FOOD AND BEVERAGE INDEX

### ABSTRACT

There have been various discussion on the issue of affects of ownership concentration on firm performance so far. In this perspective, the main objective of this research is to discover the relationship between ownership concentration and firm performance of companies listed in the BIST Food and Beverage Index. When the ROA and ROE were considered as performance criteria, it was found that there is negative and statistically significant relationship between ownership concentration and firm performance. It should also be noted that although this negative relationship still exists for market performance indicator, Tobins' q, it is not statistically significant. According to outcomes, it can be claimed that ownership concentration effects firm performance negatively.

**Keywords:** Firm Performance, Ownership Concentration  
**JEL Classification:** G30,G32

<sup>1</sup> Bu çalışma II. Uluslararası İstanbul Finans Kongresi'nde sunulan bildirinin düzenlenmiş halidir.

<sup>2</sup> Öğr. Gör., Hitit Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, fatihkonak@hitit.edu.tr

<sup>3</sup> Doç. Dr., Hitit Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, selcukkendirli@hitit.edu.tr

## 1.Giriş

İşletmelerin temel hedefi ortaklarının bugünkü zenginliğini maksimum kılmak, bir başka ifadeyle firma değerini en üst düzeye çıkarmaktır. Bu açıdan bakıldığında, şirket yönetiminin, günümüzde geçerli olan ana işletme politikalarını (Finanslama, Yatırım ve Temettü Politikaları) yerinde, dengeli ve bahsi geçen hedef doğrultusunda inşa etme gereksinimi kaçınılmazdır (Ercan ve Ban, 2005). Firmalar değer artırımını yeni yatırımlara yönelerek veya eski yatırımlarını genişletip destekleyerek gerçekleştirebilir. Bilindiği üzere, işletmeler finansman gereksinimlerini iki farklı kaynaktan giderebilir: 'yabancı kaynaklar ve öz kaynak'. Yabancı kaynak temini yolunu seçen firma belli bir vade içeren faiz ödeme yükümlülüğü altına girerken, öz kaynak ile finansman sağlamaya karar veren firmanın ortaklık yapısında değişiklik meydana gelmektedir (Tanrıöven ve Aksoy, 2010). Öz kaynak ile finansman kamu ve bireysel yatırımcılardan büyük parçalar halinde veya daha küçük parçalarda sağlanabilir. Büyük paylarla bir veya birkaç birey veya kurumdan elde edilen finansman ortaklık yoğunlaşmasını oluştururken, küçük paylar halinde toplanan öz kaynak temini daha yaygın bir yapı göstermektedir.

Finans literatüründe firmaların ortaklık yapıları ile şirket performansı arasındaki ilişkinin tartışılması çok eski tarihlere dayanmaktadır. Sanayi devrimi ile birlikte, geleneksel üretim yöntemleri (emek yoğun) terk edilmeye başlanmış ve sermaye kavramının ağır bastığı bir sürece geçilmiştir. Bu süreçte, üretim miktarını artırma ve firma varlığını koruma düşüncesi tek başına bir kişinin veya bir ailenin sahip olduğu sermaye miktarından daha fazla sermaye ihtiyaç duyulmaya başlamıştır. Bu sebepten dolayı tek sahipli firmalar geniş tabana yayılarak ortaklık yapılarını genişletmişlerdir. Bu düşünce başlangıçta riskin dağıtımı ve ihtiyaç duyulan sermaye düzeyine ulaşılması açısından olumlu olarak görülmüş olsa da ilerleyen yıllarda yönetimde ve karar verme süreçlerinde sorunlar ve yeni maliyetler doğurmuştur. Bu tür maliyetlere temsil maliyeti (agency cost) denilmektedir. Temsil maliyeti kavramı finans literatürüne ilk kez Jensen ve Meckling' in 1976 yılında yapmış oldukları çalışmayla girmiştir. Temsil edilen ile temsilci arasındaki ilişki ve bunun firma değeri üzerindeki etkileri bu teorinin merkezini oluşturmaktadır. Bu etkiler ile kaynaklanan problemler ve maliyetler firmanın yönetim kademesi ile hissedarlar arasındaki ve hissedarlar ile firmaya borç verenler arasındaki çıkar çatışmalarından ortaya çıkmaktadır (Leland, 1998). Daha açık bir anlatımla, temsil edilen ve temsilci ilişkisinde her iki tarafında kendi çıkarlarını maksimize edecek şekilde hareket edecekleri düşünüldüğünde, temsilcinin her zaman temsil edilenin çıkarları doğrultusunda davranmayacağı, bundan dolayıdır ki, temsilcinin firmanın kaynaklarını kendi çıkarları doğrultusunda kullanması sonucunda temsil maliyetleri oluşmaktadır (McKnight ve Weir, 2008).

Bir firmada sözleşmeler çerçevesinde bir araya gelen yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler firma hakkında aynı düzeyde bilgiye sahip olmayabilirler. Tarafların farklı bilgi düzeylerine sahip olmaları, ahlaki tehlike (moral hazard problem), ters seçim (adverseselection) ve risk paylaşımından dolayı hazıra konanlar (freerider

problem) temsil problemlerine sebep olmaktadır (Turaboğlu, 2002, 37). Ayrıca, Fama ve Jensen (1983), mülkiyetinin birleştirilmesinin, yöneticilerin kendi isteklerini firma karının önüne kayabileceklarının altını çizmiştir. Firma yöneticilerinin şirketin değerini maksimize etmeye çalışmaktansa kendi refahlarını arttırmaya yönelik kararlara yönelmesi firmanın sahip olduğu mal varlığında kayıplara ve maliyetlere neden olabilir. Firma yönetimi tarafından bu etkilerinin yönünün belirlenmesi gelecekte seçilecek finansman kaynağının tespitinde bir gösterge olarak ele alınabilir. Bu nedenle, yapılacak analiz ile ortaklık yoğunlaşması olan şirketler ile dağıntık ortaklık yapısına sahip olan şirketlerin performans değerleri karşılaştırılabilecektir.

Finans literatüründe son yıllarda yapılan mülkiyet yapısı ve firma performansı arasında ki ilişkinin belirlenmesi çalışmalarında genel olarak, işletmelerin öz kaynak karlılığı (ROE), aktif karlılığı (ROA) ve Tobins' q gibi performans ölçütleri ile ortaklık yoğunlaşmasının etkileşimi incelenmiştir (Bayraktaroğlu, 2010). Ancak bu konuda ki geniş literatüre göre, elde edilen bulgular dönemler, şirket grupları ve ülkeler arasında farklılıklar göstermektedir.

Çalışmamızın giriş bölümünde, ele alınan konuyu genel teorik alt yapısından bahsedilmektedir. İkinci bölümde, mülkiyet yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin bulunmasına yönelik önceki çalışmaların yer aldığı literatür taraması bulunmaktadır. Çalışmamızda kullanılan veri seti ve yöntem ile ilgili bilgilere 'veri seti ve yöntem' başlıklı üçüncü bölümde değinilmiştir. Test sonuçları ve analizler dördüncü bölümde yer almaktadır. Gerçekleştirilen bu çalışma, genel değerlendirmenin yapıldığı ve önerilerin sunulduğu sonuç bölümü ile tamamlanmaktadır.

## 2.Literatür Taraması

Berle and Means (1932)'in ortaya koydukları mülkiyet yoğunlaşması ve firma karlılığı arasında ki pozitif ilişki, takip eden yıllar boyunca akademik çevrelerde tartışılmaya ve üzerinde araştırma yapılmıştır. Shleifer ve Vishny (1986) gerçekleştirmiş oldukları çalışma sonucunda, ortaklık yapısında ki yoğunlaşmanın büyük ortaklara yönetimi kontrol etmede yardım edeceğini ve bu nedenle de firma performansının artarken denetleme maliyetlerinin azalacağını altını çizmektedirler. Ayrıca Demsetz ve Lehn (1985) firma performansı ile ortaklık yapısında yoğunlaşma arasında doğrusal bir ilişkiyi tespit etmişler ve mülkiyet yoğunlaşmasının hem kontrol maliyetlerini düşürücü etkisi hem de finansal kararların hedef doğrultusunda alınmasını kolaylaştırdığını ifade etmişlerdir. Benzer doğrusal bağlantı Çin'de de bulunmuştur (Chang ve Gong, 2000).

Jensen ve Meckling (1976)'in ortaya sürdükleri temsil maliyetlerinin performans üzerindeki negatif etkisi dikkate alındığında, yaygın ortaklık yapısına sahip firmalarda firma yöneticileri daha riskli ve net bu günkü değeri negatif projeleri tercih ederek firma değerini düşürücü etkide bulunabilir. Bu görüşü destekler şekilde, Amihud ve Lev (1981)'in yapmış oldukları ampirik çalışmaya göre, ortaklık yoğunlaşmasının olduğu firmalarda görevli olan yöneticilerin, görel olarak daha az ilişkisiz birleşme ve satın almalara yöneldikleri ortaya çıkmıştır. Lauterbach- Vaninsky

(1999) İsrail de yer alan 280 şirket üzerine 1992-1994 yılları arasında sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin tespiti için yapmış oldukları çalışma sonucunda dışarıdan atanan yöneticinin firma performansını artırıcı etkiye sahip olduğunu bulmuşlardır.

Bir diğer taraftan, Barclay ve Holderness (1989) büyük hisse sahiplerinin varlığı şirkete diğer piyasa katılımcıları tarafından talebinin azalmasına buda şirketin değerinin düşmesine sebep olduğunu ifade etmişlerdir. Ayrıca aile şirketlerinde yöneticilerin ve direktörlerin seçiminin aileler tarafından yapılması 3. tarafların katılımına engel olmaktadır ve bu durum şirketin değerinin aile mülkiyetinde olmayan şirketlere göre düşürmekte olduğunu öne sürmüşlerdir. Aynı şekilde, Leech ve Leahy (1991) İngiltere’de yer alan şirketler ile yaptıkları çalışmada mülkiyet yoğunlaşması ile performan arasında istatistiksel olarak önemli ve negatif bir etki tespit etmişlerdir.

Gündüz ve Tataloğlu (2003)’nun yabancı mülkiyetliliğindeki şirketler ile firma performansı arasındaki ilişkiyi Türkiye örneğinde inceledikleri çalışma sonucunda aktif karlılığı ölçütü açısından yabancı mülkiyetliliğindeki şirketlerin yerel şirketlere göre daha iyi performans sergilediklerini ortaya koymuşlardır. Samiloğlu ve Unlu (2010) İMKB 100’de işlem gören 2002-2007 yıllarına ait verilerin kullanıldığı 70 şirket üzerine yaptıkları performans-ortaklık yoğunlaşması araştırmasında, hem muhasebe hem de piyasa performans ölçütleri açısından, ilişkiyi gösteren herhangi bir önemli istatistiki sonuca ulaşamamışlardır.

Tanrıöven ve Aksoy (2010) yapmış oldukları çalışmada ortaklık yoğunlaşmasının firma performansı üzerine etkisini incelemek amacıyla, 1996–2009 döneminde İMKB’de faaliyet gösteren 113 şirket verisinden hareketle regresyon analizi yapılmışlardır. Performans değişkeni olarak ROA, ROE, Tobins’-q ve Net Kar Marjının alındığı çalışmada, yoğunlaşma değişkeni olarak da yoğunluk, yönetim kurulu büyüklüğü ve üç büyük ortağın payı alınmıştır. Analiz sonucunda genel olarak, satış büyüklüğü ve kar büyümesinin tüm bağımlı değişkenleri pozitif yönlü etkilediği görülmüştür. Ayrıca yoğunluk değişkeninin aktif getirisini ve Tobins’-q’yu, yönetim kurulu büyüklüğünün aktif getirisini ve Tobins’-q’yu, üç büyük ortağın payının ise Tobins’-q’yu pozitif yönde etkilediği de tespit edilmiştir.

Bayraktaroğlu (2010) mülkiyet sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkinin tespit amacıyla İMKB 100 Endeksi’nde 2005-2009 yılları arasındaki verileri dikkate alarak yapmış olduğu çalışmada, performans ölçütü olarak ROA, ROE, Tobins’-q’yu, bağımsız değişken olarak da en büyük ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı, en büyük beş ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı payı ve yönetici payını kullanarak regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda mülkiyet yapısı değişkenlerinin farklı modeller kapsamında finansal performans üzerinde etkili olduğu ifade edilmiştir. Genel olarak yoğunlaşma değişkenleri ve halka açıklık oranlarının finansal performans üzerinde etkisi olduğu tespit edilir.

ken, yabancı payı ve yönetici sahipliği değişkenlerinin finansal performans üzerinde beklenildiğinin aksine etkili olamadığı bulunmuştur.

Karaca ve Ekşi (2012), ortaklık yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmek için İMKB’de işlem gören 50 İmalat Sanayi işletmesi üzerine 2008-2008 yılları arasında ki veri setini kullanarak yapmış oldukları çalışma sonucunda büyük hissedarlar rasyosunu değişken olarak regresyona eklendiğinde vergi öncesi kar bağımlı değişkenine pozitif ve istatistiksel olarak önemli etlide bulunduğunu saptamışlardır.

Birçok çalışmanın, mülkiyet yapısında yoğunlaşma ile firma performansı arasında doğrusal bir ilişkiyi ortaya koymalarına rağmen bazı çalışmalar da doğrusal olmayan ilişkinin varlığını ortaya koymaktadırlar. Morck vd. (1998) Amerika piyasasında yapmış olduğu çalışma sonucunda U şeklinde bir ilişki tespit etmiştir. Bir başka ifadeyle, ortaklık yapısı yoğunlaştıkça artan firma performansı belli bir seviyeden sonra yeni yoğunlaşmanın negatif etkisine dönüşmektedir. Aynı şekilde, Tian (2002) Çin piyasasında bu doğrusal olmayan ilişkiyi bulmuştur.

İlaveten, mülkiyet yapısında yoğunlaşma ile firma performansı arasında hiçbir ilişkinin var olmadığını gösteren çalışmalar da mevcuttur. Agrawal ve Knoeber (1996) yaptıkları çalışma ile istatistiksel açıdan önemli bir ilişkinin var olmadığını göstermişlerdir.

Literatür dikkate alındığında, sermaye yoğunlaşmasının ile firma performansı arasında ki ilişkinin BIST Gıda ve İçecek Endeksi’nde analizine imkân sağlaması yönünden, çalışmamızın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

### **3. Veri Seti ve Yöntem**

#### **3.1. Örneklem**

Çalışmamızda ortaklık yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi farklı ortaklık yoğunlaşma düzeylerinde araştırmak amacıyla Ocak 2007- Aralık 2012 yıllarını kapsayan döneme ait 5 yıllık şirket muhasebe ve piyasa verileri kullanılmıştır. Araştırmamızda, her geçen yıl piyasa değeri yükselen ve karlılıkları artan firmalardan bir kısmının yer aldığı BIST Gıda ve İçecek Endeksinde yer alan 18 şirket yer almıştır. Güncel olarak 23 şirketin hali hazırda işlem gördüğü BIST Gıda ve İçecek Endeksi’nden 5 şirketin veri setimize dâhil edilmemesinin sebebi ilgili dönem aralığında bu şirketlerin verilerinin süreklilik göstermemesidir. Analiz kapsamında olan şirketlere ait veriler şu kanallardan elde edilmiştir: Borsa İstanbul ve Kamu Aydınlatma Platformu’nun web adreslerinden, ayrıca bazı bilgiler şirketlere ait web sayfalarından veya bilanço dip notlarından.

#### **3.2. Bağımlı- Bağımsız- Kontrol Değişkenleri**

Temel amacı ortaklık yoğunlaşması ve firma performansı arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak olan bu çalışmamızda bağımlı değişken olarak kullandığımız per-

formans ölçütleri; Tobins' q, aktiflerin karlılığı (ROA) ve öz sermayenin karlılığı (ROE) ele alınmıştır. Analizimizde kullandığımız bağımsız değişkenler, diğer çalışmalarda da olduğu gibi ortaklı yapısı değişkenleri ve kontrol değişkenleri olarak iki ana grupta oluşturulmuştur. Mülkiyet yapısı değişkenlerimiz: En büyük ortağın sermaye payı, en büyük iki ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı ve halka açıklık oranı analize dahil edilmiştir. Ayrıca modelin istenen verileri açıklama gücünü ve güvenilirlik düzeyini artırmak için genel olarak kullanılan, satışların büyüklüğü ve kaldıraç oranı kontrol değişkenleri olarak seçilmiştir (Bayrakdaroglu, 2010). Tablo 1'de araştırmamızda kullanılan bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenlerinin model içinde kullanım şekilleri ve hesaplama yöntemleri yer almaktadır.

**Tablo 1: Modelde Dikkate Alınan Bağımlı, Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri**

<b>Bağımlı Değişkenler (Tobins'q, ROA, ROE)</b>		
Tabins'q	(Topl. Pasif - Öz Kaynaklar + Piyasa Değeri) / Topl. Aktif	Tobins'q
Aktifin Karlılığı	Dönem Net Karı / Topl. Aktis	ROA
Öz Kaynakların karlılığı	Dönem Net Karı / Öz Kaynaklar	ROE
<b>Bağımsız Değişkenler (OY1, OY2, OY3, H0)</b>		
En Büyük Ortağın Payı	En Büyük Ortağın Sermaye Payı / Topl. Öz Kaynaklar	OY1
En Büyük İki Ortağın Payı	En Büyük İki Ortağın Sermaye Payı / Topl. Öz Kaynaklar	OY2
En Büyük Üç Ortağın Payı	En Büyük Üç Ortağın Sermaye Payı / Topl. Öz Kaynaklar	OY3
Halka Açıklık Oranı	Halka Açık Sermaye Tutarı / Topl. Öz Kaynaklar	H0
<b>Kontrol Değişkenleri (Ln(S), K)</b>		
Satışların Büyüklüğü	Net Satışların Doğal Logaritması	Ln(s)
Kaldıraç Oranı	Toplam Borç / Toplam Varlık	K

### 3.3.Model

Analizimizde, mülkiyet yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi belirlemiş olduğumuz değişkenlerin açıklama düzeylerini tespit etmek amacıyla hem zaman serisi hem de yatay kesit veri setini bir araya getirme imkânı sağlayan panel regresyon tekniği uygulanmıştır. Bu doğrultuda öncelikle aşağıda gösterilen bağımlı ve bağımsız değişkenlerle oluşturulan regresyon setlerimiz gösterilmektedir. Ancak not olarak eklemek gerekirse, daha önce yapılan bazı çalışmalarda ortaya çıkan çoklu doğrusallık problemi sebebiyle (Aksoy, 2013) (araştırmaya konu olan şirketlerin mülkiyet yapılarında bazı yıllarda hiçbir değişme olmamasından kaynaklanan) ve testin açıklama düzeyini artırmak için mülkiyet yapıları her seferinde birer birer regresyona dâhil edilmiş ve etki düzeylerine bakılmıştır (Örneğin: ROA bağımlı değişkeni ile önce sadece OY1, H0 ve kontrol değişkenleri. Sonra, ROA bağımlı değişkeni ile önce sadece OY2, H0 ve kontrol değişkenleri şeklinde her bağımlı değişken ve mülkiyet yapısı için tekrar ederek.)

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY1_{it} + \beta_2 OY2_{it} + \beta_3 OY3_{it} + \beta_4 HO_{it} + \beta_5 Ln(s)_{it} + \beta_6 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad i=1, N \quad t=1, \dots, T \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY1_{it} + \beta_2 OY2_{it} + \beta_3 OY3_{it} + \beta_4 HO_{it} + \beta_5 Ln(s)_{it} + \beta_6 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad i=1, N \quad t=1, \dots, T \quad (2)$$

$$Tobins'q_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY1_{it} + \beta_2 OY2_{it} + \beta_3 OY3_{it} + \beta_4 HO_{it} + \beta_5 Ln(s)_{it} + \beta_6 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad i=1, N \quad t=1, T \quad (3)$$

Eşitlikte görülen Tobins'q, ROA ve ROE performans ölçütleri yani bağımlı değişkenleri; OY1, OY2, OY3 ve H0 bağımsız değişkenleri göstermektedir. Ayrıca, Ln(s) ve K kontrol değişkenlerini temsil etmektedir. İlâveten modelde gösterilen 'i' işletmeyi, 't' dönemi ve 'N' toplam işletme sayısını göstermektedir.

#### 4.Bulgular ve Analiz

Bir önceki bölümde bahsedildiği üzere, oluşturulan panel regresyon modelleri her bir ortaklık yapısı (OY1, OY2, OY3) ve her bir bağımlı değişken yani performans ölçütü (Tobins'q, ROA ve ROE) için ayrı ayrı yapılmıştır. Bu doğrultuda, Tablo 2'de elde edilen sonuçlar yer almaktadır. Tablo 2 Panel A'da sadece OY1 bağımsız değişkeni dikkate alınarak oluşturulan regresyon sonuçları, Panel B'de sadece OY2 bağımsız değişkeni dikkate alınarak oluşturulan regresyon sonuçları, Panel C'de sadece OY3 bağımsız değişkeni dikkate alınarak oluşturulan regresyon sonuçları Model 1 (ROA), Model 2 (ROE) ve Model 3 (Tobins' q) için gösterilmektedir.

Tablo 2'den de anlaşılacağı gibi, finansal performans ile ortaklık yapısındaki yoğunlaşma arasındaki ilişkiyi belirgin hale getirip analiz edebilmek için en büyük ortağın (OY1), en büyük iki ortağın (OY2) ve en büyük üç ortağın (OY3) paylarına isabet eden üç farklı mülkiyet düzeyi için üç farklı modelde testler uygulanmıştır. Panel A'dan elde edilen bulgulara göre işletmenin finansal performansının işletmenin ortaklık yapısından etkilendiği görülmektedir. ROA ve ROE performans ölçütleri ile değerlendirme yapıldığında en büyük ortağın payı ile finansal performans arasında negatif yönlü (kat sayı değerleri sırasıyla: -,378 ve -,415) ve %1 anlamlılık düzeyinde bir ilişkinin varlığı görülmektedir (T-Stat değerleri sırasıyla: -3,616 ve -4,738). Ancak, aynı şekilde negatif ilişkinin olduğu Model 3'de istatistiksel açıdan anlamlı bir sonuç bulunamamıştır. Panel B incelendiğinde mülkiyet yapısında yoğunlaşma meydana geldiğinde, aynı şekilde ROA ve ROE modellerinde istatistiksel açıdan anlamlı sonuçlara ulaşılrken Model 3'de sermaye yoğunlaşması ve firma performansı arasında ki ilişki istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Panel C'den elde edilen regresyon sonuçlarına göre, üç ortağın payı ile RAO ölçütü arasında %10 anlamlılık düzeyinde anlamlılık negatif ilişki çıkarken, ROE ölçütünde aynı ilişkinin istatistikî açıklama derecesi %1 hata payına düşmüştür.

Mülkiyet yapısındaki yoğunlaşma ile firmanın finansal performansı arasındaki negatif yönlü bir ilişkinin ortaya çıkması, daha fazla ortağın bulunması veya ortaklığın tabana yayılması halinde işletmelerin daha yüksek bir performans sergileyebilecekleri şeklinde değerlendirilebilir. Tablo 2 Model 1'den de anlaşılacağı üzere, ortaklık yoğunlaşma düzeyi OY2'ye geldiğinde OY1'deki negatif ilişki az da olsa zayıflayarak devam etmesine rağmen mülkiyet düzeyi OY3 olarak değerlendirildiğinde, literatürde yer alan 'U' şeklinde negatif ilişkide de olduğu gibi tekrardan artmıştır. Diğer taraftan ROE bağımlı değişkenin yer aldığı Model 2'de ise, literatürde rastlanabileceği gibi, ortaklık yapısında ki yoğunlaşma artıkça negatif ilişki de artmıştır. Diğer taraftan, ortaklık yapısında yoğunlaşmanın meydana gelmesi sonucunda işletme aktif ve öz kaynaklarının verimli bir şekilde kullanılmadığını çalışma

kapsamında göstermektedir. Ayrıca, elde edilen bu bulgular, Bayraktaroğlu (2010) tarafından bulunan sonuçlar ile paraleldir.

Kontrol değişkenlerinin kurulan modellerde etki düzeyleri incelendiğinde, Kaldıraç oranının OY3 mülkiyet düzeyinde ki ROA performans ölçütü ile pozitif anlamlı ilişkisi dışın tüm model ve ortaklık yapılarında negatif anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Net satışların doğal logaritması açısından ise, OY1 mülkiyet yapısında bulunan pozitif ve anlamlı ilişki dışında diğer model ve düzeylerde herhangi bir anlamlı ilişki ortaya çıkmamıştır.

**Tablo 2: Mülkiyet Yoğunlaşması Değişkenleri ve Finansal Performans Değişkenleri Arasında Kurulan Panel Regresyon Sonuçları**

**Panel A: Sadece OY1 Bağımsız Değişkeni Dikkate Alınarak Oluşturulan Regresyon Sonuçları**

	Model -1- Bağımlı Değişken: ROA			Model -2- Bağımlı Değişken: ROE			Model -3- Bağımlı Değişken: Tobins' q		
	Katsayı	T-stat	Sig.	Katsayı	T-stat	Sig.	Katsayı	T-stat	Sig.
OY1	-0,378	-3,616	,001***	-0,415	-4,738	,000***	-0,112	-0,881	0,381
H0	-0,003	-0,024	0,981	-0,148	-1,966	,053*	-0,01	-0,09	0,929
K	-0,255	-2,832	,006***	-0,425	-4,218	,000***	-0,35	-2,774	,007***
Ln(S)	0,35	3,39	,001***	-0,07	-0,806	0,423	-0,004	-0,026	0,98
R <sup>2</sup>	0,412			0,588			0,123		
Gözlem S.	86			86			86		

**Panel B: Sadece OY2 Bağımsız Değişkeni Dikkate Alınarak Oluşturulan Regresyon Sonuçları**

	Model -1- Bağımlı Değişken: ROA			Model -2- Bağımlı Değişken: ROE			Model -3- Bağımlı Değişken: Tobins' q		
	Katsayı	T-stat	Sig.	Katsayı	T-stat	Sig.	Katsayı	T-stat	Sig.
OY2	-0,251	-1,896	,062*	-0,513	-4,925	,000***	-0,078	-0,508	0,613
H0	-0,28	-2,948	,004***	-0,145	-1,942	,056*	-0,017	-0,153	0,879
K	0,353	3,158	,002***	-0,265	-2,231	0,28**	-0,348	-2,677	,009***
Ln(S)	-0,027	-0,18	0,857	-0,012	-0,133	0,895	-0,008	-0,047	0,962
R <sup>2</sup>	0,346			0,595			0,118		
Gözlem S.	86			86			86		

**Panel C: Sadece OY3 Bağımsız Değişkeni Dikkate Alınarak Oluşturulan Regresyon Sonuçları**

	Model -1- Bağımlı Değişken: ROA			Model -2- Bağımlı Değişken: ROE			Model -3- Bağımlı Değişken: Tobins' q		
	Katsayı	T-stat	Sig.	Katsayı	T-stat	Sig.	Katsayı	T-stat	Sig.
OY3	-0,272	-1,849	,068*	-0,568	-4,897	,000***	-0,023	-0,132	0,895
H0	-0,283	-2,982	,004***	-0,15	-2,008	,048**	-0,025	-0,222	0,825
K	0,372	3,223	,002***	-0,176	-1,329	0,188	-0,359	-2,681	,009***
Ln(S)	0,012	0,07	0,945	0,029	0,321	0,749	-0,05	-0,256	0,799
R <sup>2</sup>	0,344			0,594			0,115		
Gözlem S.	86			86			86		

Not: \*\*\* %1, \*\* %5 ve \* %10 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.



Kurulan modelde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama kuvvetini gösteren  $R^2$  değerlerinin U şekli gösterdiği, bir diğer ifadeyle ortaklık yapısında yoğunlaşma artıkça modelin açıklama kuvveti artarken (OY2 mülkiyet yapısının kullanıldığında) yoğunlaşmanın en yüksek olduğu OY3 düzeyinde firma performansına etki eden farklı değişkenlere duyulan ihtiyaç tekrardan artmıştır.

### 5.Sonuç

Çalışmamızın amacı doğrultusunda, 2007- 2012 yılları kapsayan dönemde BİST Gıda ve İçecek Endeksinde işlem gören şirketlerin ortaklık yapıları ve firma performansları arasında ki ilişki incelenmiştir. Çoklu doğrusallık problemini gidermek için kurduğumuz modellerde mülkiyet yapısı değişkenlerini birlikte kullanmaktansa ayrı ayrı modellere dâhil ederek değerlendirilmiştir. Gerçekleştirilen panel regresyon bulgularına göre, RAO ve ROE performans ölçütleri dikkate alındığında mülkiyet yapısı ile aralarında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki bulunmasına rağmen aynı şekilde negatif ilişkinin tespit edildiği Tobins' q ölçütünde sonuç istatistiksel açıdan anlamlı çıkmamıştır. İlâveten, Model 1'de ortaklık yoğunlaşma düzeyi OY2'ye geldiğinde OY1'deki negatif ilişki az da olsa zayıflayarak devam etmesine rağmen mülkiyet düzeyi OY3 olarak modele ilave edildiğinde, literatürde yer alan 'U' şeklinde negatif ilişkide de olduğu gibi tekrardan artmıştır. Diğer taraftan ROE bağımlı değişkenin yer aldığı Model 2'de ise, literatürde rastlanabileceği gibi, ortaklık yapısında ki yoğunlaşma ile firma performansı arasındaki negatif ilişki giderek artmıştır.

Bayraktaroğlu (2010) tarafından bulunan sonuçlar ile paralellik göstererek mülkiyet yapısındaki yoğunlaşma ile firmanın finansal performansı arasındaki negatif yönlü bir ilişkinin ortaya çıkması, daha fazla ortağın bulunması veya ortaklık tabana yayılması halinde işletmelerin daha yüksek bir performans sergileyebilecekleri şeklinde yorumlanmaktadır. İlâveten, mülkiyet yapısı ve finansal performans arasındaki ilişkinin negatif ve anlamlı bir ilişkinin bulunduğu ROA ve ROE, bize ortaklık yapısında yoğunlaşmanın meydana gelmesi sonucunda işletme aktif ve öz kaynaklarının verimli bir şekilde kullanılmadığı sonucunu göstermektedir.

Sonuç olarak, kurulan ve modeller ve kullanılan değişkenler dâhilinde mülkiyet yapısı ve firma performansı arasında anlamlı bir ilişkinin varlığından ve etkisinden söz etmek mümkündür. Bu nedenle, finans çevrelerinin etrafında sürekli araştırma ve tartışmalarda bulunduğu finansal performansı açıklama çabalarında, ortaklık yapısında ki değişmelerin ve etkilerinin de göz önüne alınması gerekliliği ifade edilebilir. Nihayetinde, performans değerlemesi yaparken diğer birçok değişken gibi ortaklık yapısında ki değişmelerin ve sonuçlarının analizlere dâhil edilmesi açıklayıcı ve anlamlı sonuçlar verebilir.

Diğer taraftan, gelecek dönemlerde gerçekleştirilecek çalışmalarda, sermaye yoğunlaşmasının yanı sıra yönetim kurulunun yapısı ve CEO'nun firmada ki ortaklık payı gibi farklı değişkenlerinde dikkate alınması analizlerin açıklama gücünü artırması açısından önerilebilir.

**Kaynaklar**

AGRAWAL, A. & KNOEBER, C. R., "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 1996, 377-397.

AKSOY, Mine (2013), "Day of the Week Anomaly for Istanbul Gold Exchange: Gold and Silve Data", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*.

AMIHUD, Y., & Lev, B. (1981), "Corporation Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605-617.

BARCLAY, M. J., Holderness, C. G. (1989), "Private Benefit from Control of Public Corporations", *Journal of Financial Economics*, 25, 371-395.

BAYRAKDAROĞLU, Ali (2010), "Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, Cilt 2, Sayı 2.

BERLE, A. A., MEANS, G. C. (1932), "The Modern Corporations and the Private Property", MacMillan, New York.

CHEN, Y. M. and S. C. GONG (2000), "Ownership Structure and Corporate Performance, Some Chinese Evidence", *Advances in Pacific Basin Financial Markets*, 6, pp. 177-193.

DEMSETZ, H., LEHN, K. (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy* 93:1155-1177.

ERCAN, Metin K. ve BAN, Ünsal (2005), *Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*, Gazi Kitapevi, 6. Baskı, 15-17.

FAMA, Eugene F. ve JENSEN, Michael C. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law & Economics*, University of Chicago Press, vol. 26 (2), ss. 301 – 32

GÜNDÜZ, Lokman, ve TATOĞLU, Ekrem (2003), "A Comparison of the Financial Characteristics of Group Affiliated and Independent Firms in Turkey". *European Business Review*, 15(1), 48-54. <http://dx.doi.org/10.1108/09555340310455191>

JENSEN, M. C., and W. MECKLING (1976), "Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-60.

KARACA, S. Serdar ve EKŞİ, H. İbrahim (2012), "The Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: An Empirical Analysis over Istanbul Stock Exchange (ISE) Listed Companies", *International Business Research*, Vol 5, No.1

LAUTERBACH, Beni ve A. VANINSKY(1999), “Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Israel”, *Journal of Management And Governance*, 3:189-201.

LEECH, D. and J. LEAHY(1991), “Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies”, *The Economic Journal*, 101, pp. 1418-37.

LELAND, Hayne E. (1998), “Agency Costs Risk Management and Capital Structure”, <http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/WP/rpf278.pdf>

MCKNIGHT, Phillip J. and WEIR, Charlie (2009), “Agency Costs, Corporate Governance Mechanism and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Date Analysis”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49: 139-158.

MORCK, R., A. SHLEIFER and R. VISHNY (1998), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20: pp. 293-316.

SHLEIFER A, VISHNY R. (1986), “Large Shareholders and Corporate Control”. *Journal of Political Economy*, 94:461-488.

ŞAMILOĞLU, Famil, & Ulaş ÜNLÜ (2010), “The Relationship Between Ownership Structure and Firm Performance”, *The Journal of Accounting and Finance*, 46: 66-73.

TANRIÖVEN, Cihan ve AKSOY, E. Emine (2010), “İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Ortaklık Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkisi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 46.

TIAN, L. (2002), “Government Shareholding and the Value of China’s Modern Firms”, Working Paper, London Business School.

TURABOĞLU, Tuncay (2002), “Vekalet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması”, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

