

HALKA AÇIKLIK ORANININ FİRMALARIN KÂRLILIĞINA ETKİSİ: TEKSTİL SEKTÖRÜNDE BİR ARAŞTIRMA

Yrd. Doç. Dr. Alper Veli ÇAM
Gümüşhane Üniversitesi, İ.İ.B.F. İşletme Bölümü
alpercam@gumushane.edu.tr

ÖZET

Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören tekstil sektöründeki firmaların 2010-2014 yıllarındaki halka açıklık oranlarının, firmaların kârlılıklarına olan etkisi ölçülmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda net kârlılık oranı, özsermaye kârlılığı, aktif kârlılık ve hisse başı kâr bağımlı değişken, halka açıklık oranı, firma yaşı ve finansal kaldıraç bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Verilerin analizinde panel regresyon modeli kullanılmıştır. Analiz sonucunda genel olarak halka açıklık oranı ile firmaların kârlılığı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir etki tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Mülkiyet Yapısı, Halka Açıklık Oranı, Finansal Performans

THE EFFECT OF FREE FLOAT RATE ON FIRMS PROFITABILITY: A RESEARCH IN THE TEXTILE INDUSTRY

ABSTRACT

This paper aims to investigate the relation between the free float rates and the profitability of textile firms in the Istanbul Stock Exchange (ISE). The data are obtained from 27 textile firms included in the ISE between the year of 2010 and 2014. In this context, return on sales, return on assets, return on equity and, earnings per share are used as dependent variables and free float rate, age of firms and financial leverage are used as independent variables. In analyzing the data, the panel regression model was used. As the result of the study, it was determined that free float rate of firms affect their profitability as negative.

Keywords: Ownership Structure, Free Float Rate, Financial Performance

1. Giriş

Günümüz ekonomik şartlarında sürekli değişen ve gelişen firmaların gelişim ve değişime bağlı olarak rekabet etme kabiliyetleri mülkiyet yapılarına ve finansal performanslarına bağlı olarak şekillenmiştir. Firma ortaklarının, firmada alınacak kararlara etkisi, sahip olunan hisse sayısına göre değişmektedir. Firma hisselerinin büyük bölümünün belirli kişi ya da kurumların elinde olduğu durumlarda yani mülkiyet yoğunluğunun fazla olduğu durumlarda halka açıklık oranı önem kazanmaktadır. Halka açıklık oranının düşük ya da yüksek olması alınacak kararlarının hızını, maliyetini, firma kârlılığını ve dolayısıyla finansal performansı etkilemektedir. Mülkiyet ve performans

arasındaki ilişki üzerine kapsamlı literatür var olmasına rağmen deneysel sonuçlar oldukça farklı sonuçlar ortaya çıkarmıştır. Özellikle çalışmaların birincil odak noktası gelişmiş ülkeler olmuş ve rekabetin yoğun olmadığı ülke ve sektörlerdeki gösteren firmalar tercih edilmiştir (Kalluru, 2009: 33). Bu açıdan çalışmada gelişmekte olan ülkelere olan Türkiye’de tekstil sektöründe faaliyet gösteren firmaların mülkiyet yapılarının (halka açıklık oranının) ve finansal performansların araştırılması konu edilmiştir.

Bu doğrultuda çalışmada, 2010-2014 dönemlerinde Borsa İstanbul’da hisseleri işlem gören ve tekstil sektöründe faaliyet gösteren firmaların halka açıklık oranları ile kârlılıkları (finansal performans) arasındaki ilişki ve bu ilişkinin yönü araştırılmıştır.

2. Teorik Çerçeve ve Literatür Özeti

Mülkiyet yapısı gerek alınacak kararlar gerekse firmanın performansı açısından oldukça önemlidir. Mülkiyet yapısı ile ilgili temel düşünceler, firmaların farklı stratejiler kullanmalarına ve tercihlerini açıklamaya yardımcı olacaktır (Hill and Snell, 1989: 44). Firmaların değerlendirilmesi için dağıtık mülkiyet yapıları ile elde edilen likiditelerinin ve risklerini çeşitlendirmelerinin bir takım faydaları mevcuttur (Maury, 2006: 333). Mülkiyet yapısı; ürünün pazardaki rekabet durumu, hissedarların etkinliği ve ticari faaliyetlerde ortaklara mekanizmaları kontrol edebilme imkanı sağlamaktadır (Shleifer and Vishny, 1997; Akt., Dwivedi and Jain, 2005: 162). Mülkiyet yapılarındaki istikrar yada istikrarsızlık mülkiyet ve performans arasındaki ilişkilerde negatif veya pozitif sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Yoğunlaştırılmış firmalar açısından mülkiyet-performans ile ilgili bir genelleme elde etmek için Japon firmaların durumu örnek verilebilir. Japonya oldukça gelişmiş bir ülke olduğu için dünyada yaygın olan yoğunlaştırılmış mülkiyet ve kontrol yapıları ile karakterize edilebilir. Bu açıdan Japon şirketlerinin mülkiyet yapıları genellikle likit portföyü yüksek yatırımcılar arasında parçalanmış olmasından ziyade hissedarlar arasında istikrarlı, stratejik odaklı bir yoğunlaşma söz konusudur (Hu and Izumida, 2008: 342). Holderness (2009), çalışmasında mülkiyet yapısını ABD’deki firmalar ile ülkelerdeki firmaları karşılaştırmalı olarak incelemiştir. Çalışmada mülkiyet yapıları arasındaki farklılıkların temel sebebinin firmaların yaşı ve sanayilerinden kaynaklandığını savunmuştur.

Mülkiyet yapısıyla firmaların performansı arasında olumlu ya da olumsuz ilişkiler meydana gelebilmektedir. Genel olarak yönetimdeki farklılıkların (firma kurucusunun aile üyesi olması gibi) öz sermaye mülkiyet yapısının firma performansı üzerinde etkileri olmaktadır (Short, 1994: 223). Bunu belirlemeye yönelik yapılan çalışmaların temeli 1930’lu yıllara dayanmaktadır. Berle ve Means (1932), çalışmalarında mülkiyet yapısı ile bir firmanın performansı arasında ilişki olabileceğini öne sürmüşlerdir. Bu tarihten günümüze konuyla ilgili birçok çalışma yapılmıştır.

Dalton vd. (1999), çalışmalarında firmaların yönetim kurulu boyutu ile finansal performans arasında sıfırdan farklı pozitif ilişki bulmuşlardır. Chhibber ve Majumdar (1999), çalışmalarında Hindistan ekonomisinde, yabancı sermaye teşebbüsleri üzerindeki kısıtlayıcı politikaların serbestleşmesinin, petrol arama ve enerji üretimi gibi pek çok sanayi sektörünü geliştirdiğini tespit etmişlerdir. Rhoades vd. (2000), çalışmalarında yönetim kurulu bileşimi ve finansal performans arasındaki ilişkinin işletme tanımlarının üzerine ılımlı etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Demsetz ve Villalonga (2001),

çalışmalarında 223 firmanın mülkiyet yapılarını ve performanslarını incelemişlerdir. Çalışmada, mülkiyet yapılarının firmaların performansları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Pedersen ve Thomsen (2003), çalışmalarında Kıta Avrupa'sındaki şirketlerin verileri ile firma davranışlarının ve performansın firmaların mülkiyet haklarını etkilediğini ve önemli sonuçlar ortaya çıkardığını vurgulamışlardır. Omran ve Fund (2004) çalışmalarında Mısır'ın Kamu İktisadi Teşebbüsleri çerçevesinde, 1994 ile 1998 yılları arasında özelleştirilen 69 firmayı incelemişlerdir. Çalışmada firmaların finansal performansları ve mülkiyet yapılarındaki değişimler ve farklılıklar incelenmiştir. Çalışma sonucunda, özelleştirmenin daha iyi finansal performans oluşturduğunu ortaya çıkardığı savunulmuştur. Gençtürk ve Usul (2003), çalışmalarında 2000-2001 dönemlerinde hisse yoğunluğunun bankacılık sektörüne performansa etkisini incelemişlerdir. Çalışmada aktif kârlılık oranları ve sermaye yeterlik oranları ile en büyük hissedarın sermaye payı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Chen vd. (2005), çalışmalarında firmaların entelektüel sermaye değerlerinin firmaların finansal performanslarını artırmada önemli rol oynadığına vurgu yapmışlardır. Bu ve benzeri sonuçlar mülkiyet yapısı ile performans arasında sistematik bir ilişki olması gerektiğini ortaya koymaktadır (Chen, 2006: 162).

Harbula (2007), çalışmasında, Fransız şirketlerin mülkiyet yapılarının ve yönetimlerinin özelliklerinin içeriden ve dışarıdan karışık bir şekilde kontrol edildiğine vurgu yapmıştır. ABD ve İngiltere'de halka açık şirketlerin dağınık bir mülkiyet yapılarına sahip olmalarına karşın, Fransız hükümeti ya da diğer şirketlerinin büyük çoğunluğunun; kurucuları, kurucu aileleri ve hissedarları dahil geniş bir yaşam alanına sahip olduğunu belirlemiştir. Kapopoulos ve Lazaretou (2007) ise çalışmalarında Yunanistan'da listelenen 175 firmayı incelemişler ve uygulamış oldukları deneysel verilerde kârlılık ile mülkiyet yapısı arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Zeitun (2009), çalışmasında 1989-2006 yılları arasında 167 Ürdünlü Şirketin finansal performanslarının ve başarısızlıklarının mülkiyet yapısı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Deneysel sonuçlar, Ürdünlü firmaların performans ve değerlerinin mülkiyet yapıları ve mülkiyet konsantrasyonları üzerinde önemli rol oynadığını göstermiştir. Mülkiyet yoğunlaşması ile firma performansı arasında negatif korelasyon varken, firma karlılığının firma performansı üzerinde olumlu etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Fazlzadeh vd. (2011), çalışmalarında Tahran Borsasında listelenen 137 firmanın 2001 ile 2006 dönemlerini incelemişlerdir. Mülkiyet konsantrasyonu, kurumsal sahiplenme ve kurumsal sahiplik konsantrasyonlarını ele alan yazarlar, mülkiyet konsantrasyonunun firmanın performansı üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığını ve kurumsal sahiplenmenin firmanın performansı üzerine olumlu etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Srivastava (2011), çalışmasında Hindistan Bombay Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı aktif olan 98 borsa şirketinin 2009-2010 yılları itibarıyla firmaların mülkiyet yapıları ile performansları arasındaki ilişkiyi ele almıştır. Bulgular Hint pazarındaki firmaların çok yoğun bir mülkiyet yapısına sahip olduklarını ortaya koymuştur. Ayrıca çalışmada firmaların mülkiyet yapısı dışında ekonomik, politik-

siyasal, içeriksel-bağlamsal faktörlerin de firmaların performanslarını etkileyebileceğini tespit etmiştir.

Choi vd. (2012), çalışmalarında güçlü mülkiyet konsantrasyonları ile Kore firmalarının, büyük makroekonomik faktörler ve dışsal baskılar sonucu kendi mülkiyet yapılarını değiştirmek zorunda kaldıklarını (örneğin, hükümet politikaları direktifleri, daha açık sermaye piyasası, IMF talimatları ile yeniden yapılanma planları ve küreselleşme talepleri) belirlemişlerdir. Gardner vd. (2012) çalışmalarında; 2006 ile 2009 yılları arasında Malezya ACE pazarında faaliyette bulunan 82 şirketin finansal performanslarını incelemişlerdir. Çalışmada, mülkiyet yapısı, kaldıraç ve denetim kalitesinden oluşan bağımsız değişkenlerle finansal performans arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Turki ve Sedrine (2012) çalışmalarında 1998-2009 yılları içerisinde Tunus'daki 23 firmanın mülkiyet yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada firmaların mülkiyet yapıları ile firma performansı arasında ters bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Zakaria vd. (2014), 2005-2010 yılları arasında Malezya'da yapmış oldukları çalışmada 73 firmanın (ticaret-hizmet) mülkiyet yapıları ile firma performansları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma 2007-2008 yıllarındaki kriz dönemi, kriz öncesi ve kriz sonrası dönem olarak üç açıdan ele alınmıştır. Elde edilen bulgulara göre, firma yatırımlarının kriz öncesi dönemde firma performansını artırmaya yardımcı olduğu, kriz döneminde ve sonrasında ise aynı durumun oluşmadığı tespit edilmiştir. Çalışmada ayrıca, finansal kaldıraç yüksek olan firmaların, kriz öncesi ve kriz dönemlerinde düşük performans gösterdikleri ve kriz sonrası dönemde firma büyüklüğünün finansal performanslarını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

3. Metodoloji

3.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, firmalardaki halka açıklık oranının, firmaların finansal performansına olan etkisini ve yönünü tespit etmektir. Bu amaç çerçevesinde, Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören 27 adet tekstil firmasının 2010-2014 yıllarını kapsayan 5 dönemlik verileri incelenmiştir. Araştırma kapsamındaki firmalar Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1. Analiz Kapsamında İncelenen Tekstil Firmaları

No	Firma Adı	No	Firma Adı
1	AKIN TEKSTİL	15	HATAY TEKSTİL
2	ARBUL TEKSTİL	16	İDAŞ
3	ARSAN TEKSTİL	17	KARSU TEKSTİL
4	BİLİCİ YATIRIM	18	KORDSA GLOBAL
5	BİRKO MENSUCAT	19	LÜKS KADİFE
6	BİRLİK MENSUCAT	20	MENDERES TEKSTİL
7	BİSAŞ TEKSTİL	21	MENSA

8	BOSSA	22	RODRİGO TEKSTİL
9	DAGİ GİYİM	23	ROYAL HALI
10	DERİMOD	24	SÖKTAŞ
11	DESA DERİ	25	SÖNMEZ PAMUKLU
12	DİRİTEKS TEKSTİL	26	YATAŞ
13	ESEM SPOR GİYİM	27	YÜNŞA
14	GEDİZ İPLİK		

3.2. Veri Seti ve Yöntem

Çalışma kapsamındaki firmalara ait veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun resmi web sitesinde yayınlanan mali tablolardan ve aynı sitede yer alan firmalara ait bilgilerden elde edilmiştir. Çalışmada, Borsa İstanbul'da hisseleri kota edilmiş ve tekstil sektöründe faaliyet gösteren firmaların 2010-2014 yılı verilerinin incelenebilmesi için toplam 9 adet değişken kullanılmıştır. Bu değişkenler, literatürdeki çalışmalarda kullanılan değişkenlerden oluşturulmuştur. Elde edilen değişkenler, Olabilirlik Oranı ile İleriye Doğru (Forward Likelihood Ratio- Forward:LR) Yöntemi ile elenerek modellerde kullanılacak olan değişkenlere ulaşılmıştır. Bu kapsamda çalışmada kullanılan değişkenler Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2. Analizde Kullanılan Değişkenler

DEĞİŞKENLER		AÇIKLAMA
BAĞIMLI	NKAR	Net Kar / Satışlar
	ÖKAR	Net Kar / Özsermaye
	AKAR	Net Kar / Toplam Aktifler
	HBK	Net Kar / Hisse Senedi Sayısı
BAĞIMSIZ	HAO	Halka Açıklık Oranı
	FFS	Firmanın Faaliyet Süresi
	FKAL	Finansal Kaldıraç Oranı
	ABÜY	Aktiflerdeki Toplam Büyüme

KON TROL	SBÜY	Satış Gelirlerindeki Toplam Büyüme
-------------	------	---------------------------------------

Çalışmada Tablo 2’de gösterilen değişkenler kullanılarak toplam 4 farklı model oluşturulmuştur. Bu modeller aşağıda gösterilmiştir.

$$\text{MODEL 1 : NKAR}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1\text{HAO} + \beta_2\text{FFS} + \beta_3\text{FKAL} + \beta_4\text{ABÜY} + \beta_5\text{SBÜY} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{MODEL 2 : ÖKAR}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1\text{HAO} + \beta_2\text{FFS} + \beta_3\text{FKAL} + \beta_4\text{ABÜY} + \beta_5\text{SBÜY} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\text{MODEL 3 : AKAR}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1\text{HAO} + \beta_2\text{FFS} + \beta_3\text{FKAL} + \beta_4\text{ABÜY} + \beta_5\text{SBÜY} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\text{MODEL 4 : HBK}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1\text{HAO} + \beta_2\text{FFS} + \beta_3\text{FKAL} + \beta_4\text{ABÜY} + \beta_5\text{SBÜY} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Çalışmada Panel Veri Analiz Yöntemi kullanılmıştır. Panel veriler yatay kesit verileri ile zaman serilerinin birleşiminden oluşmaktadır. Yatay kesit bağımlılığın araştırılması için Pesaran panel birim kök testi (CDLM) yapılmıştır. Çalışmada ayrıca, ele alınan değişkenlerin durağanlığı ikinci nesil birim kök testi olan Pesaran (2007) testi ile araştırılmıştır.

Panel veri analizinde sabit etkiler modelinin mi yoksa rassal etkiler modelinin mi seçileceği genellikle Hausman tarafından önerilen test istatistiği ile belirlenebilmektedir. Bu test ile sabit etkiler modelinin parametre tahmincileri ile rassal etkiler modelin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı incelenmektedir. Bu doğrultuda hangi modelin seçileceğini belirlemek için Hausman testi gerçekleştirilmiştir.

4. Bulgular

4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada veriler analiz edilirken kesit ve zaman serileri birlikte ele alındığından, bu özellik dikkate alınarak tanımsal istatistikler panel veri formunda hesaplanmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 3’de gösterilmiştir.

Tablo 3. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Minimum	Maksimum	Mean	Standart Sapma
NKAR	-0,692082	0,916366	0,132743	0,187897
ÖKAR	-0,005439	1,180198	0,159662	0,226278
AKAR	-0,003759	0,358654	0,067934	0,070167
HBK	-0,013333	3,707867	0,276057	0,402393
HAO	3	97	38,15	24,64
FFS	14	50	33,40	11,11914
FKAL	0,037448	7,544867	1,236369	1,268194
ABÜY	-0,531617	0,891079	0,119885	0,234620
SBÜY	-0,940203	4,1277484	0,1574631	0,5604162

Tablo 4'deki istatistikleri incelediğimizde Türkiye'nin öncü sektörleri arasında gösterilen tekstil sektöründe net kârlılık ortalamasının yaklaşık % 13, özsermaye kârlılığının % 16 ve aktif kârlılık oranının % 6 ve hisse başı kârın 0,27 olduğu görülmektedir. İlgili dönemde sektörde halka açıklık oranı % 38'dir. Sektörde, en düşük firmanın % 3, en yüksek firmanın ise % 97 oranında hisse senetlerinin halka arz edildiği görülmektedir. Firmaların faaliyet sürelerine baktığımızda ise sektördeki firmaların ortalama faaliyet süresi 33 yıldır. Finansal kaldıraç derecesi ortalaması 1,23'dür. Bu durum sektörde borç stoklarının yüksek olduğunu göstermektedir.

4.2. Bağımlılık ve Durağanlık Testleri

Çalışmada kullanılan modellerin yatay kesit bağımlılığın araştırılması için Pesaran panel birim kök testi (CDLM) uygulanmıştır. CDLM testi sonuçları Tablo 4'de gösterilmiştir.

Tablo 4. CDLM Test Sonuçları

Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
CDLM	Olasılık	CDLM	Olasılık	CDLM	Olasılık	CDLM	Olasılık
12.254	0,0000*	13.545	0,0000*	14.525	0,0000 ^c	18.798	0,0000*

Not: *, katsayının istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Buna göre modellerin yatay kesit bağımlılığı % 1 düzeyinde anlamlıdır. Çalışmada yatay kesit bağımlılığının araştırılmasından sonra durağanlık testleri yapılmıştır. Değişkenlerin durağanlığı araştırılırken Pesaran (2007) birim kök testinden yararlanılmıştır. Değişkenlerin durağanlık sonuçları Tablo 5 ve Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 5. Durağanlık Testi Sonuçları Düzey (0)

Değişkenler	Değer	Olasılık	Değişkenler	Değer	Olasılık
NKAR	0.176	0,337	FFS	1.089	0,574
ÖKAR	-5.425	0,000*	FKAL	-2.265	0,000*
AKAR	-2.695	0,024**	ABÜY	-3.220	0,001*
HBK	-4.564	0,021**	SBÜY	-2.725	0,000*
HAO	-3.368	0,000*			

Tablo 5 incelendiğinde, ÖKAR, HAO, FKAL, ABÜY ve SBÜY değişkenlerinin % 1 düzeyinde anlamlı, AKAR ve HBK değişkenlerinin % 5 düzeyinde anlamlı ve durağan olduğu görülmektedir. NKAR ve FFS değişkenleri ise (0) düzeyinde durağan olmadığından (1) düzeyinde durağanlığı araştırılmış ve sonuçlar Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 6. Durağanlık Testi Sonuçları Düzey (1)

Değişkenler	Değer	Olasılık	Değişkenler	Değer	Olasılık
NKAR	-6.864	0,000*	FFS	-5.672	0,000*

Tablo 6'da (0) düzeyinde durağan olmadığı tespit edilen değişkenler için (1) düzeyinde yapılan durağanlık sonuçlarına göre iki değişkeninde % 1 düzeyinde durağan olduğu görülmektedir.

Durağanlıkların araştırılmasının ardından çalışmada sabit etkiler modelinin mi yoksa rassal etkiler modelinin mi kullanılacağına karar vermek için Hausman testinden faydalanılmıştır. Panel veri analizinde sabit etkiler modelinin mi yoksa rassal etkiler modelinin mi seçileceği genellikle Hausman tarafından önerilen test istatistiği ile belirlenebilmektedir. Bu test ile sabit etkiler modelinin parametre tahmincileri ile rassal etkiler modelin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı incelenmektedir. Hausman test sonuçlarına göre modellerin tamamı için olasılık değerleri 0,05'den büyük bulunmuş ve aşağıdaki H0 hipotezi kabul edilerek yorumlanmıştır.

H0: $E(\epsilon_i | X_i) = 0$ kesit verisi ve zaman serisi etkileri rastsaldır ve korelasyon yoktur.

4.3. Panel Regresyon Analiz Sonuçları

Çalışmada kurulan modellerin regresyon sonuçları aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir. Her bir model için bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü için R², otokorelasyon problemini test etmek için Durbin Watson (DW) ve modellerin bir bütün olarak anlamlılığını test etmek için F testinden yararlanılmıştır.

Tablo 7. Model 1 Panel Regresyon Sonuçları

MODEL 1 : NKAR (Bağımlı Değişken) REM				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t istatistik	Olasılık
HAO	-0.122544	0.065243	-3.986854	0.0000*
FFS	0,002365	0.002548	1.036524	0.2165
FKAL	0.012364	0.065874	4.236454	0.0000*
ABÜY	0.013654	0.036545	1.252654	0.2456
SBÜY	0.056987	0.046587	4.251654	0.0000*
R ² = 0.382481		DW = 1.55687		
F testi = 38.9652		F olasılık = 0.0000		

* % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 7'de görüleceği üzere, bağımlı değişkenin NKAR olduğu modelde, modelin açıklama gücü % 38'dir. Burada, HAO, FKAL ve SBÜY değişkenleri ile bağımlı değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Satışlardaki büyüme ve finansal kaldıraç ile NKAR arasında pozitif yönlü bir ilişki varken, halka açık oranı ile NKAR arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Tablo 8: Model 2 Panel Regresyon Sonuçları

MODEL 2: ÖKAR (Bağımlı Değişken) REM				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t istatistik	Olasılık
HAO	-0.046553	0.029942	-3.961814	0.0001*
FFS	0.136572	0.068784	0.995687	0.1800
FKAL	0.122544	0.025245	4.986854	0.0000*
ABÜY	-0.126587	0.116987	-1.06587	0.1500
SBÜY	0.106581	0.156942	1.968742	0.1100
R ² = 0.28658		DW = 1.82657		
F testi = 7.458978		F olasılık = 0.0000		

* % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Model 2'ye ait panel regresyon sonuçları Tablo 8'de gösterilmiştir. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken olan ÖKAR'ı açıklama gücünün % 28 olduğu bu modelde, HAO değişkeni ile bağımlı değişken arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Bunun yanında finansal kaldıraç ile bağımlı değişken arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Firmalarda halka açıklık oranı azaldıkça öz sermaye karlılığı artmaktadır.

Tablo 9: Model 3 Panel Regresyon Sonuçları

MODEL 3 : AKAR(Bağımlı Değişken) REM				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t istatistik	Olasılık
HAO	-0.015687	0.054879	-3.728694	0.0000*
FFS	0.056572	0.039875	1.223654	0.1900
FKAL	0.003658	0.001587	0.876842	0.3340
ABÜY	0.056879	0.025872	3.856987	0.0001*
SBÜY	0.046852	0.026548	1.116987	0.1790
R ² = 0.325874		DW = 1.65687		
F testi = 24.75986		F olasılık = 0.0000		

* % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünün % 32 olduğu Model 3'e ait panel regresyon sonuçları Tablo 9'da gösterilmiştir. Bu modelde bağımlı değişken olarak AKAR kullanılmıştır. Regresyon sonuçlarına göre önceki iki modelde olduğu gibi halka açıklık oranı ile bağımlı değişken arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Aktiflerdeki büyüme ile bağımlı değişken arasında ise anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Tablo 10: Model 4 Panel Regresyon Sonuçları

MODEL 4 : HBK (Bağımlı Değişken) REM				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t istatistik	Olasılık
HAO	-0.042322	0.001687	-3.372086	0.0003*
FFS	0.036587	0.006587	1.365875	0.2524
FKAL	0.002988	0.078464	3.776851	0.0000*
ABÜY	0.035482	0.006978	1.252488	0.2547
SBÜY	0.053653	0.036587	1.221654	0.1669
R ² = 0.426587		DW = 1.826984		
F testi = 36.8569		F olasılık = 0.0000		

* % 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 10'da ise Model 4'e ait regresyon sonuçları verilmiştir. Bu modelde hisse başı kâr bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Modelin açıklama gücü % 42'dir. Regresyon sonuçlarına göre halka açıklık oranı ile hisse başı kâr arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Finansal kaldıraç ile hisse başı kar arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur.

Çalışmada kullanılan 4 model birlikte ele alındığında tüm modellerde halka açıklık oranı ile bağımlı değişkenler olan net kârlılık oranı, özsermaye kârlılığı, aktif kârlılık oranı ve hisse başı kâr arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Liteartürde, mülkiyet yapısı ile finansal performans arasında ilişki tespit edilen ve edilemeyen çalışmalar mevcuttur. Mcconnel ve Servaes (1995); Pagano, Panetta ve Zingales (1998); Doukas, Kim ve Pantzalis (2000); Thomsen ve Pedersen (2000); Mıwa ve Ramseyer (2003); Gençtürk ve Usul (2003); Cheng (2008); Bayrakdaroğlu (2010); Aytakin ve İbiş (2014); Kendirli ve Konak (2015), çalışmalarında mülkiyet yapısıyla finansal performans arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmalarda halka açıklık oranındaki artışın firma kârlılığını düşürdüğü tespit edilmiştir. Bu sonuçların yanında literatürde negatif yönlü ilişki tespit edilemeyen çalışmalarda mevcuttur. Craswell, Taylor ve Saywell (1997); Short ve Keasey (1999); Estrin ve Rosevear (1999); Krivogorsky (2000), ise çalışmalarında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Yapılan çalışmalarda farklı sonuçlar ortaya çıkmasının temel sebebi, araştırma kapsamındaki firmaların ve araştırma dönemlerinin farklılıkları olduğunu söyleyebiliriz.

Çalışmada finansal kaldıraç ile net kârlılık oranı ve hisse başı kâr arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki, aktif büyüme oranı ile aktif kârlılık arasında pozitif yönlü bir ilişki ve satışlardaki büyüme ile net kârlılık oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Firmanın faaliyet yaşı ile bağımlı değişkenler arasında 4 modelde de, anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

5. Sonuç

Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören ve tekstil sektöründe faaliyet gösteren 27 adet firmanın mülkiyet yapıları ile finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Halka açık firmaların mülkiyet yapısının belirli bir kısmını oluşturan halka açıklık oranı ile firma yaşı ve finansal kaldıraç bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Finansal performans göstergelerinden olan net kârlılık oranı, özsermaye kârlılığı, aktif kârlılık oranı ve hisse başı kâr ise oluşturulan 4 modelde ayrı ayrı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Modellerin açıklama gücünü arttırabilmek için aktiflerdeki büyüme ve satışlardaki büyüme değişkenleri kontrol değişkenleri olarak modellere dâhil edilmiştir. Çalışmada, ilgili firmaların 2010-2014 dönemine ait verileri kullanılmıştır.

Araştırmanın bulgularına halka açıklık oranının sektör ortalaması % 38'dir. Bu firmalardan en düşüğü % 3, en yükseği ise % 97 oranında hisselerini halka arz etmiştir. Türkiye'nin öncü sektörlerinden biri olarak gösterilen tekstil sektöründe, firmalar faaliyet süresi ortalaması 33 yıldır. Kârlılık oranları incelendiğinde ise sektörde net kârlılık oranının % 13, özsermaye kârlılığının % 16, aktif karlılığının % 6 ve hisse başı kârın 0,27 olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada oluşturulan 4 modelin panel regresyon sonuçları incelendiğinde genel olarak, halka açıklık oranı ile firmaların kârlılığı arasında anlamlı

ve negatif bir etkinin olduğu tespit edilmiştir. Halka açıklık oranı düştükçe firmaların kârlılığı artmaktadır. Bu sonuç tüm kârlılık düzeyinde aynıdır. Bunun yanında finansal kaldıraç ile net kârlılık, özsermaye kârlılığı ve hisse başı kâr arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Benzer şekilde satışlardaki büyüme ile net kârlılık ve aktiflerdeki büyüme ile aktif kârlılık oranı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcuttur. Firmaların faaliyet süresi ile bağımlı değişkenler arasında ise anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Elde edilen bu bulgular çerçevesinde halka açıklık oranı düşük ve hisselerin daha çok belirli kişi yada kurumların elinde bulunduğu firmalarda kârlılık oranlarının göreceli olarak yüksek olduğunu söyleyebiliriz. Verilerin zaman boyutu ve kesit boyutunu birleştiren panel regresyon modeli kullanılarak elde edilen sonuçlar, yatırımcılar, firma yöneticileri, ortaklar ve yapılacak akademik çalışmalar açısından karar alma süreçlerinde kılavuzluk edebilir. Firmaların finansal performansların değerlendirildiği çalışmalarda mülkiyet yapısının da dikkate alınması gerekmektedir. Bu durum kurulacak olan ekonometrik modellerin açıklama gücünü arttıracaktır. Bunun yanında bu çalışmadaki modellere eklenmeyen mülkiyet yapısı bileşenlerinden aile şirketi olup olmadığı, yabancı sermaye payı, yönetici sahipliği gibi değişkenler ileride yapılacak olan çalışmalarda modellere dâhil edilebilir.

Kaynakça

- Aytekin, S., & İbiş, A. (2014), Mülkiyet yapısının işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesi: Bıst metal eşya. makina endeksi (xmesy) üzerinde bir uygulama, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (40), 119-130.
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). Mülkiyet yapısı ve finansal performans: İMKB örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11-20.
- Berle, A. A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. Harcourt, Brace, & World, New York.
- Chen, M. C., Cheng, S. J., & Hwang, Y. (2005). An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), 159-176.
- Chen, M. Y. (2006). Managerial ownership and firm performance: an analysis using switching simultaneous-equations models. *Applied Economics*, 38(2), 161-181.
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157-176.
- Chhibber, P. K., & Majumdar, S. K. (1999). Foreign ownership and profitability: property rights, control, and the performance of firms in Indian industry*. *The Journal of Law and Economics*, 42(1), 209-238.
- Choi, S. B., Park, B. I., & Hong, P. (2012). Does ownership structure matter for firm technological innovation performance? The case of Korean firms. *Corporate Governance: An International Review*, 20(3), 267-288.

- Craswell, A. T., Taylor, S. L., & Saywell, R. A. (1997). Ownership structure and corporate performance: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 5(3), 301-323.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674-686.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233.
- Doukas, J. A., Kim, C., & Pantzalis, C. (2000). Security analysis, agency costs, and company characteristics. *Financial Analysts Journal*, 56(6), 54-63.
- Dwivedi, N., & Jain, A. K. (2005). Corporate governance and performance of Indian firms: The effect of board size and ownership. *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 17(3), 161-172.
- Estrin, S., & Rosevear, A. (1999). Enterprise performance and ownership: The case of Ukraine. *European Economic Review*, 43(4), 1125-1136.
- Fazlzadeh, A., Hendi, A. T., & Mahboubi, K. (2011). The examination of the effect of ownership structure on firm performance in listed firms of Tehran stock exchange based on the type of the industry. *International Journal of Business and Management*, 6(3), 249-266.
- Gençtürk, M., & Usul, H. (2003). Finansal krizlerin hisse yoğunluğu açısından şirket performansına etkileri ve bankacılık sektöründe bir inceleme. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(3), 1-8.
- Harbula, P. (2007). The ownership structure, governance, and performance of French companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 88-101.
- Hill, C. W., & Snell, S. A. (1989). Effects of ownership structure and control on corporate productivity. *Academy of Management Journal*, 32(1), 25-46.
- Holderness, C. G. (2009). The myth of diffuse ownership in the United States. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1377-1408.
- Hu, Y., & Izumida, S. (2008). Ownership concentration and corporate performance: A causal analysis with Japanese panel data. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 342-358.
- Kalluru, S. R. (2009). Ownership structure, performance and risk in Indian commercial banks. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(8), 31-45.
- Kapopoulos, P., & Lazaretou, S. (2007). Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 144-158.
- Konak, F., & Kendirli, S. (2015). Sermaye yoğunlaşmasının firma performansı üzerine etkisi: Bist gıda ve içecek endeksi uygulaması. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 15, 123-134.

- Krivogorsky, V. (2000). Corporate ownership and governance in Russia. *The International Journal of Accounting*, 35(3), 331-353.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Miwa, Y., & Ramseyer, J. M. (2003). Does ownership matter? Evidence from the zaibatsu dissolution program. *Journal of Economics & Management Strategy*, 12(1), 67-89.
- Omran, M. (2004). Performance consequences of privatizing Egyptian state-owned enterprises: The effect of post-privatization ownership structure on firm performance. *Multinational Finance Journal*, 8(1/2), 73-114.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (2003). Ownership structure and value of the largest European firms: The importance of owner identity. *Journal of Management and Governance*, 7(1), 27-55.
- Rhoades, D. L., Rechner, P. L., & Sundaramurthy, C. (2000). Board composition and financial performance: A meta-analysis of the influence of outside directors. *Journal of Managerial Issues*, 12(1), 76-91.
- Short, H. (1994). Ownership, control, financial structure and the performance of firms. *Journal of Economic Surveys*, 8(3), 203-249.
- Short, H., & Keasey, K. (1999). Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 5(1), 79-101.
- Srivastava, A. (2011). Ownership structure and corporate performance: Evidence from India. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(1), 23-29.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Turki, A., & Sedrine, N. B. (2012). Ownership structure, board characteristics and corporate performance in Tunisia. *International Journal of Business and Management*, 7(4), 121-132.
- Zakaria Z., Purhanudin N. & Palanimally Y.R. (2014). 'Ownership structure and firm performance: evidence from Malaysian trading and services sector', *European Journal of Business and Social Sciences*, 3(2), 32-43.
- Zeitun, R. (2009). Ownership structure, corporate performance and failure: Evidence from panel data of emerging market the case of Jordan. *Corporate Ownership and Control*, 6(4), 96.