

PAPER DETAILS

TITLE: MÜLKİYET YAPISININ İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ
ETKİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ: BİST METAL EŞYA, MAKİNA ENDEKSİ (XMESY)
ÜZERİNDE BİR UYGULAMA

AUTHORS: SINAN AYTEKİN,AYSENUR İBİS

PAGES: 0-0

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/55953>

MÜLKİYET YAPISININ İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ: BIST METAL EŞYA, MAKİNA ENDEKSİ (XMESY) ÜZERİNDE BİR UYGULAMA

Sinan AYTEKİN

Yrd. Doç. Dr., Balıkesir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, saytekin@balikesir.edu.tr

Ayşenur İBİŞ

Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe ve Finansman Tezli Yüksek Lisans Öğrencisi,
ayse.nur90@hotmail.com

ÖZET: Bu çalışmada, Borsa İstanbul Metal Eşya, Makina Endeksinde 2009-2012 yıllarında işlem görmüş olan 23 adet işletmenin mülkiyet yapılarının finansal performanslarına olan etkilerinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla bağımlı değişkenler olan aktif karlılığı (ROA), özkaynak karlılığı (ROE), Tobin's-Q oranları ile bağımsız değişkenler olan en büyük ortağın payı (OY1), en büyük iki ortağın payı (OY2), en büyük üç ortağın payı (OY3), yabancı payı (YP) ve halka açıklık oranı (HAO) ile ilişkilendirilmiştir. Modelin açıklama gücünü artırabilmek için ise kontrol değişkenleri olarak satışların büyüklüğü (Ln(s)) ve kaldıraç oranı (K) kullanılmıştır. Verilerin analizinde hem zaman boyutu hem de kesit boyutunu birleştiren panel regresyon modeli kullanılmıştır. Analiz sonucunda genel olarak mülkiyet yapısı değişkenlerinin metal eşya sektöründeki işletmelerin finansal performanslarını etkilediği belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Mülkiyet Yapısı, Finansal Performans, BIST-XMESY Endeksi

JEL Sınıflandırması: C31, G32, L25

THE EVALUATION OF THE EFFECTS OF OWNERSHIP STRUCTURE ON FINANCIAL PERFORMANCE OF THE COMPANIES: AN APPLICATION ON BIST METAL PRODUCTS, MACH INDEX

ABSTRACT: In this study, the effects of the ownership structures of 23 companies that have been treated in BIST-XMESY in years 2009-2012, on their financial performances was aimed to be evaluated. With this purpose, return on assets (ROA), return on equity (ROE) and Tobin's-Q ratios as dependent variables, the proportions of the major (OY1), two major (OY2) and three major (OY3) partner's share, foreign ownership share (YP), free float rate (HAO) as independent variables and natural of logarithm of sales (Ln(s)) and leverage ratio (K) as control variables were associated. In data analysis, panel regression model that combines both time and cross-sectional dimension was used. As the result of the analysis, it was determined that the variables of the ownership structures of the companies affect their financial performances in general.

Keywords: Ownership Structure, Financial Performance, BIST-XMESY Index

JEL Classification: C31, G32, L25

1. Giriş

Mülkiyet kavramı, bir varlığın kullanım hakkını elinde bulundurmak dolayısıyla o varlık üzerinde işleme hakkına sahip olmayı ifade etmektedir (Gençtürk, 2003: 232). Mülkiyet yoğunlaşması ise bir işletmenin paylarının çoğunluğunun belirli bir kişi veya kişilerce kontrol edilmesini ifade etmektedir (Gençtürk&Uşul, 2003: 127). Günümüzün küreselleşerek büyüyen işletme yapılarıyla beraber pay sahiplerinin de artması işletmelerin mülkiyet yapılarında değişmelere yol açmıştır. Bu noktada işletmelerde iki ayrı pay sahibi grubu ortaya çıkmıştır. Bunlar, yönetici sahipliği olmakla beraber yönetimi kontrol edebilme hakkına sahip olmayan pay sahipleri ve önemli bir paya sahip olmamakla beraber kontrol hakkını elde edebilen pay sahipleridir. Bu durum finans alanyazınında sermaye yapısı yaklaşımlarından Vekalet Teorisi (Agency Theory) ve Temsil Teorisi (Stewardship Theory) olarak yerini almıştır (Yıldız ve Doğan, 2012: 355). Vekalet Teorisi, temsil edilen ile temsilci arasındaki ilişkide her iki grubun da kendi çıkarlarını maksimum kılmak için hareket edecekleri varsayımıyla, amaç ve çıkarları birbirinden farklı olan iki ayrı grubun yardımlaşmaları durumunda ortaya çıkabilecek problemleri inceleyen bir yaklaşım olarak karşımıza çıkmaktadır (Shah&Shah, 2011: 451; Lemmon&Lins, 2003: 1446). Finansal açıdan olaya bakıldığında temsilcinin işletme kaynaklarını kendi çıkarları için kullanması temsil maliyetlerinin (agency cost) ortaya çıkmasına sebebiyet verecektir.

Dolayısıyla bu durum işletmelerin performanslarını olumsuz yönde etkileyecektir (Kendirli&Konak, 2013: 15; Lauterbach&Vaninsky, 1999: 190). Bu yaklaşıma karşın ortaya atılan Temsil Teorisi ise yöneticilerin bireysel çıkarlarından çok işletme sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket ettiklerini varsaymaktadır. Dolayısıyla bu durum işletmelerin yönetsel tüm süreçlerine olumlu bir şekilde yansiyarak finansal performanslarının da artmasına neden olacaktır (Yıldız&Doğan, 2012: 356).

Son yıllarda finans alanyazınında hisse, sermaye yoğunluğu ve/veya yoğunlaşması, mülkiyet yapısı ile işletme performansı ya da karlılık arasındaki ilişkinin incelenmesine yönelik çalışmalar yapılmakta olup, bu çalışmalarda en sık kullanılan bağımlı değişkenlerin aktif karlılığı, özkaynak karlılığı ve Tobin's-Q oranı olduğu görülmektedir (Kendirli&Konak, 2013: 15; Yıldız&Doğan, 2012: 359; Bayrakdaroglu, 2010: 15). Çalışmalara bakıldığında her ne kadar incelenen işletmelerin faaliyet gösterdikleri ülke ve sektöre bağlı olarak elde edilen sonuçlar farklılık göstermiş olsa da, bağımsız değişken olarak en büyük ortağın payı, en büyük iki ortağın payı, en büyük üç ortağın payı, en büyük beş ortağın payı, yabancı payı, halka açıklık oranı, en büyük paya sahip ortağın yönetim kuruluna hakimiyet oranı analize dahil edilirken satışların büyüklüğü, kaldırma oranı ve varlıkların defter değerinin ortalaması oranının kontrol değişkeni olarak kullanıldığı görülmektedir (Güler&Uçma, 2011: 228; Ünlü vd., 2011: 205; Şamiloğlu&Ünlü, 2010: 69). Bu noktadan hareketle çalışmada, alanyazında kullanılan değişkenler de dikkate alınarak, büyüyen ve gelişen bir sektör olması nedeniyle BIST Metal Eşya, Makine Endeksinde (XMESY) 2008 yılı küresel finansal kriz sonrasında 2009-2012 yılları arasında sürekli olarak işlem gören işletmelerin mülkiyet yapılarının finansal performanslarına olan etkilerinin değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

2. Alanyazın Taraması

İşletmelerin finansal performansları farklı ölçütler ve yöntemlerle değerlendirilebilmektedir. Bir finansal performans ölçütü olarak mülkiyet yapısının incelenmesine yönelik alanyazındaki ilk çalışma, mülkiyet yapısı ile işletme performansı arasında negatif bir ilişki olması gerektiği savıyla 1932 yılında Berle ve Means tarafından kaleme alınmıştır. Buna karşın Demsetz 1983 yılında yayınlanan çalışmasında işletmelerin mülkiyet yapılarının performanslarını etkilediğini ileri sürmüştür. Buradan hareketle incelenen sektörler ve işletmelerin faaliyette bulunduğu ülkelere göre farklılık göstermekle beraber son yıllarda yapılan bazı çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Demsetz ve Villalonga (2001), çalışmalarında 233 işletmenin 1976-1980 dönemini kapsayan 5 yıla ait verilerini kullanarak mülkiyet yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Tobin's-Q oranının işletmeler için performans ölçütü olarak kullanıldığı çalışmada yapılan regresyon ve korelasyon analizleri sonucunda mülkiyet yapısı ile işletme performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını tespit etmişlerdir.

Gençtürk (2003) yaptığı çalışmada finansal kriz dönemlerinde İMKB'de işlem gören işletmelerin sermaye yapılarının performanslarına olan etkisini incelemiştir. Sadece reel sektör üzerinde yapılan uygulamada İMKB'de 1993 ve 1997 yılları arasında sürekli olarak işlem gören 112 işletmenin verileri kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, kriz dönemlerinde işletmenin en büyük hissedarının payının artması işletmenin karlılık oranlarından net kar marjını arttırırken, aktif karlılık oranı ile öz sermaye karlılık oranlarını azaltmaktadır. İşletmenin en büyük üç hissedarının payının artması ise işletmenin büyüme oranını arttırmaktadır. Bu dönemde devletin ve yabancıların sahip olduğu işletmelerdeki hisse yoğunluklarının artması devletin sahip olduğu işletmelerde net kar marjını, yabancıların sahip olduğu işletmelerde ise satışların büyüme hızını azaltmıştır.

Gençtürk ve Usul (2003), çalışmalarında 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin hisse yoğunluğu bakımından bankacılık performansına etkilerini incelemiştir. Çalışma İMKB'de 2000-2001 yılları arasında sürekli olarak işlem gören bankalarla sınırlandırılmıştır. Kurulan modellerin regresyon analizi backward yöntemi kullanılarak analiz edilmesi sonucunda, 2000 yılı finansal krizi ve 2001 yılı finansal krizinin yaşandığı dönemde, aktif karlılığı, sermaye yeterlilik oranları ile en büyük hissedarın hisse payının artması arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Ailelerin sahip olduğu bankalarda, ailelerin hisse

yoğunlaşmasındaki artışın aktif karlılığını arttırdığını ve incelenen dönemde bankalardaki en büyük hissedarın hisse payının artmasının bankaların sermaye yeterlilik oranlarını da arttırdığını tespit etmişlerdir.

Karakaya (2004), 2000-2002 yılları arasındaki 3 yıllık dönemde İMKB’de faaliyet gösteren finansal sektör dışındaki işletmelerin mülkiyet yapılarının performanslarına olan etkilerini incelemiştir. Yapılan panel veri analizi sonucunda mülkiyet yoğunlaşmasının işletmelerin performanslarını etkilediğini belirlemiştir. Yabancı yatırımcı mülkiyetinin içsel bir değişken olarak işletmelerin performanslarını olumlu etkilediğini, buna karşın yönetim mülkiyetinin işletme performansını olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymuştur. Kamu mülkiyetinin ise dışsal bir değişken olarak işletme performansına önemli bir etkide bulunmadığını tespit etmiştir.

Maury ve Pajuste (2005) yaptıkları çalışmada 1993-2000 dönemini kapsayan 8 yıl için 136 Fin işletmesinin 612 gözlem verisi ile birden fazla büyük hissedar varlığının işletme değeri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Tobin’s-Q oranının firma değeri olarak kullanıldığı regresyon analizi sonucunda en büyük hissedarın elinde bulundurduğu pay nedeniyle daha fazla oy hakkına sahip olmasının işletme değerini azalttığını tespit etmişlerdir.

Büyükdereli (2007), yaptığı çalışmada 1998-2005 yılları arasında İMKB’de faaliyet gösteren 249 adet reel sektör işletmesinin mülkiyet yapısının, bu işletmelerin finansal performansları üzerine etkisini araştırmıştır. Tobin’s-Q oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı regresyon analizi sonucunda mülkiyetin tek kişinin elinde toplandığı işletmelerde Tobin’s-Q ve karlılık oranlarının, mülkiyeti geniş tabana yayan işletmelere oranla daha yüksek olduğu görülmüştür. Ayrıca birinci büyük ortağın ve halka açıklık oranını ifade eden mülkiyet yapısı paydaşlarının işletmelerin performansı üzerinde etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir.

Cheng (2008), 1996-2004 yıllarını kapsayan 9 yıllık döneme ait 1252 işletme verisi ile yaptığı analizde stok dönüş hızı, aktif karlılığı ve Tobin’s-Q oranlarını kullanmıştır. Yaptığı analiz sonucunda sahipliğin çok küçük ortaklarda olmasından dolayı mülkiyet yoğunlaşmasının olmadığı işletmelerde performansın daha düşük olduğunu ortaya koymuştur.

Yıldırım ve Demireli (2009) yaptıkları çalışmada İMKB 100 İmalat Sektöründeki işletmelerin mülkiyet yapılarının finansal performanslarına olan etkilerini araştırmışlardır. En büyük hissedarın payı ve en büyük hissedarın genel kurula hakimiyeti oranları bağımsız değişkenler olurken, finansal performansa ilişkin aktiflerin karlılığı, satışların karlılığı, özkaynak karlılığı ve Tobin’s-Q oranları bağımlı değişkenleri oluşturmuştur. Kurulan regresyon modelleri ile yapılan analiz sonucunda, en büyük hissedarın işletme üzerindeki mülkiyeti ve kontrol gücü arttıkça aktiflerin karlılığının, satışlarının karlılığının ve özkaynak karlılığının azaldığını, buna karşın Tobin’s-Q oranının arttığını tespit etmişlerdir.

Kocaağa (2010), 1999-2008 yıllarını kapsayan dönemde İMKB’de faaliyet gösteren reel sektör işletmelerinin mülkiyet yapılarının performansları üzerindeki etkilerini araştırmıştır. 2001 ve 2008 yılı krizleri göz önünde bulundurularak yapılan analiz sonucunda mülkiyet yapısı değişkenlerinden dolaşımdaki pay ile işletme performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Birinci büyük ortağın payı ile işletme performansı arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunmazken, ikinci büyük ortağın payı ile Tobin’s-Q arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu belirtmiştir. Bunun yanı sıra mülkiyet yapısı değişkenlerinden hiçbirinin özkaynak karlılığını açıklamada anlamlı olmadığını ortaya koymuştur.

Bayrakdaroglu (2010) yaptığı çalışmada 2005-2009 yılları arasında İMKB’de faaliyet gösteren işletmelerin mülkiyet yapılarının performansları üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Tobin’s-Q, varlıkların karlılığı ve özkaynakların karlılığı değişkenlerinin bağımlı değişken, en büyük ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı, en büyük beş ortağın sermaye payı, halka

açıklık oranı, yabancı payı ve yönetici sahipliğinin bağımsız değişken olarak ele alındığı çalışmada yapılan panel regresyon analizi sonucunda genel olarak yoğunlaşma değişkenleri ve halka açıklık oranlarının finansal performans üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın yabancı payı ve yönetici sahipliği değişkenlerinin finansal performans üzerinde etkili olmadığı ortaya konulmuştur.

Şamiloğlu ve Ünlü (2010) yaptıkları çalışmada 2002-2007 yılları arasında İMKB 100 endeksinde işlem gören 70 işletmenin sahiplik yapısı ve performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Tobin's-Q, aktif karlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranlarının bağımlı değişken olarak kullanıldığı doğrusal regresyon analizi sonucunda, gerek piyasa temelli gerekse de muhasebe temelli performans ölçütleri ile sahiplik yapısı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

Tanrıöven ve Aksoy (2010) yaptıkları çalışmada yoğunlaşmış ve yoğunlaşmamış ortaklık yapılarının işletme performansı üzerinde etkisini incelemek amacıyla, 1996-2009 döneminde İMKB'de faaliyet gösteren 113 işletme verisinden hareketle regresyon analizi yapmışlardır. Performans değişkeni olarak Tobin's-Q, ROA, ROE ve net kar marjı, yoğunlaşma değişkeni olarak da yoğunluk, yönetim kurulu büyüklüğü ve üç büyük ortağın payı alınarak yapılan analiz sonucunda, genel olarak satışların büyüklüğü ve kar büyümesinin tüm bağımlı değişkenleri pozitif yönlü etkilediği, buna karşın kaldıraç, kısa vadeli borç oranı, faaliyet riski ve satış yapısını ise negatif yönlü etkilediğini tespit etmişlerdir. Ayrıca yoğunluk değişkeninin, yönetim kurulu büyüklüğünün ve üç büyük ortağın payının Tobin's-Q'yu, yoğunluk değişkeni ve yönetim kurulu büyüklüğünün ise ROA'yı olumlu yönde etkilediğini belirtmişlerdir.

Ünlü vd. (2011) çalışmalarında 2004-2008 döneminde İMKB'de işlem gören Türk işletmeleri için, yönetici sahipliği ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapılan panel veri analizi sonucunda yöneticilerin yüksek oranda sermaye yapısında söz sahibi olduğunu ortaya koymuşlardır. Temsilci maliyeti olarak yönetici sahipliği ile işletme performansı arasındaki ilişkinin negatif yönlü ilişki içinde olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca incelenen dönem için İMKB Tüm Endeksinde işlem gören işletmelerin yönetici sahipliği seviyesinin, işletme performansına herhangi anlamlı bir etkisinin bulunmadığını belirtmişlerdir.

Güler ve Uçma (2011) çalışmalarında 2007-2010 yılları arasında İMKB 30 endeksinde faaliyette bulunan 19 adet üretim işletmesinin performansları ile mülkiyet yapıları arasında bir ilişkinin olmadığı temel hipotezinin Tobin's-Q, piyasa değeri ve kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde sınanmasını amaçlamışlardır. Yapılan çoklu doğrusal regresyon analizi sonucunda temel hipotezi destekler bulgular ortaya konulmakla beraber en büyük hissedarın payının 1 birim artması durumunda işletmenin piyasa değerini 0,4867 birim arttığını tespit etmişlerdir.

Shah ve Shah (2011) yaptıkları çalışmada 2003-2009 yılları arasında Pakistan'da faaliyet gösteren ve KSE'ye kote olan 80 adet işletmenin mülkiyet ve sermaye yapısı ile işletme değeri arasındaki ilişkinin varlığını test etmişlerdir. Panel veri analizi, 3 SLS modelleri gibi analiz ve modellerinden yararlanılan bu çalışmaya göre, kurumsal ortaklık ve kaldıraç arasında negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilirken, yönetsel ortaklıkla kaldıraç arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit etmişlerdir. Ayrıca, kaldıraç ve Tobin's-Q'nun yönetsel pay ortaklığı ile arasında negatif bir ilişkinin olduğunu ortaya koyarak, yönetimi sağlama hipotezine uygun sonuçlar elde etmişlerdir. Çalışmada son olarak, kaldıraçın Tobin's-Q ile pozitif, yönetsel pay ortaklığı ile negatif yönde ilişkili olduğunu belirlemişlerdir.

Yıldız ve Doğan (2012) çalışmalarında 2009-2010 yılları arasında İMKB Kurumsal Ürünler Pazarında işlem gören 27 adet Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı işletmesinde yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olmasının işletmelerin performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. ROA, ROE ve Tobin's-Q oranlarının bağımlı değişken olarak kullanıldığı regresyon analizi sonucunda Temsil Teorisi ile uyumlu olarak yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması durumunun Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı işletmelerinin finansal performansını olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir.

Kendirli ve Konak (2013) çalışmalarında 2007-2012 yılları arasında İMKB Gıda ve İçecek Endeksinde yer alan 18 adet işletmenin performansları ile mülkiyet yapılarındaki yoğunlaşma arasındaki ilişkinin ortaya konulmasının amaçlamışlardır. Bağımlı değişken olarak Tobin's-Q, ROA ve ROE performans değerlerini kullanarak yaptıkları panel regresyon analizi sonucunda ROA ve ROE performans ölçütleri ile mülkiyet yapısı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki tespit etmişlerdir. Genel olarak ele alındığında kurulan modeller ve kullanılan değişkenler çerçevesinde mülkiyet yapısı ve işletme performansı arasında anlamlı bir ilişkinin var olduğundan bahsetmişlerdir.

3. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Çalışmada, 2009-2012 dönemini kapsayan 4 yılın tamamı için BIST Metal Eşya, Makina Endeksinde işlem görmüş işletmeler ele alınmıştır. Dolayısıyla 2013 yılı sonu itibarıyla endekste 29 işletme olmasına karşın sadece 23 işletmeye ait 92 gözlem analize dahil edilerek mülkiyet yapılarının finansal performanslarına olan etkilerinin değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Çalışmada analize dahil edilen işletmeler Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1: Analize Dahil Edilen BIST'e Kote XMESY İşletmeleri

Sıra	Kod	İşletme Adı	Sıra	Kod	İşletme Adı
1	ALCAR	ALARKO CARRIER	13	KARSN	KARSAN OTOMOTİV
2	ASUZU	ANADOLU ISUZU	14	KLMSN	KLİMASAN KLİMA
3	ARCLK	ARÇELİK	15	MUTLU	MUTLU AKÜ
4	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	16	OTKAR	OTOKAR
5	BSHEV	BSH EV ALETLERİ	17	PARSN	PARSAN
6	DITAS	DİTAŞ DOĞAN	18	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM
7	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	19	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.
8	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	20	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KAB.
9	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	21	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
10	FROTO	FORD OTOSAN	22	VESTL	VESTEL
11	GEREL	GERSAN ELEKTRİK	23	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA
12	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ			

3.1. Araştırmanın Yöntemi ve Veri Seti

Çalışmada BIST Metal Eşya, Makina Endeksindeki işletmelerin finansal performanslarını ölçmek için 3 adet bağımlı, 5 adet bağımsız ve 2 adet kontrol değişkeni belirlenmiştir. Konu ile ilgili daha önce yapılmış çalışmalarda kullanılan değişkenler dikkate alınarak Tablo 2'de gösterilen aktif karlılığı (ROA-Return on Assets), özkaynak karlılığı (ROE-Return On Equity) ve Tobin's-Q oranları bağımlı değişkenler, en büyük ortağın payı (OY1), en büyük iki ortağın payı (OY2), en büyük üç ortağın payı (OY3), yabancı payı (YP) ve halka açıklık oranı (HAO) bağımsız değişkenler, modelin açıklama gücünü artırabilmek için ise satışların büyüklüğü (Ln(s)) ve kaldıraç oranı (K) kontrol değişkenleri olarak analize dahil edilmiştir. Veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu (<http://www.kap.gov.tr>) ve SPK (<http://www.spk.gov.tr>) web sayfalarında yer alan finansal tablolardan elde edilmiştir.

Tablo 2: Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Değişkenler		Finansal Oran	Sembol
Bağımlı Değişkenler	Aktif Karlılığı	Dönem Net Karı / Toplam Aktif	ROA
	Özkaynak Karlılığı	Dönem Net Karı / Özkaynaklar	ROE
	Tobin's-Q	(Toplam Pasif - Öz Kaynaklar + Piyasa Değeri) / Toplam Aktif	Tobin's-Q
Bağımsız Değişkenler	En Büyük Ortağın Payı	En Büyük Ortağın Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	OY1
	En Büyük İki Ortağın Payı	En Büyük İki Ortağın Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	OY2
	En Büyük Üç Ortağın Payı	En Büyük Üç Ortağın Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	OY3
	Yabancı Payı	Yabancı Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	YP
	Halka Açıklık Oranı	Halka Açık Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	HAO
Kontrol Değişkenleri	Satışların Büyüklüğü	Net Satışların Doğal Logaritması	Ln(s)
	Kaldıraç Oranı	Toplam Borç / Toplam Varlık	K

Çalışmada, işletmelerin finansal performansları ile mülkiyet yapısı değişkenleri arasındaki ilişkiyi açıklayabilmek amacıyla oluşturulan verilerin analizinde hem zaman boyutu hem de kesit boyutunu birleştiren panel regresyon modeli kullanılmıştır. Daha önce yapılan bazı çalışmalarda kurulan modellerde çoklu doğrusal bağlantı sorunu meydana geldiği görülmüştür (Kendirli&Konak, 2013: 18). Dolayısıyla tüm değişkenlerin bir arada analize dahil edilmesi durumunda hesaplanan düşük tolerans ve yüksek VIF (Variance Inflation Factor) değerleri bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı sorunu meydana getirdiğinden panel regresyon modelleri aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY1_{it} + \beta_2 YP_{it} + \beta_3 HAO_{it} + \beta_4 Ln(s)_{it} + \beta_5 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY1_{it} + \beta_2 YP_{it} + \beta_3 HAO_{it} + \beta_4 Ln(s)_{it} + \beta_5 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Tobin_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY1_{it} + \beta_2 YP_{it} + \beta_3 HAO_{it} + \beta_4 Ln(s)_{it} + \beta_5 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY2_{it} + \beta_2 YP_{it} + \beta_3 HAO_{it} + \beta_4 Ln(s)_{it} + \beta_5 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$ROE_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY2_{it} + \beta_2 YP_{it} + \beta_3 HAO_{it} + \beta_4 Ln(s)_{it} + \beta_5 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$Tobin_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY2_{it} + \beta_2 YP_{it} + \beta_3 HAO_{it} + \beta_4 Ln(s)_{it} + \beta_5 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY3_{it} + \beta_2 YP_{it} + \beta_3 HAO_{it} + \beta_4 Ln(s)_{it} + \beta_5 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$ROE_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY3_{it} + \beta_2 YP_{it} + \beta_3 HAO_{it} + \beta_4 Ln(s)_{it} + \beta_5 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$Tobin_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 OY3_{it} + \beta_2 YP_{it} + \beta_3 HAO_{it} + \beta_4 Ln(s)_{it} + \beta_5 K_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Denklemden yer alan OY1, OY2, OY3, YP ve HAO bağımsız değişkenleri gösterirken Ln(s) ve K kontrol değişkenlerini temsil etmektedir. Modelde gösterilen “α” sabiti, “β” her bir değişkenin sabit katsayılarını, “ε” hata terimini, “i” işletmeyi, “t” ise dönemi ifade etmektedir.

Bağımlı değişkenler, bağımsız değişkenlerden YP, HAO ile kontrol değişkenleri sabit olmak üzere sırasıyla önce OY1, sonra OY2 ve son olarak da OY3 bağımsız değişkenleri, başlangıç noktalarının tüm yatay kesit bireyleri için farklı bir sabit değer alacağını öngören sabit etkiler (fixed effect) yöntemi ile analiz edilmiştir. Sabit etkiler modelinin seçilmesinin nedenlerinden bir

tanesi, gerek tesadüfi etkiler modelinin (random effect) geçerli olması durumunda sabit etkiler (fixed effect) modelinin tutarlı olan parametre tahminlerini vermeye devam etmesi gerekse de temel hipotezin “açıklayıcı değişkenler ve birim etki arasında korelasyon yoktur” olması durumunda her iki tahmincinin de tutarlı sonuçlar vermesidir. Diğer bir neden ise temel hipotezin “açıklayıcı değişkenler ile birim etki korelasyonludur” şeklinde olması durumunda tesadüfi etkiler tahmincisi ile sapmalı buna karşın sabit etkiler modeli ile tutarlı sonuçlar elde edilmesidir (Yerdelen, 2012: 180).

3.2. Araştırmanın Bulguları

Tablo 3’de analiz sonuçları gösterilmiştir. Öncelikle kurulan modellerin bir bütün olarak anlamlılığına bakılmıştır. Bunun için F istatistiğinden faydalanılmıştır. Panel A ve Panel C’deki tüm modellerin %95 güven aralığında her düzeyde anlamlı olduğu görülmektedir ($p < 0,05$). Panel B’de ise Model-4 ve Model-6 anlamlı iken Model-5 %90 güven aralığında istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur.

Kurulan panel regresyon modelinde gösterilen hata terimleri arasında otokorelasyon sorununu test etmek için Durbin Watson katsayısı kullanılmıştır. Katsayı 0 ile 4 arasında değer almaktadır. Değerin 0’a yakın olması aşırı pozitif korelasyonu gösterirken 4’e yakın olması aşırı negatif korelasyonu göstermektedir. Genel olarak Durbin Watson katsayısının 1,5 ile 2,5 arasında değer alması arzu edilmektedir (Tanrıöven&Aksoy, 2010: 223). Kurulan tüm modellerde değer beklenen aralıkta olması hata terimleri arasında korelasyon olmadığını ve modellerin regresyon için uygun olduğunu göstermektedir.

Tablo 3: Mülkiyet Yapısı Değişkenleri ile Finansal Performans Değişkenleri Arasında Kurulan Modellerin Panel Regresyon Sonuçları

Panel A	Model-1 Bağımlı Değişken ROA		Model-2 Bağımlı Değişken ROE		Model-3 Bağımlı Değişken Tobin's-Q	
	Katsayı	Katsayı Sig. (t İstatistiği)	Katsayı	Katsayı Sig. (t İstatistiği)	Katsayı	Katsayı Sig. (t İstatistiği)
OY1	-0,121	0,040**	-0,390	0,009*	-0,292	0,002*
YP	0,079	0,024**	0,068	0,437	-0,050	0,350
HAO	-0,177	0,004*	-0,444	0,004*	-0,604	0,000*
Ln(s)	-0,001	0,821	0,000	0,976	-0,077	0,000*
K	-0,133	0,002*	-0,219	0,036**	1,216	0,000*
Durbin Watson		2,142		2,150		2,462
R ²		0,264		0,180		0,848
F istatistiği		0,000*		0,004*		0,000*

Panel B	Model-4 Bağımlı Değişken ROA		Model-5 Bağımlı Değişken ROE		Model-6 Bağımlı Değişken Tobin's-Q	
	Katsayı	Katsayı Sig. (t İstatistiği)	Katsayı	Katsayı Sig. (t İstatistiği)	Katsayı	Katsayı Sig. (t İstatistiği)
OY2	0,011	0,916	-0,118	0,654	0,081	0,623
YP	0,035	0,307	-0,047	0,588	-0,167	0,003*
HAO	-0,119	0,206	-0,367	0,127	-0,423	0,006*
Ln(s)	0,001	0,826	0,007	0,550	-0,073	0,000*
K	-0,138	0,002*	-0,226	0,040**	1,202	0,000*
Durbin Watson		2,269		2,342		2,343
R ²		0,227		0,114		0,830
F istatistiği		0,000*		0,061***		0,000*

Panel C	Model-7 Bağımlı Değişken ROA		Model-8 Bağımlı Değişken ROE		Model-9 Bağımlı Değişken Tobin's-Q	
	Katsayı	Katsayı Sig. (t İstatistiği)	Katsayı	Katsayı Sig. (t İstatistiği)	Katsayı	Katsayı Sig. (t İstatistiği)
OY3	-0,055	0,682	-0,335	0,329	0,036	0,867
YP	0,044	0,192	-0,023	0,786	-0,157	0,005*
HAO	-0,171	0,163	-0,551	0,079***	-0,453	0,023**
Ln(s)	0,001	0,766	0,009	0,480	-0,072	0,000*
K	-0,132	0,003*	-0,203	0,071***	1,203	0,000*
Durbin Watson		2,291		2,356		2,362
R ²		0,228		0,121		0,830
F istatistiği		0,000*		0,045**		0,000*

* %1, ** %5. *** %10 anlamlılık düzeyi

Panel A'da, bağımsız değişkenler OY1, YP, HAO ile kontrol değişkenleri Ln(s) ve K'nın sırasıyla bağımlı değişkenler olan ROA, ROE ve Tobin's-Q ile analiz sonuçları gösterilmiştir. İşletmede en büyük ortağın payını gösteren OY1 ile her üç bağımlı değişken arasında da farklı anlamlılık düzeylerinde istatistiki olarak anlamlı ilişkiler bulunmuştur. Dolayısıyla işletmelerin finansal performansları ile mülkiyet yapıları arasında negatif yönlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır. En büyük etkinin ise ROE üzerinde olduğu söylenebilir. Çünkü OY1'deki 1 birimlik artış ROE'de 0,39'luk bir azalışa sebebiyet verecektir. İşletmedeki yabancı payını gösteren YP ile yalnızca ROA arasında istatistik olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunurken ($p=0,024>0,05$) halka açıklık oranını gösteren HAO ile her üç bağımlı değişken arasında da %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. İlişkinin yönü negatif olmakla beraber en büyük etki Tobin's-Q üzerinde görülmektedir. HAO'nun artması diğer mülkiyet değişkenlerinde yoğunlaşmanın azalacağı anlamı taşıyacağından halka açıklık oranı yüksek olan XMESY endeksi işletmelerinin karlılıklarının ve piyasa değerlerinin azaldığı söylenebilir.

Panel B'de, bağımsız değişkenler OY2, YP, HAO ile kontrol değişkenleri Ln(s) ve K'nın sırasıyla bağımlı değişkenler olan ROA, ROE ve Tobin's-Q ile analiz sonuçları gösterilmiştir. Model-4 ve Model-5'de yer alan bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki saptanmamıştır. Dolayısıyla endeksteki işletmelerin ilgili değişkenler açısından finansal performansları arasında bir ilişki yoktur. Model-6'da yer alan bağımlı değişken Tobin's-Q ile bağımsız değişkenlerden YP ve HAO ise %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bir ilişkiye sahipken OY2 ile aralarında anlamlı bir ilişki yoktur. Anlamlı ilişkilerin yönünün negatif olduğu dikkate alınırsa yabancı payı ve halka açıklık oranlarının artmasının Tobin's-Q oranını olumsuz etkileyeceği söylenebilir.

Panel C'de, bağımsız değişkenler OY3, YP, HAO ile kontrol değişkenleri Ln(s) ve K'nın sırasıyla bağımlı değişkenler olan ROA, ROE ve Tobin's-Q ile analiz sonuçları gösterilmiştir. Model-7'de yer alan bağımsız değişkenlerle ROA arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki saptanmamıştır. Model-8'de ise yalnızca HAO ile ROE arasında %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı fakat negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Dolayısıyla halka açıklık oranının artması endeksteki işletmelerin özkaynak karlılığını olumsuz yönde etkilemiştir. Model-9'da yer alan bağımsız değişkenlerden YP ve HAO ile bağımlı değişken olan Tobin's-Q arasındaki ilişkiye bakıldığında ise anlamlı fakat negatif yönlü olduğu görülmektedir. Aynı şekilde endeksteki işletmelerin mülkiyet yapısında yabancı payının ve halka açıklık oranlarının artması Tobin's-Q oranını ve dolayısıyla piyasa değerlerini azaltmıştır.

Çalışmada kontrol değişkenleri olarak kullanılan satışların büyüklüğünü gösteren $\ln(s)$ ve kaldıraç oranını gösteren K 'ya bakıldığında $\ln(s)$ 'nin yalnızca Tobin's-Q'nun bağımlı değişken olduğu modellerde %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Buna karşın K kontrol değişkeni, farklı anlamlılık düzeylerinde tüm modellerde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Dolayısıyla kontrol değişkenlerinin bir bütün olarak her üç panelde yer alan toplam 9 modelin açıklama gücünü arttırdığını söylenebilir.

Panellerde yer alan R^2 değerlerine bakıldığında açıklama gücü açısından Tobin's-Q oranının bağımlı değişken olduğu modellerde bu değişkendeki değişimin Model-3'de yaklaşık olarak %85'inin, Model-6 ve Model-9'da ise %83'ünün modele dahil edilen bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleri tarafından, geriye kalan kısımların ise hata terimi aracılığıyla, modellere dahil edilmeyen değişkenler tarafından açıklandığı görülmektedir. Diğer modellerde ise ROA ve ROE değişkenleri açısından bu değişkenlerdeki değişimlerin bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenlerce açıklanma güçlerinin %11 ile %26 arasında değişen daha düşük seviyelerde oluştuğu görülmektedir.

4. Sonuç

Mülkiyet yapısının işletmelerin finansal performansları üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesinin amaçlandığı bu çalışmada BIST Metal Eşya, Makina Endeksinde 2009-2012 yılları arasında işlem görmüş olan 23 adet işletmenin verilerinden faydalanılmıştır. Çalışma kapsamında; mülkiyet yapısını, bağımsız değişkenler olarak en büyük ortağın payı (OY1), en büyük iki ortağın payı (OY2), en büyük üç ortağın payı (OY3), yabancı payı (YP) ve halka açıklık oranı (HAO) temsil ederken, bağımlı değişken olarak aktif karlılığı (ROA), özkaynak karlılığı (ROE), Tobin's-Q oranları kullanılmıştır. Modelin açıklama gücünü artırmak için satışların büyüklüğünü temsilen satışların doğal logaritması ($\ln(s)$) ve kaldıraç oranı (K) kontrol değişkenleri olarak analize dahil edilmiştir. Çoklu doğrusal bağlantı sorunu meydana gelmemesi açısından mülkiyet yapısı değişkenleri ile her bir bağımlı değişken için 3'er adet olmak üzere toplam 9 adet model kurulmuştur.

Panel regresyon analizi sonucunda en büyük ortağın payı (OY1) ile her üç bağımlı değişken arasında da istatistiki olarak anlamlı fakat negatif yönlü ilişki saptanmıştır. Dolayısıyla en büyük ortağın payı arttıkça işletmelerin finansal performans göstergeleri olan ROA, ROE ve Tobin's-Q oranları azalmaktadır. Farklı modellerde yabancı payı (YP) ile ROA arasında Model-1'de istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki belirlenmiştir. Bu noktada yabancı payının artması özkaynak karlılığını ve dolayısıyla finansal performansı artıracaktır. Buna karşın Model-6 ve Model-9'da yabancı payı ile Tobin's-Q arasında istatistiki olarak anlamlı fakat negatif yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya konulmuştur. Halka açıklık oranı (HAO) ile bağımlı değişkenlerin ilişkisine bakıldığında Panel A'da yer alan modellerde HAO ile her üç bağımlı değişken arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Benzer şekilde Model-8'de HAO ile ROE arasında, Model-6 ve Model-9'da ise HAO ile Tobin's-Q oranları arasında istatistiki fakat negatif yönlü ilişkiler belirlenmiştir. Dolayısıyla halka açıklık oranının artması bu endeksteki işletmelerin finansal performanslarına olan etkisi olumsuzdur. Çalışmada kurulan modellerde OY2 ve OY3 ile bağımlı değişkenler arasında istatistiki olarak anlamlı ilişkiler saptanmamıştır.

Genel olarak ele alındığında, mülkiyet yapısı değişkenlerinin incelenen dönem açısından BIST Metal Eşya, Makina Endeksindeki işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisinin olduğu söylenebilir. Çalışma kapsamında analize dahil edilmeyen ve işletmelerin finansal performansını etkileyebilecek diğer birçok değişken ile işletmelerin finansal performansları üzerinde etkisi istatistiki olarak ortaya konulamayan mülkiyet yapısı değişkenlerinin aynı ya da farklı sektörler için bundan sonra yapılacak olan çalışmalarda modellere dahil edilmesi sonuçların karşılaştırılabilir olmasını sağlayacaktır. Sonuç olarak, verilerin analizinde hem zaman boyutu hem de kesit boyutunu birleştiren panel regresyon modeli kullanılarak elde edilen veriler, gerek mevcut ve potansiyel yatırımcılara gerekse de sektördeki yöneticilere karar alma süreçlerinde daha objektif değerlendirmeler yapma imkanı sunacaktır. Dolayısıyla sektördeki tüm paydaşlar BIST Metal Eşya, Makina Endeksindeki işletmelerin finansal performanslarını ölçerlerken mülkiyet yapılarındaki değişimleri de dikkate almalıdır.

Kaynaklar

- BAYRAKDAROĞLU, A. (2010). Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2): 11-20.
- BERLE, A. & MEANS, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace, & World, New York.
- BÜYÜKDERELİ, M. (2007). *İMKB’de Faaliyet Gösteren Reel Sektör Firmalarının Mülkiyet Yapısının, Bu Firmaların Finansal Performansları Üzerine Etkisi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İstanbul.
- CHENG, S. (2008). Board Size and The Variability of Corporate Performance. *Journal of Financial Economics*, 87: 157-176.
- DEMSETZ, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law & Economics*, 26(2): 375-390.
- DEMSETZ, H. & VILLALONGA, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, 7: 209-233.
- GENÇTÜRK, M. (2003). Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(2): 231-251.
- GENÇTÜRK, M. & USUL, H. (2003). Finansal Krizlerin Hisse Yoğunluğu Açısından Şirket Performansına Etkileri ve Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 5(3): 125-132.
- GÜLER, S. & UÇMA, T. (2011). Mülkiyet Yapısı Değişkenlerinin İşletme Performansı Üzerindeki Etkisi: İMKB 30 Endeksi Üzerinde Bir Uygulama. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 13(4): 221-240.
- KARAKAYA, M. (2004). *Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Trabzon.
- KENDİRLİ, S. & KONAK, F. (2013). Sermaye Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkisi: İMKB Gıda, İçecek Endeksi Uygulaması. *Uluslararası İstanbul Finans Kongresi*, Kadir Has Üniversitesi, 13-24.
- KOCAAĞA, Ö. (2010). *Ownership Structure and Corporate Governance in Turkish Stock Companies*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi, sosyal Bilimler Enstitüsü İngilizce İşletme Yönetimi Anabilim Dalı, İzmir.
- KORKMAZ, T., BAŞARAN, Ü. & GÖKBULUT, R. İ. (2009). İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi. *İktisat İşletme ve Finans*, 24(277): 29-60.
- LAUTERBACH, B. & VANINSKY, A. (1999). Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Israel. *Journal of Management and Governance*, 3: 189-201.
- LEMMON, M. L. & LINS, K. V. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *The Journal of Finance*, 58(4): 1445-1468.
- MAURY, B. & PAJUSTE, A. (2005). Multiple Large Shareholders and Firm Value. *Journal of Banking and Finance*, 29: 1813-1834.

SHAH, H. & SHAH, A. (2011). The Impact of Ownership Structure on Capital Structure and Firm Value: Evidence from the KSE-100 Index Firms. *International Conference on Management, Economics and Social Sciences*, 450-454.

ŞAMİLOĞLU, F. & ÜNLÜ, U. (2010). Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: İMKB 100 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46: 66-73.

TANRIÖVEN, C. & AKSOY, E. E. (2010). İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Ortaklık Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46: 216-231.

ÜNLÜ, U. & BAYRAKDAROĞLU, A. & ŞAMİLOĞLU, F. (2011). Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama. *Ankara Üniversitesi SBE Dergisi*, 66(2): 201-214.

YERDELEN, F. T. (2012). *Panel Veri Ekonometrisi*, 1. Baskı, Beta Yayınları: İstanbul.

YILDIRIM, M. & DEMİRELİ, E. (2009). Kurumsal Yönetim, Mülkiyet ve Kontrol Yapıları ve Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkileri (İMKB İmalat Sanayi Örneği). *Finans Politik&Ekonomik Yorumlar*, 46(532): 81-96.

YILDIZ, F. & DOĞAN, M. (2012). Genel Müdür’ün Yönetim Kurulu Üyesi Olması Halinin Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Firmalarının Performansına Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(2): 353-366.

