

Sahiplik Yapısının Finansal Performans ve Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: BIST 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama

The Impact of Ownership Structure on Financial Performance and Firm Value: An Application on BIST 100 Companies

Metin SEYHAN  ^a

^a Şırnak Üniversitesi, Şırnak Meslek Yüksekokulu, Şırnak Türkiye. mseyhan@snk.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
Anahtar Kelimeler: Sahiplik Yapısı Finansal Performans Firma Değeri BIST 100 Endeksi	Amaç – Firmalarda öz sermayenin ortaklar arasındaki dağılımına bağlı olarak yoğunlaşmış ve yoğunlaşmamış sahiplik yapıları oluşmaktadır. Bu sahiplik yapılarının finansal performans ve firma değeri üzerinde etkili olması beklenir. Bu çalışma, BIST 100 Endeksi'nde istikrarlı bir şekilde yer alan 24 firmanın sahiplik yapısının finansal performans ve firma değeri üzerindeki etkisinin incelenmesi amacıyla yapılmıştır. Yöntem – Çalışma, 2010-2022 dönemini kapsamakta olup bu dönemdeki veriler panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Finansal performansı temsilen aktif karlılık oranı (ROA) ve firma değerini temsilen Tobin Q oranı (TOBINQ) bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri; en büyük ortağın sermaye payı (BOP), en büyük iki ortağın sermaye payı (B2OP), halka açıklık oranı (HAO), firma büyüklüğü (BUY) ve finansal kaldıraç oranı (FİNK)'dir. Modelin açıklama gücünü artırmak için kontrol değişkeni olarak kurumsal ortağın payı (KOP) ve yabancı ortağın payı (YOP) analize dahil edilmiştir. Bulgular – Sahiplik yapısının finansal performans üzerindeki etkisini görmek amacıyla yapılan analiz sonucunda; B2OP ve HAO değişkenleri finansal performansı pozitif yönde etkilerken, BOP, FİNK, KOP ve YOP değişkenleri negatif yönde etkilemektedir. BUY değişkeni ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Sahiplik yapısının firma değeri üzerindeki etkisini görmek amacıyla yapılan analiz sonucunda; FİNK değişkeni firma değerini pozitif yönlü etkilerken, BOP, HAO, BUY ve KOP değişkenleri negatif yönlü etkilemektedir. B2OP ve YOP değişkenleri ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Tartışma – Çalışma, firmaların sahiplik yapısının finansal performans ve firma değerini etkilediğini göstermiş ve bu bulgular vekalet teorisi ile uyumlu bulunmuştur.
Makale Kategorisi: Araştırma Makalesi	
ARTICLE INFO	ABSTRACT
Keywords: Ownership Structure Financial Performance Firm Value BIST 100 Index	Purpose- In companies, concentrated and non-concentrated ownership structures are formed depending on the distribution of equity among shareholders. It is expected that these ownership structures will have an effect on financial performance and firm value. The purpose of this study is to examine whether the ownership structure of 24 non-financial firms, which are consistently listed in the BIST 100 Index, affects their financial performance and firm value. Design/methodology/approach- The study covers the period from 2010 to 2022, and the data for this period have been analyzed using the panel data analysis method. The return on assets (ROA), representing financial performance, and the Tobin's Q ratio (TOBINQ), representing firm value, have been used as dependent variables. The independent variables of the study are the largest shareholder's equity share (BOP), the combined equity share of the two largest shareholders (B2OP), the public float ratio (HAO), firm size (BUY), and the financial leverage ratio (FINK). The share of institutional shareholders (KOP) and foreign shareholders (YOP) have been included in the analysis as control variables to increase the explanatory power of the model. Findings- The analysis conducted to observe the impact of ownership structure on financial performance revealed that while the B2OP and HAO variables positively affect financial performance, the BOP, FINK, KOP, and YOP variables have a negative impact. No significant relationship was found between the BUY variable and financial performance. The analysis conducted to observe the impact of ownership structure on firm value showed that the FINK variable positively influences firm value, while the BOP, HAO, BUY, and KOP variables have a negative influence. No significant relationship was found between the B2OP and YOP variables and firm value. Discussion- The study has demonstrated that the ownership structure of companies affects financial performance and firm value, and these findings are consistent with agency theory.
Received 4 April 2024 Revised 10 June 2024 Accepted 20 June 2024	
Article Classification: Research Article	

Önerilen Atf/Suggested Citation

Seyhan, M. (2024). Sahiplik Yapısının Finansal Performans ve Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: BIST 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 16 (2), 1184-1199.

1. Giriş

Endüstrileşme süreci boyunca, emek yoğunluktan sermaye yoğunluğuna geçiş, sınırlı sayıda yatırımcıya sahip firmaların, geniş ortaklık yapısına sahip firmalara evrilmesine neden olmuştur. Sahiplik yapısı, bir firmanın paylarının çoğunluğunun belirli bir kişi ya da kişilerce kontrol edilmesidir (Gençtürk ve Usul, 2003: 127). Bazı yatırımcıların diğerlerine kıyasla daha büyük sermaye payına sahip olmaları, şirket yönetim ve karar mekanizmalarında daha ağırlıklı bir rol oynamalarına ve böylece sahiplik yapısında bir yoğunlaşma meydana gelmesine sebep olmuştur. (Doğan ve Topal, 2015). Sahiplik yapısı kapsamında ortakların alacağı kararlar şirketin faaliyetlerini devam ettirmede önemli bir etkiye sahiptir. Ayrıca, sahiplik yapısının etkinliği firmanın finansal performansın ve piyasa değerinin artırılmasında önem taşımaktadır. Firmalardaki ortak sayısının artırılarak sahipliğin tabana yayılması finansal piyasalarda istenilen bir durumdur. Sahipliğin önemli fonksiyonlarından biri kontrolü elde tutmaktır. Kontrol, pay senedi sahibine faaliyetlerde önemli değişikliklerin olması, payların bölünmesi, yönetim kurulunun seçimi, imtiyazlı pay senedi ihracı gibi konularda oy kullanma imkânı veren haklardır (Sakınç, 2008: 107). Firma hisselerinin büyük bir kısmını elinde bulunduran yatırımcılar hem hissedarların hem de diğer yatırımcıların çıkarlarını en iyi şekilde gözetlemek için yönetime baskı kurarak iyi bir denetim mekanizması oluşmasını sağlar. Ancak bu durumun tersini savunan bir görüş de vardır. Bu da vekalet teorisidir. Jensen ve Meckling (1976)'ın vekalet teorisi, firma yöneticileri ile hissedarlar arasındaki ilişkileri inceleyen ve bu ilişkilerdeki çıkar çatışmalarını ve maliyetleri ele alan bir ekonomik teoridir. 1976 yılında Michael C. Jensen ve William H. Meckling tarafından geliştirilen bu teori, firmaların sahiplik yapısının ve yöneticilerin davranışlarının finansal performans ve firma değeri üzerindeki etkilerini açıklamayı amaçlar. Teoriye göre, yöneticiler (vekaleten hareket edenler) genellikle şirketin sahipleri (vekil) ile tamamen aynı hedefleri paylaşmazlar. Bu durum, yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmelerine ve firma kaynaklarını kendi yararları için kullanmalarına yol açabilir. Bu tür davranışlar "vekalet maliyetleri" olarak adlandırılır ve bu maliyetler, firmanın değerini düşürebilir. Küreselleşmenin etkisiyle, yerli ve bireysel yatırımcılara ek olarak, kurumsal ve yabancı yatırımcıların pay senedi piyasalarında daha fazla yer alması, akademik çalışmalarda firma değeri ve finansal performansı ile sahiplik yapılarının çeşitliliği arasındaki bağlantının incelenmesini sağlamıştır.

Sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişki, finans literatüründe önemli ve süregelen bir tartışma konusudur. Tartışma, Berle ve Means'ın (1932) tezine kadar uzanmaktadır. (Demsetz ve Villalonga, 2001). Sahiplik yapısının finansal performansla ilişkisini ele alan araştırmalar, çeşitli bulgular ortaya koymuştur. Bazı çalışmalar, büyük hissedarların yüksek sermaye payları ile şirketlerin finansal performansı arasında olumlu bir korelasyon olduğunu belirtirken, bu durumu büyük hissedarların şirket yönetiminde etkin bir denetim ve motivasyon kaynağı oluşturmasına ve kendi menfaatlerini optimize etme eğilimine bağlamışlardır. Ancak, diğer çalışmalar büyük hissedarların şirkete bazı maliyetler eklediğini ve yatırım çeşitliliği sağlamadıkları için yüksek risklere maruz kaldıklarını, bu sebeple de şirket performansını negatif yönde etkilediğini öne sürmüştür. Ayrıca, bazı araştırmacılar büyük hissedarların sermaye paylarının finansal performans üzerinde hiçbir etkisi olmadığını savunmuşlardır.

Sahiplik yapısının firma değeri üzerinde etkisini araştıran birçok araştırma literatürde mevcuttur. Bu çalışmalarda birbirinden farklı sonuçların ortaya çıktığı tespit edilmiştir. Genel olarak, sermaye payının belli hissedarlarda yoğunlaşması kişisel çıkarların firma çıkarlarından önce gelmesine yol açtığından firma değeri üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Bu sonuçlar, vekalet teorisini desteklemektedir.

Bu çalışmanın amacı, BIST 100 Endeksinde istikrarlı bir şekilde yer alan 24 finansal olmayan firmanın sahiplik yapısının finansal performans ve firma değeri üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Araştırmanın amacı doğrultusunda, girişten sonra konuyla ilgili literatür taraması, kullanılan veri ve metodoloji, elde edilen ampirik sonuçlar ve nihai bulgular şeklinde bir kapsam belirlenmiştir. Araştırmanın, BIST 100 Endeksinde faaliyet gösteren finansal olmayan 24 firmayı kapsamı; sahiplik yapısının finansal performans ve firma değeri üzerindeki etkisinin detaylı bir şekilde incelenmesi; bu etkiyi değerlendirebilmek adına iki farklı model kullanılarak analizin gerçekleştirilmesi ve çalışmanın kapsamının 2008 küresel ekonomik kriz sonrası dönemi içermesi, çalışma sonuçlarının vekalet teorisini desteklemesi ve firma yöneticileri, yatırımcılar ve sektördeki diğer tüm paydaşlar için yol gösterici olması araştırmanın özgünlüğü ve literatüre katkısıdır.

2. Literatür Taraması

Sahiplik yapısının finansal performans ve/veya firma değeri üzerindeki etkisini ele alan çalışmalar yeni olmamakla birlikte bu çalışmalarda daha çok sahiplik yapısının finansal performans ve firma değeri üzerindeki etkisi ayrı ayrı incelenmekte, bu etkiyi bir arada inceleyen çalışmaların sınırlı kaldığı görülmektedir. Sahiplik yapısı ve finansal performans ilişkisine yönelik Demsetz ve Villalonga (2001); Cornett vd. (2007); Bayrakdaroğlu (2010); Alipour ve Amjadi (2011); Aytekin ve İbiş (2014); Doğan ve Topal (2015); Konak ve Kendirli (2015); Topaloğlu vd. (2016); Kılıç ve Ayriçay (2018); Canbaloğlu (2022); Konak ve Türkoğlu (2022) çalışmaları bulunmaktadır.

Demsetz ve Villalonga (2001) tarafından yapılan bir çalışmada, 1976-1980 yılları arasında ABD ekonomisinin tüm sektörlerinden veriye ulaşabilen 511 firmanın sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Ancak bu çalışma sonucunda sahiplik yapısının şirket performansı üzerinde etkisi olduğuna dair istatistiksel olarak anlamlı bir bağlantı saptanmamıştır.

Cornett vd. (2007) tarafından gerçekleştirilen araştırmada, 1993-2000 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri'nde S&P 500 Endeksinde listelenen şirketlerin sahiplik yapısı ile şirket performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırma bulguları, kurumsal yatırımcıların sayısının ve sahiplik oranlarının artmasıyla şirket performanslarında da artış olduğunu göstermiştir.

Bayrakdaroğlu (2010) tarafından yapılan çalışmada, 2005 ile 2009 yılları arasında İMKB-100 Endeksinde yer alan ve mali sektörde faaliyet göstermeyen 72 firmanın sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre sahiplik yapısının, aktif ve özsermaye getirisi gibi finansal performans göstergeleri üzerinde negatif bir etkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Buna karşın, Tobin Q oranının finansal performans üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu belirlemişlerdir. Ancak Tobin Q oranı ile ölçülen finansal performansı pozitif etkilediği görülmüştür. Ayrıca yabancı ortağın sermaye payının artması, aktif kârlılık oranını düşürmektedir. Yönetici sahipliliğinin ise finansal performansla arasında bir ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır.

Alipour ve Amjadi (2011) tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada, 2006-2010 döneminde Tahran Borsasında faaliyet gösteren 68 firmanın sahiplik yapısının finansal performans ile ilişkisi panel veri analizi araştırılmıştır. Bu çalışmanın sonuçlarına göre, yönetimde yer alan yatırımcıların sermaye payı, en büyük ortağın sermaye payı, bireysel yatırımcıların sermaye payı ve kurumsal yatırımcıların sermaye payı ile finansal performans ölçütleri arasında ters bir ilişki bulunmaktadır.

Aytekin ve İbiş (2014) tarafından yapılan bir çalışmada ise, 2009-2012 döneminde Borsa İstanbul Metal Eşya, Makine Endeksi'nde yer alan 23 firmanın sahiplik yapılarının finansal performans üzerindeki etkisi ölçülmüştür. Araştırma sonucunda elde edilen bulgulara göre, halka açıklık oranı ve en büyük hissedarın sermaye payı arttıkça finansal performansın azaldığı gözlemlenmiştir. Ancak şirketin en büyük ikinci ve üçüncü hissedarlarının finansal performans üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını ortaya koymuşlardır.

Doğan ve Topal (2015) yürüttüğü araştırma, 2002-2012 yılları arasında Borsa İstanbul'da listelenen imalat sanayi firmalarının sahiplik yapısı ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu çalışmada, sürekli olarak listelenen 136 firmanın verileri analiz edilmiş ve sahiplik yapısının, şirketlerin piyasa değeri, karlılık ve finansal başarısızlık riski üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Konak ve Kendirli (2015) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 2007-2012 yılları arasında BIST Gıda ve İçecek Endeksi'nde yer alan 18 firmanın sahiplik yapısı ile performansları arasındaki ilişkiyi değerlendirmiştir. Yapılan analizler sonucunda, sahiplik yapısının özsermaye karlılığı ve aktif karlılık oranları ile ölçülen firma performansı üzerinde negatif bir etkisi olduğu; ancak Tobin Q oranı ile ölçülen firma performansı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Topaloğlu vd. (2016) çalışmasında, 2009-2015 yılları arasında BIST 30 Endeksinde faaliyet gösteren 18 firmanın sahiplik yapıları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi tespit etmeyi amaçlamışlardır. Analizleri üç farklı modelden oluşmuştur. Aktif kârlılık oranı esas alınarak oluşturdukları modelde halka açıklık oranı ve en büyük hissedarın sermaye payı finansal performansı olumsuz etkilediği, özsermaye kârlılığını baz aldıkları modelde halka açıklık oranının finansal performansı negatif yönde etkilediği, Tobin Q oranı esas alınarak

oluşturulan modelde ise en büyük iki hissedarın sermaye payının finansal performansı olumsuz etkilediğini tespit etmişlerdir.

Kılıç ve Ayriçay (2018), çalışmalarında BIST İmalat Sanayi Sektöründe yer alan 78 firmanın sahiplik yapısı ve yönetim kurulunun finansal performans üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlamışlardır. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Araştırma sonucunda elde ettikleri bulgulara göre, en büyük hissedarın sahip olduğu sermaye payının piyasa temelli performansları olumlu yönde, ancak muhasebe temelli performansları olumsuz yönde etkilediğini tespit etmişlerdir.

Canbaloğlu (2022) tarafından yürütülen çalışmada, 2009-2018 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren ve finansal olmayan 255 firmanın sahiplik yapısındaki farklı türlerdeki yatırımcı oranlarının firma performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Araştırma sonucunda, yabancı kurumsal yatırımcı oranının artmasıyla firma performansının arttığı, yerli bireysel yatırımcı oranındaki artışın firma performansını negatif yönde etkilediği, yabancı bireysel yatırımcı oranındaki artışın ise pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Konak ve Türkoğlu (2022) yaptığı çalışma, 2012-2018 yılları arasında Borsa İstanbul Turizm Endeksinde listelenen 9 şirketin sermaye ve sahiplik yapılarının, şirket performansları üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Araştırmanın bulguları, sahiplik ve sermaye yapılarının, firmaların finansal performansları üzerinde çeşitli seviye ve yönlerde etkileri olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar, sermaye yapısı ve sahiplik düzenlemelerinin, turizm sektöründeki firmaların finansal sağlığı üzerinde önemli rol oynadığını ortaya koymaktadır.

Sahiplik yapısı ve firma değeri ilişkisine yönelik Griffith (1999); Maury ve Pajuste (2005); Wei vd. (2005); Andres (2008); Sakıncı (2008); Isshaq vd. (2009); Shah ve Shah (2011); Konuk (2018) çalışmaları bulunmaktadır.

Griffith (1999) tarafından yürütülen çalışmada, 1980-1995 yılları arasında ABD'de en yüksek ciroya sahip firmaları gösteren Fortune 500 Endeksinde yer alan firmaların CEO sahipliğinin firma değerine etkisi ölçülmüştür. Araştırma sonucunda, yönetim kurulunda içerdeki oranı arttıkça firma değerinin önce arttığı, daha sonra azaldığı tespit edilmiştir.

Maury ve Pajuste (2005) tarafından yürütülen çalışmada, 1993-2000 yılları arasında Finlandiya'da faaliyet gösteren 136 firmanın birden fazla hissedarın varlığının şirket değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırma sonucunda, en büyük hissedarın pay oranının artmasıyla firma değerinin olumsuz yönde etkilendiği tespit edilmiştir.

Wei vd. (2005) tarafından yürütülen çalışmada, 1991-2001 yılları arasında Çin'de faaliyet gösteren kısmen özelleştirilmiş 5.284 firmanın sahiplik yapısı ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırma sonucunda, firmaların kamu ve kurumsal sahipliği arttıkça firma değerinin olumsuz etkilendiği, yabancı ortakların sahipliği arttıkça ise firma değerinin bu durumdan olumlu etkilendiği sonucuna varılmıştır.

Andres (2008) tarafından yürütülen çalışmada, 1998-2004 yılları arasında Almanya'da yer alan 275 firmanın aile sahipliğinde olmasının firma değeri üzerindeki etkisini incelemiştir. İnceleme sonucunda, firmaların aile sahipliğinde olmasının firma değerini pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Sakıncı (2008) tarafından yürütülen çalışmada, 2002-2006 döneminde İMKB'de yer alan 169 imalat sanayi şirketinin sahiplik yapısı ile firma değeri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma sonucunda, sahiplik yapısının piyasa temelli değer değişkenlerini muhasebe temelli değişkenlerden daha çok artırdığı, halka açıklık oranının ise firma değerini azalttığı tespit edilmiştir.

Isshaq vd. (2009), çalışmalarında 2001-2007 döneminde Gana Borsasında işlem gören firmaların sahiplik yapısı, nakit yönetimleri ve yönetim yapılarının firma değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışma sonucunda kâr payı dağıtımı, yüksek kaldıraç oranı ve yönetim kurulu büyüklüğü şirket değerine pozitif katkı sağlarken, yönetim tarafından sahip olunan hisse oranının yükselmesinin şirket değerini negatif etkilediği belirlenmiştir.

Shah ve Shah (2011) gerçekleştirdiği çalışma, 2000-2009 yılları arasında Karaçi Borsasında (KSE) listelenen 80 şirketin sahiplik yapısı ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmanın sonuçları, finansal kaldıraç kullanımının şirket değerini olumlu yönde etkilediğini göstermiştir. Ayrıca, kurumsal ortaklıkların varlığı ile finansal kaldıraç kullanımı arasında negatif bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Bu bulgular, sahiplik yapısının ve finansal stratejilerin şirket değeri üzerindeki etkisini anlamada önemli bir katkı sağlamaktadır.

Konuk (2018) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 2006-2010 döneminde BIST 30 Endeksi'nde yer alan firmaların sahiplik yapılarının firma değerleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Firma değeri, bu çalışmada Tobin's Q oranı ile temsil edilmiştir. Araştırma sonucunda, hâkim ortakların pay oranı yoğunluğunun artmasıyla firma değerinin azaldığı tespit edilmiştir.

3. Yöntem

3.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Önemi

Bu çalışmada, 2010-2022 yılları arasında Borsa İstanbul (BIST) 100 Endeksinde istikrarlı bir şekilde yer alan firmaların sahiplik yapısının finansal performans ve firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu bağlamda, çeşitli sektörlerden seçilen 24 firma analize tabi tutulmuştur. Analize dahil edilen firmalar Tablo 1'de sıralanmıştır.

Tablo 1. 2010-2022 Dönemi BIST 100 Firmaları

SIRA	KOD	FİRMA ADI	İÇİNDE BULUNDUĞU SEKTÖR
1	AKSA	Aksa	İmalat
2	AEFES	Anadolu Efes	İmalat
3	ARCLK	Arçelik	İmalat
4	ASELS	Aselsan	Teknoloji / Savunma
5	BIMAS	Bim Mağazalar	Toptan ve Perakende Ticaret
6	CCOLA	Coca Cola İçecek	İmalat
7	DOAS	Doğuş Otomotiv	Toptan ve Perakende Ticaret
8	EREGL	Ereğli Demir Çelik	İmalat
9	FROTO	Ford Otosan	İmalat
10	GUBRF	Gübre Fabrik.	İmalat
11	IPEKE	İpek Doğal Enerji	Madencilik ve Taş Ocakçılığı
12	KRDMD	Kardemir (D)	İmalat
13	KARSN	Karsan Otomotiv	İmalat
14	KARTN	Kartonsan	İmalat
15	KOZAL	Koza Altın	Madencilik ve Taş Ocakçılığı
16	KOZAA	Koza Madencilik	Madencilik ve Taş Ocakçılığı
17	MGROS	Migros Ticaret	Toptan ve Perakende Ticaret
18	OTKAR	Otokar	İmalat
19	PETKM	Petkim	İmalat
20	TOASO	Tofaş Oto. Fab.	İmalat
21	TUPRS	Tüpraş	İmalat
22	TTRAK	Türk Traktör	İmalat
23	ULKER	Ülker Bisküvi	İmalat
24	VESTL	Vestel	İmalat

Araştırmanın, ilgili dönemde farklı sektörlerde faaliyet gösteren, BIST 100 Endeksinde işlem gören Türkiye'nin önde gelen 24 firmasını kapsamayı; sahiplik yapısının finansal performans ve firma değeri üzerindeki etkisinin detaylı bir şekilde incelenmesi; bu etkiyi değerlendirebilmek adına iki farklı model

kullanılarak analizin gerçekleştirilmesi ve çalışmanın kapsamının 2008 küresel ekonomik kriz sonrası dönemi içermesi, araştırmanın özgünlüğünü belirlemektedir.

3.2. Araştırmanın Kısıtları

Verilerin, 2008 küresel ekonomik krizin etkilerinden arındırılması amacıyla, çalışmanın başlangıç yılı olarak 2010 seçilmiştir. BIST-100 Endeksinde yer alan firmaların yıllara göre değişkenlik göstermesi nedeniyle, ilgili dönemde sürekli olarak endekte bulunan 24 firma analize dahil edilmiştir. Mali sektör, analiz kapsamı dışında bırakılmıştır.

3.3. Araştırmanın Yöntemi ve Veri Seti

Analizde kullanılan veriler, Kamu Aydınlatma Platformu, Borsa İstanbul web siteleri, firmaların faaliyet raporları ve Financial Information News Network (FİNNET) Analiz Expert veri tabanından alınmıştır. Araştırmada, sahiplik yapısının finansal performans ve firma değeri üzerindeki etkisini incelemek için panel regresyon analiz yöntemi benimsenmiştir.

Araştırmada, firmaların sahiplik yapısının finansal performans ve firma değeri üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla, finansal performansı temsilen aktif karlılık oranı ve firma değerini temsilen Tobin Q oranı bağımlı değişkenler olarak alınmıştır. Aktif karlılık oranı, firmanın finansal performans ölçütü olarak değerlendirildiği için birçok çalışmada bağımlı değişken olarak tercih edilmiştir (Topaloğlu vd., 2016; Konak ve Türkoğlu, 2022). Tobin Q oranı ise firmanın değerini belirleyen en önemli değişkenlerden biri olarak kabul edildiğinden, birçok çalışmada kullanılmıştır (Bayrakdaroğlu, 2010; Konuk, 2018). Araştırmanın bağımsız değişkenleri; en büyük ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, en büyük iki ortağın sermaye payı, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı olarak belirlenmiştir. Modelin açıklama gücünü artırmak için kurumsal ortağın payı ve yabancı ortağın payı değişkenleri kontrol değişkeni olarak analize eklenmiştir. Araştırmada ele alınan değişkenler, Tablo 2'de ayrıntılı olarak sunulmuştur.

Veri setinde, sahiplik yapısını temsil eden BOP, B2OP ve HAO değişkenlerinin 2010-2022 yılları arasında değerleri birbirine yakın olması nedeniyle, Model-1 ve Model-2'de yatay kesit bağımlılığı (YKB) sorunu ve durağanlık testleri gerçekleştirilmemiştir.

Tablo 2. Analizdeki Değişkenler ve Hesaplama Şekilleri

Bağımlı Değişkenler	Hesaplama Şekli	Sembol
Aktif Kârlılık Oranı	Net Kâr/ Toplam Varlıklar	ROA
Tobin Q Oranı	(Piyasa Değeri + Toplam Borç) / Toplam Varlıklar	TobinQ
Bağımsız Değişkenler		
En Büyük Ortağın Sermaye Payı	En Büyük Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	BOP
En Büyük 2 Ortağın Sermaye Payı	En Büyük 2 Ortağın Sermaye Payı / Toplam Öz Sermaye	B2OP
Finansal Kaldıraç Oranı	Toplam Borç / Toplam Varlıklar	FİNK
Firma Büyüklüğü	Log (Toplam Varlıklar)	BUY
Halka Açıklık Oranı	Halka Açık Pay Senetlerinin Nominal Değerleri Toplamı / Toplam Öz Sermaye	HAO
Kontrol Değişkenler		
Kurumsal Ortağın Payı	Firmanın Kurumsal Ortağı Varsa 1, yoksa 0 (dummy değişken)	KOP
Yabancı Ortağın Payı	Firmanın Yabancı Ortağı Varsa 1, yoksa 0 (dummy değişken)	YOP

3.4. Hipotezler ve Modeller

Araştırmada sahiplik yapısının finansal performans ve firma değeri üzerindeki etkisini incelemek için test edilecek on temel hipotez vardır. Bunlar;

H1: En büyük ortağın sermaye payı aktif kârlılık oranı arasında bir ilişki vardır.

H2: En büyük iki ortağın sermaye payı ile aktif kârlılık oranı arasında bir ilişki vardır.

H3: Finansal kaldıraç oranı ile aktif kârlılık oranı arasında bir ilişki vardır.

H4: Firma büyüklüğü ile aktif kârlılık oranı arasında bir ilişki vardır.

H5: Halka açıklık oranı ile aktif kârlılık oranı arasında bir ilişki vardır.

H6: En büyük ortağın sermaye payı ile Tobin Q oranı arasında bir ilişki vardır.

H7: En büyük iki ortağın sermaye payı ile Tobin Q oranı arasında bir ilişki vardır.

H8: Finansal kaldıraç oranı ile Tobin Q oranı arasında bir ilişki vardır.

H9: Firma büyüklüğü ile Tobin Q oranı arasında bir ilişki vardır.

H10: Halka açıklık oranı ile Tobin Q oranı arasında bir ilişki vardır.

Model 1- ROA

$$ROA_{it} = \alpha_{0it} + \beta_{1it}BOP_{it} + \beta_{2it}B2OP_{it} + \beta_{3it}FİNK_{it} + \beta_{4it}BUY_{it} + \beta_{5it}HAO_{it} + \beta_{6it}KOP_{it} + \beta_{7it}YOP_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model 2- Tobin Q

$$TOBINQ_{it} = \alpha_{0it} + \beta_{1it}BOP_{it} + \beta_{2it}B2OP_{it} + \beta_{3it}FİNK_{it} + \beta_{4it}BUY_{it} + \beta_{5it}HAO_{it} + \beta_{6it}KOP_{it} + \beta_{7it}YOP_{it} + \varepsilon_{it}$$

3.5. Araştırmanın Bulguları

Araştırma bulgularına geçmeden önce, değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 3'te gösterilmektedir.

Tablo 3. Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistik Sonuçları

	ROA	TOBINQ	FİNK	BOP	B2OP	HAO	BUY
Ort.	9.194	1.675	0.550	45.968	60.103	36.453	9.795
Medyan	7.242	1.376	0.607	44.680	62.120	32.950	9.759
Maksimum (En büyük)	57.260	10.436	0.997	97.920	97.920	100.000	11.242
Minimum (En küçük)	-9.868	0.218	0.074	0.000	0.000	2.080	8.283
Std. Sapm. (Standart sapma)	9.694	1.148	0.229	17.847	17.924	18.055	0.563
Çarpıklık	1.693	3.062	-0.693	-0.157	-1.597	1.889	0.024
Basıklık	7.971	17.408	2.548	3.815	6.275	7.201	2.900
Jarque- Bera	470.474	3186.802	27.621	9.947	272.208	415.032	0.161
Olasılık	0.000***	0.000***	0.000***	0.006***	0.000***	0.000***	0.922
Gözlem	312	312	312	312	312	312	312
Not: %10*, %5 ** ve %1*** anlamlılık seviyelerini temsil etmektedir.							

Tablo 3'teki verilere göre, çalışmanın bağımlı değişkenleri olan ROA ve TOBINQ arasında, ROA en yüksek ortalamaya sahip değişkendir. Bu, analiz kapsamındaki firmaların varlıklarından elde edilen karlılığın yüksek olduğunu gösterir. Bağımsız değişkenler olan FİNK, BOP, B2OP, HAO ve BUY ile ilgili veriler incelendiğinde,

en büyük ortağın sermaye payının yaklaşık %96 olduğu görülmektedir. Finansal kaldıraç oranı (FINK) ortalama olarak 0.55 değerindedir. Bu sonuç, firmaların toplam varlıklarının yarısını yabancı kaynaklarla finanse ettiğini gösterir. Ayrıca, bu durum firmaların borç ödeme kapasitesinin yeterli olduğunu da işaret eder. Halka açıklık oranı (HAO) ortalama %36,45'tir, bu da firmaların toplam hisse senetlerinin üçte birinden biraz fazlasının borsada işlem gördüğünü gösterir. Firmaların toplam varlıklarının logaritması olan büyüklük (BUY) değişkeninin ortalama değeri 9.79'dur, bu da firmaların yüksek miktarda varlığa sahip olduğunu gösterir. Kontrol değişkenleri olan kurumsal ortağın payı (KOP) ve yabancı ortağın payı (YOP) sıfır ve bir değerlerinden oluştuğundan bir seri oluşturmaz. Bundan dolayı bu değişkenlerin tanımlayıcı istatistik verileri tabloya dahil edilmemiştir. Bu değişkenler yalnızca model tahminine dahil edilecektir.

Tablo 3'te sunulan standart sapma değerleri, ROA, BOP, B2OP ve HAO değişkenleri hariç, diğer değişkenlerde yıllar itibarıyla önemli bir değişkenlik olmadığını göstermektedir. Yüksek standart sapma değerlerine sahip değişkenlerin bu durumu, veri setinin özelliğinden kaynaklanmaktadır.

Tanımlayıcı istatistikler çarpıklık açısından değerlendirildiğinde, ROA, TOBINQ, HAO ve BUY değişkenleri pozitif değerlere sahip oldukları için sağa çarpık; FINK, BOP ve B2OP değişkenleri negatif değerlere sahip oldukları için sola çarpık bulunmuştur.

Basıklık değerleri incelendiğinde, tüm değişkenlerin pozitif değerler aldığı ve bu nedenle sivri bir dağılım sergilediği görülmektedir.

Jarque-Bera istatistikleri ve olasılık değerleri birlikte değerlendirildiğinde, ROA, TOBINQ, FINK, B2OP ve HAO değişkenlerinin yüksek istatistiksel değerlere ve 0.05'ten düşük olasılık değerlerine sahip olduğu; BUY değişkeninin ise düşük istatistiksel değerlere ve 0.05'ten yüksek olasılık değerlerine sahip olduğu görülmektedir. BUY değişkeninin normal dağılım göstermemesinin nedeni, verilerin logaritmasının alınmış olmasıdır. Bu nedenle, ROA, TOBINQ, FINK, B2OP ve HAO değişkenleri normal dağılım göstermezken, BUY değişkeni normal dağılım göstermektedir.

Tanımlayıcı istatistiklerin ardından model bazlı değerlendirmeler yapılacaktır. Çalışmanın ilerleyen aşamalarında, her iki model için çoklu doğrusal bağlantı, içsellik, yatay kesit bağımlılığı, durağanlık, değişen varyans ve otokorelasyon sorunu ayrı ayrı test edilecek ve elde edilen bulgular detaylı bir şekilde yorumlanacaktır.

3.5.1. Çoklu Doğrusal Bağlantı (ÇDB) ve İçsellik Testi

Çoklu doğrusal bağlantı (ÇDB) sorunu, modelin bağımsız değişkenleri arasındaki yüksek korelasyonu ifade eder ve istenmeyen bir durumdur, çünkü bu durum parametre tahminlerini güçleştirir ve sonuçların güvenilirliğini azaltır. Modeldeki ÇDB sorununun varlığı, Spearman korelasyon testi ve varyans şişirme faktörü (VIF) testi ile değerlendirilecektir. Spearman korelasyon testi için farklı çalışmalarda değişken kritik değerler uygulanabilmektedir (Albayrak, 2005). Bu analizde Spearman korelasyon testi için kritik değer aralığı ($p > 0,90$) ve ($p < -0,90$)'dır. Varyans şişirme testi için farklı çalışmalarda farklı kritik değerleri kullanılmaktadır (Topaloğlu, 2018). Bu çalışmada VIF testi için kritik değer aralığı ($p > 10$) ve ($p < -10$)'dır.

İçsellik, modelin hata terimi ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonun incelenmesidir. Bu çalışmada içsellik için belirlenen kritik değer aralığı (+0.90) ve (-0.90) olarak alınmıştır. (Tabachnick ve Fidell, 2001). Kritik değer üzerindeki bağımsız değişkenler yüksek korelasyona sahip olduğundan içsellik sorunu bulunurken, kritik değer altındaki bağımsız değişkenler düşük korelasyona sahip olduğundan içsellik sorunu bulunmamaktadır.

Spearman korelasyon ve içsellik test sonuçları tek bir tabloda birlikte incelenecektir. Tabloda yer alan 'hataterimi1' sütunu Model-1'in ve 'hataterimi2' sütunu ise Model-2'nin içsellik test sonuçlarını göstermektedir. Testlerin sonuçları Tablo 4'te yer almaktadır. Varyans şişirme test sonuçları Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 4. Spearman Korelasyon ve İçsellik Test Sonuçları

Correlation []							
t-Statistic							
Probability ()	HATATERİMİ1	HATATERİMİ2	BOP	B2OP	HAO	BUY	FİNK
HATATERİMİ1	1.000						

HATATERİMİ2		1.000					

BOP	[-0.014]	[0.090]	1.000				
	-0.262	1.693	----				
	(0.793)	(0.091)	----				
B2OP	[-0.001]	[0.122]	[0.476]	1.000			
	-0.025	2.177	9.533	----			
	(0.979)	(0.030)	(0.000)	----			
HAO	[-0.044]	[-0.065]	[-0.204]	[-0.800]	1.000		
	-0.789	-1.162	-3.679	-23.542	----		
	(0.430)	(0.246)	(0.000)	(0.000)	----		
BUY	[0.0699]	[0.174]	[0.0579]	[-0.165]	[0.113]	1.000	
	1.233	3.116	1.012	-2.954	2.015	----	
	(0.218)	(0.002)	(0.312)	(0.003)	(0.044)	----	
FİNK	[0.087]	[0.136]	[0.0539]	[0.237]	[-0.162]	[0.222]	1.000
	1.553	2.427	0.941	4.298	-2.899	4.010	----
	(0.121)	(0.015)	(0.347)	(0.000)	(0.004)	(0.000)	----

Tablo 4'teki Spearman korelasyon ve içsellik test sonuçlarına göre, belirlenen kritik değerlerin üzerinde bir değişken bulunmamaktadır. Bu sonuç Model-1 ve Model-2'de ÇDB ve içsellik sorunu olmadığını göstermektedir.

Tablo 5. VIF Test Sonuçları

Değişken	Model-1 Varyans Katsayısı	Model-2 Varyans Katsayısı	Merkezi VIF
BOP	0.001672	2.86E	2.447
B2OP	0.006909	0.000	9.989
HAO	0.004823	8.26E	7.223
BUY	0.763124	0.013	1.112
FİNK	4.685488	0.080	1.136
C	116.3068	1.991	NA

Tablo 5'teki varyans şişirme testi sonuçlarına göre, değişkenlerin hiçbirisi kritik değerleri aşmamıştır. Bu durum, Model-1 ve Model-2'de çoklu doğrusal bağlantı (ÇDB) sorunu olmadığını göstermektedir. Ayrıca, bu sonuçlar Spearman korelasyon testi sonuçları ile de uyumludur.

3.5.2. Zaman ve Yatay Kesit Etkisi Sonuçları

Bu çalışmanın veri seti, belirli bir zaman dilimi ve şirketleri içerdiğinden, tahminleme yöntemi olarak sabit etkiler modelinin seçilmesi uygun bulunmuştur. Sabit etkiler modeli kapsamında, Model-1'deki sabit parametrelerin farklılaşmasının yatay kesit, zaman boyutu ya da her ikisi açısından olup olmadığı değerlendirilmelidir. F testi ile sabit etkiler modelinin, Breusch ve Pagan (1980) ve Honda (1985) testleri ile de rassal etkiler modelinin sonuçları değerlendirilmiştir. F testinde, panelde zaman ve birim etkileri olup olmadığı araştırılır. F testinde kritik değer 0.05'tir. Eğer bu testin olasılık değerleri kritik değerden büyükse, havuzlanmış modelin kullanılması önerilir. Aksi takdirde, sabit etkiler modeli tercih edilmelidir. Breusch-Pagan LM (1980) testinin kritik değeri 0.05'tir. Bu testlerin sonuçları, kritik değeri aşarsa, havuzlanmış modelin; aşmazsa, rassal etkiler modelinin kullanılması gerektiğini önerir. Honda (1985) testinin sonuçları Breusch-Pagan LM (1980) test sonuçlarına benzer şekilde yorumlanmaktadır. F testi, Breusch-Pagan LM (1980) ve Honda (1985) test sonuçları Tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6. Model Seçimi Sonuçları

Test		Model-1		Model-2	
		İstatsk.	Olaslk.	İstatsk.	Olaslk.
F-Test	F-grup	9.566	0.000***	12.635	0.000***
	F-zaman	4.697	0.000***	7.431	0.000***
	F-iki yönlü	8.988	0.000***	10.680	0.000***
Breusch ve Pagan LM Test	LM-grup	159.641	0.000***	246.852	0.000***
	LM-zaman	34.306	4.71	14.549	0.000***
	LM-iki yönlü	193.947	0.000***	261.401	0.000***
Honda (1985) Test	Honda-grup	12.634	0.000***	15.711	0.000***
	Honda-zaman	5.857	2.35	3.814	6.83E
	Honda-iki yönlü	13.075	0.000***	13.806	0.000***

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

Tablo 6'da sunulan F testi sonuçları hem grup bazında hem de zaman boyutunda %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı bulunmuş ve kritik değerin altında olduğundan, Model-1 ve Model-2 için çift yönlü sabit etkiler modelinin tahminleme yapılmasına karar verilmiştir. Model-1'de Breusch-Pagan LM (1980) testinin yatay kesit olasılık değeri kritik değerin altında ve %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı çıkarırken, zaman boyutu için olasılık değeri kritik değerin üzerinde ve anlamsız bulunmuştur. Bu nedenle, Model-1 için Breusch-Pagan LM (1980) testi yatay kesit boyutunda sabit etkileri gösterirken, zaman boyutunda sabit etkileri göstermemiştir. Model-2 için Breusch-Pagan LM (1980) testinde ise hem yatay kesit hem de zaman boyutu için olasılık değerleri %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı ve kritik değerin altında olduğundan modelde çift yönlü sabit etkiler bulunmaktadır. Honda (1985) testinde, hem Model-1 hem de Model-2 için yatay kesit boyutunun olasılık değeri kritik değerin altında ve %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olmasına rağmen, zaman boyutu için olasılık değeri kritik değerin üzerinde ve anlamsız olduğundan, Honda (1985) testi yatay kesit boyutunda sabit etkileri gösterirken, zaman boyutunda sabit etkileri göstermemektedir.

3.5.3. Değişen Varyans ve Otokorelasyon Test Sonuçları

Değişen varyans sorunu, hata terimlerinin varyanslarının tüm kesitler için farklı olması durumunu ifade eder. Analizde değişen varyans sorununun ortaya çıkması durumunda varyans ve kovaryans tahminleri etkin değildir. Bu analizde, değişen varyansın varlığını saptamak için kullanılacak Breusch, Pagan ve Godfrey LMh testinin kritik değer 0,05 olarak belirlenmiştir. Test sonucunda elde edilen olasılık değeri kritik değerden

büyükse, modelde değişen varyans sorunu olmadığı kabul edilir. Olasılık değeri kritik değerden küçükse, modelde değişen varyans sorunu olduğu sonucuna varılır.

Otokorelasyon sorunu, hata terimleri arasındaki korelasyonun varlığını ifade eder. Bu analizde, otokorelasyon sorununu tespit etmek için Baltagi ve Li (1991) LMp, Born ve Breitung (2016) LMp testleri kullanılacaktır. Her iki test için belirlenen kritik değer 0,05 olarak alınmıştır. Test sonuçlarına göre, elde edilen olasılık değerleri eğer kritik değerden büyükse, modelde otokorelasyon sorunu olmadığı kabul edilir. Eğer olasılık değerleri kritik değerden küçükse, modelde otokorelasyon sorunu olduğu sonucuna varılır. Değişen varyans ve otokorelasyon test sonuçları Tablo 7'de gösterilmektedir.

Tablo 7. Değişen varyans ve otokorelasyon test sonuçları

Test		Model-1		Model-2	
		İsta.	Olaslk.	İsta.	Olaslk.
Değişen Varyans	Breusch, Pagan ve Godfrey (1979) LMh	233.223	0.000***	454.478	0.000***
	Otokorelasyon				
	Baltagi ve Li (1991) LMp	51.500	0.000***	25.983	0.000***
	Born ve Breitung (2016) LMp	75.279	0.000***	43.251	0.000***
	Not: %10*, %5 ** ve %1*** anlamlılık seviyelerini temsil etmektedir.				

Tablo 7'deki veriler, değişen varyans ve otokorelasyon sorunları açısından şu şekilde değerlendirilmiştir: Model-1 ve Model-2 için yapılan testlerde, olasılık değerleri %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı bulunmuş ve kritik değerden daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, her iki modelde de değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının var olduğunu göstermektedir.

4. Bulgular

4.1. Panel Veri Analiz Sonucu

Model-1 ve Model-2'de ortaya çıkan değişen varyans ve otokorelasyon sorununu çözmek için dirençli tahminciler kullanılacaktır. Her iki model tek bir tabloda gösterilip sonuçlar ayrı ayrı değerlendirilecektir. Model-1'deki değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarına yönelik olarak Beck ve Katz (1995) tarafından önerilen ve standart hataları düzelten dirençli tahminci kullanılmıştır. Bu tahmincinin test sonuçları Tablo 8'de sunulmuştur.

Tablo 8. Panel Veri Analiz Sonucu

Açıklayıcı Değişken	Model-1		Model-2	
	ROA		TOBINQ	
	Ktsayı	Olaslk.	Ktsayı	Olaslk.
BOP	-0.391	0.000***	-0.022	0.000***
B2OP	0.506	0.000***	0.003	0.692
HAO	0.133	0.004***	-0.024	0.015**
BUY	0.540	0.659	-0.642	0.010*
FİNK	-16.544	0.000***	0.364	0.050**
KOP	-11.195	0.000***	-3.443	0.000***
YOP	-3.660	0.000***	-0.096	0.169
C	7.777	0.558	12.873	0.000
R ²	0.448		0.444	
Düzeltilmiş R ²	0.412		0.408	
F-istatistik	12.475		12.281	
F-Olasılık	0.000***		0.000***	
Not: %10*, %5 ** ve %1*** anlamlılık seviyelerini temsil etmektedir.				

Tablo 8'de sunulan analitik sonuçlara göre, modelin bir bütün olarak anlamlılığını gösteren F-olasılık değeri her iki model için %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Model-1'in düzeltilmiş R² değeri 0,412 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuç ROA'daki değişimin yaklaşık %41,2'sinin bağımsız ve kontrol değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Model-2'nin düzeltilmiş R² değeri ise 0,408'dir, bu da TOBINQ'daki değişimin yaklaşık %40,8'inin bağımsız ve kontrol değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir.

En büyük ortağın sermaye payı (BOP) değişkeni, firmaların finansal performansını negatif yönde etkilemektedir; bu etki ROA üzerinde (-0,391) olarak ölçülmüştür. Ayrıca, BOP değişkeninin firmaların değerini de negatif yönde (-0,022) etkilediği gözlemlenmiştir. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda, BOP'taki bir birimlik artışın ROA'yı 39,1 birim azalttığı tespit edilmiştir. Bu bulgu, Bayrakdaroğlu (2010), Alipour ve Amjadi (2011), Pervan vd., (2012), Konak ve Kendirli (2015), Doğan ve Topal (2015), Tükenmez vd., (2016), Topaloğlu vd. (2016), Kılıç ve Ayriçay (2018) tarafından yapılan çalışmalar ile benzer sonuçlar gösterirken; Thomsen ve Pedersen (2000), Acaravcı vd., (2015), Doğan ve Topal (2015) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda elde edilen sonuçlarla farklılık göstermektedir. Bu nedenle, çalışma kapsamında oluşturulan Hipotez 1 kabul edilmiştir. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda, BOP'taki bir birimlik artışın TOBINQ'yu 2,2 birim azalttığı bulunmuştur. Bu değişken, firma değerini en az olumsuz etkileyen değişken olarak belirlenmiştir. Bu bulgu, Isshaq vd., (2009), Aytekin ve İbiş (2014) ve Konuk (2018) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlarla benzerlik gösterirken; Bayrakdaroğlu (2010) tarafından yapılan çalışmanın sonuçlarıyla uyumsuzdur. Bu nedenle, çalışma kapsamında oluşturulan Hipotez 6 kabul edilmiştir.

En büyük iki ortağın sermaye payı (B2OP) değişkeni, firmaların finansal performansını pozitif yönde etkilemektedir; bu etki ROA üzerinde (0.506) olarak ölçülmüştür. Ancak B2OP değişkeninin firma değeri üzerinde etkili olmadığı tespit edilmiştir. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda, B2OP'taki bir birimlik artışın ROA'yı 50,6 birim artırdığı tespit edilmiştir. Bu sonuç, Doğan ve Topal (2015), Konak ve Kendirli (2015) tarafından yapılan çalışmalar ile benzer sonuçlar göstermektedir. Bu nedenle, çalışma kapsamında oluşturulan Hipotez 2 kabul edilmiştir. B2OP değişkeninin firma değeri üzerinde bir etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Bu durumda çalışma kapsamında oluşturulan Hipotez 7 reddedilmiştir.

Halka açıklık oranı (HAO) değişkeni, firmaların finansal performansını pozitif yönde etkilemektedir; bu etki ROA üzerinde (0.133) olarak ölçülmüştür. Ancak, HAO değişkeninin firma değerini negatif yönde (-0.024) etkilediği gözlemlenmiştir. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda, HAO'daki bir birimlik artışın ROA'yı 13,3 birim artırdığı tespit edilmiştir. Bu sonuç, Bayrakdaroğlu (2010), Acaravcı vd., (2015), Doğan ve Topal (2015), Önem ve Demir (2015), Tükenmez vd. (2016), Kılıç ve Ayriçay (2018) tarafından yürütülen çalışmalar ile benzerlikler gösterirken; Topaloğlu (2017), Konak ve Kendirli (2015) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarıyla benzerlik göstermemektedir. Bu nedenle, çalışma kapsamında oluşturulan Hipotez 5 kabul edilmiştir. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda, HAO'daki bir birimlik artışın TOBINQ'yu 2,4 birim azalttığı bulunmuştur. Bu bulgu, Sakınc (2008), Bayrakdaroğlu (2010) Aytekin ve İbiş (2014) ve Konuk (2019) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarıyla uyumsuzdur. Bu nedenle, çalışma kapsamında oluşturulan Hipotez 10 kabul edilmiştir.

Firmanın büyüklüğü (BUY) değişkeninin, firmaların finansal performansı üzerinde bir etkiye sahip olmadığı ortaya çıkmıştır. Ancak, BUY değişkeni firma değerini negatif yönde (-0.642) etkilemektedir. Firmaların aktiflerindeki artışın, finansal performans üzerinde bir etkisi olmadığı belirlenmiştir. Bu bulgu, Doğan ve Topal (2015), Acaravcı vd. (2015), Çiftçi vd. (2019), Canbaloglu (2022) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarıyla uyumlu değildir. Bu nedenle, çalışma kapsamında oluşturulan Hipotez 4 reddedilmiştir. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda, BUY'daki %1'lik artışın TOBINQ'yu %64,2 oranında azalttığı gözlemlenmiştir. BUY değişkeni, firma değerini negatif yönde en fazla etkileyen değişken olarak belirlenmiştir. Bu sonuç, Lixin ve Jin (2010), Konuk (2019) ve Yağlı ve Ünlü (2018) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarıyla benzerlik gösterirken; Andres (2008) tarafından gerçekleştirilen çalışmanın sonuçlarıyla uyumsuzdur. Bu nedenle, çalışma kapsamında oluşturulan Hipotez 9 kabul edilmiştir.

Finansal kaldıraç oranı (FİNK) değişkeni, firmaların finansal performansını negatif yönde (-16.544) etkilerken, firma değerini pozitif yönde (0.364) etkilemektedir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, FİNK'te meydana gelen bir birimlik artış ROA'yı 54,4 birim azaltmaktadır. Bu bulgu, Tanrıöven ve Eksoy (2010), Konak ve Kendirli (2015), Kılıç ve Ayriçay (2018), Canbaloglu (2022), Konak ve Türkoğlu (2022) tarafından yapılan

çalışmalarda ortaya çıkan sonuç ile benzerlik gösterirken, Doğan ve Topal (2015) tarafından yürütülen çalışma sonucu ile farklılık göstermektedir. Dolayısıyla Hipotez 3 kabul edilmiştir. Ayrıca, FİNK'te meydana gelen bir birimlik artış TOBINQ'yu 36,4 birim artırmaktadır ve bu değişken, firma değerini pozitif yönde etkileyen tek değişkendir. Bu bulgu, Isshaq vd. (2009) tarafından yapılan çalışma sonucu ile benzerlik gösterirken, Bayrakdaroğlu (2010), Garcia-Meca ve Sanchez-Ballesta (2010), Aytekin ve İbiş (2014) ve Konuk (2019) tarafından yapılan çalışma sonuçları benzerlik göstermemektedir. Dolayısıyla Hipotez 8 kabul edilmiştir.

Kurumsal ortağın sermaye payı (KOP) değişkeni, firmaların finansal performansını negatif yönde (-11,195) etkilemektedir. Ayrıca KOP değişkeni firma değerini de negatif yönde (-3.443) etkilemektedir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, KOP'ta meydana gelen 1 birimlik artış ROA'yı 19,5 birim azaltmaktadır. Bu sonuç, Cornett vd. (2007), Lin ve Fu (2017), Vuran ve Kömeçoğlu (2019), Sakawa ve Watanabel (2020), Canbaloğlu (2022) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarından farklıdır. KOP'ta meydana gelen bir birimlik artış TOBINQ'yu 44,3 birim azaltmaktadır ve firmalarda kurumsal ortağın payı arttıkça firmanın net karının azaldığı, bu durumun firma değerini düşürdüğü gözlemlenmiştir. Bu bulgu, Demsetz ve Villalonga (2001) ve Wei vd., (2005) tarafından yapılan çalışma sonuçlarıyla uyusmaktadır.

Yabancı ortağın sermaye payı (YOP) değişkeni, firmaların finansal performansını negatif yönde (-3.660) etkilemektedir. Ancak YOP değişkeninin firma değeri üzerinde etkisi tespit edilememiştir. Diğer değişkenler sabit kabul edildiğinde, YOP'ta meydana gelen bir birimlik artış ROA'yı 66 birim azaltmaktadır. Bu sonuç, Thanatawee (2014), Phung ve Le (2013) tarafından yapılan çalışmalarla benzerlik gösterirken, Douma vd., (2006), Aydın vd., (2007), Akman vd., (2011), Douma vd. (2006), Nashier ve Gupta (2016) ve Canbaloğlu (2022) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarıyla uyusmamaktadır. YOP değişkeninin firma değerini üzerinde etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Bu sonuç, Bayrakdaroğlu (2010) ve Aytekin ve İbiş (2014) tarafından gerçekleştirilen çalışma sonuçları ile örtüşmektedir, ancak Wei vd. (2005) ve Yağlı ve Ünlü (2019) tarafından yapılan çalışma sonuçları ile benzerlik göstermemektedir.

5. Sonuç ve Tartışma

Bu çalışma, 2010-2022 yılları arasında BIST-100 Endeksinde istikrarlı bir şekilde yer alan firmaların sahiplik yapısının firma değeri ve finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Sahiplik yapısı bu çalışmada beş bağımsız ve iki kontrol değişken yardımıyla açıklanmıştır. Bağımsız değişkenler; en büyük ortağın sermaye payı, en büyük iki ortağın sermaye payı, finansal kaldıraç oranı, firma büyüklüğü ve halka açıklı oranıdır. Kontrol değişkenler ise kurumsal ortağın payı ve yabancı ortağın payıdır. Sahiplik yapısının firmaların finansal performansları üzerindeki etkisi incelemek için kullanılan bağımsız değişken aktif kârlılık oranıdır. Ayrıca firma değeri üzerindeki etkisini incelemek için Tobin Q oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Yapılan analiz sonucunda en büyük ortağın payı (BOP) ile finansal performans ve firma değeri arasında anlamlı fakat negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. En büyük ortağın sermaye payının toplam sermaye içinde artması ve sermayenin bir kişide yoğunlaşması kişisel çıkarların firmaların çıkarlarından önce gelmesine yol açtığı ve bu durumun firmanın performansını ve değerini olumsuz etkilediği düşünülmektedir. En büyük iki ortağın sermaye payının (B2OP) artması, finansal performans üzerinde pozitif bir etkiye sahipken firma değeri ile anlamlı bir ilişkisi bulunmamaktadır. B2OP değişkeninin artması finansal performansını artırdığı söylenebilir. Halka açıklık oranının (HAO), finansal performans üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Firmalar daha çok halka açıldıkça bu durum finansal performansını olumlu etkilediği söylenebilir. Ancak HAO ile firma değeri arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Firmalarda halka açıklık oranı artıkça, pay senedi fiyat oynaklığı ve riski artığından bu durumda firma değerinin olumsuz etkilediğini ifade etmek mümkündür. Firma büyüklüğünün (BUY) artması, firma değeri üzerinde negatif bir etkiye sahipken finansal performans üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değildir. Firmaların sahip oldukları varlıklar artıkça bu durum firmaların değerini düşürürken finansal performansını etkilemediğini söylemek mümkündür. Finansal kaldıraç oranı (FKO) ile finansal performans arasındaki ilişki incelendiğinde, bu iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı fakat negatif bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Firmaların varlıklarını borç ile finanse etmesi sonucunda borçlanma maliyetlerinin artması ve borç verenlerin yönetimde daha fazla söz sahibi olması, firmaların karlılığını ve finansal performansını düşürdüğü şeklinde ifade etmek mümkündür. FİNK değişkeni ile firma değeri arasında ise anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Firmalar doğru kaynaklardan borçlandıkça finansal kaldıraç

etkisiyle firma değerinin bu durumdan pozitif yönde etkilendiği düşünölmektedir. Kurumsal ortağın payının (KOP) artması hem finansal performans hem de firma değeri üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Kurumsal ortakların daha az risk alması ve fırsatları yeterince değerlendirememesi, firmaların net karını ve dolayısıyla finansal performansını ve firma değerini düşürdüğünü söylemek mümkündür. Yabancı ortağın payının (YOP) artması, finansal performans üzerinde negatif bir etkiye sahipken firma değeri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değildir. Yabancı ortakların firmaların gözetiminde aktif olamaması ve bilgi asimetrisine daha fazla maruz kalması, finansal performansı düşürmektedir.

Firmaların finansal performansını iyileştirmek için, en büyük ortağın, kurumsal ortağın ve yabancı ortağın sermaye paylarının azaltılması, en büyük iki ortağın sermaye paylarının ve halka açıklık oranlarının artırılması, ayrıca varlıkların daha az borç kullanılarak finanse edilmesi önerilir. Varlıkların büyüklüğünün artırılması veya azaltılması finansal performans üzerinde belirgin bir etki oluşturmadığından, bu yönde bir değişiklik önerilmemektedir.

Firma değerini artırmak için, en büyük ortağın ve kurumsal ortağın hisse paylarının düşürölmesi, halka açıklık oranının azaltılması ve borç kullanımının finansal kaldıraç dengesini bozmayacak şekilde artırılması tavsiye edilir. En büyük iki ortağın ve yabancı ortağın sermaye paylarındaki düzenlemelerin şirket değeri üzerinde önemli bir etkisi olmadığından, bu konularda bir değişikliğe gidilmesi önerilmemektedir. Ayrıca, bu önerilere alternatif olarak, firmalar vekalet teorisindeki yöneticilerin temsil maliyetlerini azaltacak önlemler alabilirler.

Bu çalışmanın sonuçları, firma yöneticileri, yatırımcılar ve sektördeki diğer tüm paydaşlar için yol gösterici olabilir. Gelecekteki çalışmalarda, farklı endekslerin ve sektörlerin incelenmesi ve yeni modellerin geliştirilmesi, literatüre önemli katkılar sağlayabilir.

KAYNAKÇA

- Acaravcı, S. K., Kandır, S. Y., ve Zelka, A. (2015). Kurumsal Yönetimin BIST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Faköltesi Dergisi*, 8(1), 171–183.
- Akman, N. H., Mugan, C. S., ve Akisik, O. (2011). Ownership structure effect on firm performance: evidence from an emerging market. *Proceedings of the 8th International Accounting Conference Corporate Governance and Control, Izmir University of Economics Conference Hall, Izmir, Turkey*, 20–22.
- Albayrak, A. S. (2005). Çoklu Doğrusal Bağlantı Halinde En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatif Yanlı Tahmin Teknikleriyle Bir Uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 1(1), 105–126.
- Alipour, M., ve Amjadi, H. (2011). The Effect Of Ownership Structure On Corporate Performance Of Listed Companies İn Tehran Stock Exchange: An Empirical Evidence Of Iran. *International Journal of Business and Social Science*, 2(13), 49–55.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of corporate finance*, 14(4), 431–445.
- Aydin, N., Sayim, M., ve Yalama, A. (2007). Foreign ownership and firm performance: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 11(1), 103–111.
- Aytekin, S., ve İbiş, A. (2014). Mülkiyet Yapısının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi: BIST Metal Eşya, Makina Endeksi (Xmesy) Üzerinde Bir Uygulama. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 40(1), 119–130.
- Baltagi, B. H., ve Li, Q. (1991). A Joint Test For Serial Correlation And Random İndividual Effects. *Statistics ve Probability Letters*, 11(3), 277–280.
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). Anahtar Kelimeler: *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11–20.
- Beck, N., ve Katz, J. N. (1995). What To Do (And Not To Do) With Time-Series Cross-Section Data. *American political science review*, 89(3), 634–647.

- Born, B., ve Breitung, J. (2016). Testing For Serial Correlation In Fixed-Effects Panel Data Models. *Econometric Reviews*, 35(7), 1290–1316.
- Breusch, T. S., ve Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test And Its Applications To Model Specification In Econometrics. *The review of economic studies*, 47(1), 239–253.
- Canbaloglu, B. (2022). Firma Performansı ve Sahiplik Yapısı İlişkisi: Borsa İstanbul Örneği. *Muhasebe ve Denetim Bakış*, 22(67), 227–240. <https://doi.org/10.55322/mdbakis.1080046>
- Çiftçi, İ., Tatoğlu, E., Wood, G., Demirbag, M., ve Zaim, S. (2019). Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey. *International Business Review*, 28(1), 90–103.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., ve Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of banking ve finance*, 31(6), 1771–1794.
- Demsetz, H., ve Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209–233.
- Doğan, M., ve Topal, Y. (2015). Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler*, 20(4), 165–177.
- Douma, S., George, R., ve Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic management journal*, 27(7), 637–657.
- Garcia-Meca, E., ve Sanchez-Ballesta, J. P. (2010). The association of board independence and ownership concentration with voluntary disclosure: A meta-analysis. *European Accounting Review*, 19(3), 603–627.
- Gençtürk, M., ve Usul, H. (2003). Finansal Krizlerin Hisse Yoğunluğu Açısından Şirket Performansına Etkileri ve Bankacılık Sektöründe Bir İnceleme. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(3), 125–132.
- Griffith, J. M. (1999). CEO ownership and firm value. *Managerial and decision economics*, 20(1), 1–8.
- Honda, Y. (1985). Testing The Error Components Model With Non-Normal Disturbances. *The review of economic studies*, 52(4), 681–690.
- Isshaq, Z., Bokpin, G. A., ve Onumah, J. M. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 488–499.
- Jensen, M. C., ve Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–306.
- Kılıç, M., ve Ayrıçay, Y. (2018). Yönetim Kurulu ve Sahiplik Yapısının Finansal Performans Üzerindeki Etkisi : BİST İmalat Sanayi Sektöründe Bir Alan Araştırması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 20(2), 177–192.
- Konak, F., ve Kendirli, S. (2015). Sermaye Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkisi: BİST Gıda ve İçecek Endeksi Uygulaması. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 8(15), 123–134.
- Konak, F., ve Türkoğlu, D. (2022a). Sermaye ve Sahiplik Yapısının Firma Performansına Etkisi: Borsa İstanbul Turizm Endeksi Uygulaması. *Alanya Akademik Bakış*, 6(1), 1571–1586.
- Konak, F., ve Türkoğlu, D. (2022b). Sermaye ve Sahiplik Yapısının Firma Performansına Etkisi: Borsa İstanbul Turizm Endeksi Uygulaması. *Alanya Akademik Bakış Dergisi*, 6(1), 1571–1586.
- Konuk, S. (2018). İşletmelerde Sahiplik Yapısına İlişkin Faktörlerin Firma Değerine Etkisi : BİST 30 Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 46–54.
- Lin, Y. R., ve Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics ve Finance*, 49, 17–57.
- Lixin, P., ve Jin, L. (2010). Notice of Retraction: Research on the relationship between firm value and ownership structure on the context of centralized ownership: The empirical study of listed companies in China's manufacturing industry. *2010 International Conference on E-Business and E-Government*, 1230–1234.

- Maury, B., ve Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking ve Finance*, 29(7), 1813–1834.
- Nashier, T., ve Gupta, A. (2016). The effect of institutional ownership on firm performance. *IUP Journal of Corporate Governance*, 15(3).
- Önem, H. B., ve Demir, Y. (2015). Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: BIST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 6(13), 31–43.
- Pervan, M., Pervan, I., ve Todoric, M. (2012). Firm Ownership And Performance: Evidence For Croatian Listed Firms. *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 61(1), 964–970.
- Phung, D. N., ve Le, T. P. V. (2013). Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms. *IUP Journal of Corporate Governance*, 12(2).
- Sakawa, H., ve Watanabel, N. (2020). Institutional ownership and firm performance under stakeholder-oriented corporate governance. *Sustainability*, 12(3), 1021. *Sustainability*, 12(3), 1021.
- Sakıncı, İ. (2008). *Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İlişkisi*. Gazi Üniversitesi.
- Shah, H., ve 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, Athen, Greece*, 17–19.
- Tabachnick, B. G., ve Fidell, L. S. (2001). *Using Multivariate Statistics*. Allyn and Bacon.
- Tanrıöven, C., ve Eksoy, E. E. (2010). İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Ortaklık Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkileri. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46, 216–231.
- Thanatawee, Y. (2014). Institutional ownership and firm value in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, 7(2).
- Thomsen, S., ve Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic management journal*, 21(6), 689–705.
- Topaloğlu, E. E. (2018). Bankalarda Finansal Kırılganlığı Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi İle Belirlenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 13(1), 15–38.
- Topaloğlu, E. E., Coşkun, N., ve Özkan, C. (2016). Sahiplik Yapısı ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Borsa İstanbul 30 Endeksi’ndeki Şirketlerde Test Edilmesi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 53(620), 87–109.
- Tükenmez, N. M., Gençyürek, A. G., ve Kabakçı, C. Ç. (2016). Türk Bankacılık Sektöründe Sahiplik Yoğunlaşması İle Finansal Performans İlişkisinin İncelenmesine Yönelik Ampirik Bir Çalışma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 30(3), 625–644.
- Vuran, B., ve Kömeçoğlu, E. (2019). Kurumsal Yönetim İle Firma Karlılığı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 3(4), 704–713.
- Wei, Z., Xie, F., ve Zhang, S. (2005). Ownership structure and firm value in China’s privatized firms: 1991–2001. *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(1), 87–108.
- Yağlı, İ., ve Ünlü, U. (2018). Yönetim Kurulu Çeşitliliğinin Firma Değerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Mehmet Aif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 77–91.