

Borsa İstanbul'da Sahiplik-Kontrol Ayrışmasının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: Yönetim Kurulu Atama İmtiyazının Düzenleyici Rolü*

Ownership-Control Divergence and Firm Value in Borsa Istanbul: The Moderating Role of Privileged Board Appointment Rights

Cihan TANRIÖVEN ^a Savaş GAYAKER ^b Bilge GÜNDOĞDU ^c✉

^a Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Ankara, Türkiye, c.tanrioven@hbv.edu.tr;

^b Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Ekonometri Bölümü, Ankara, Türkiye, savas.gayaker@hbv.edu.tr;

^c Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, Lisansüstü Enstitüsü, Ankara, Türkiye, bilge.gundogdu@hbv.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ

ÖZET

Anahtar Kelimeler:

Sahiplik-Kontrol Ayrışması
Firma Değeri
Yönetim Kurulu Atama İmtiyazı
Kurumsal Yönetim
Borsa İstanbul

Geliş Tarihi 2 Mart 2026

Düzeltilme Tarihi 22 Mayıs 2026

Kabul Tarihi 1 Haziran 2026

Makale Sınıflandırması:

Araştırma Makalesi

Amaç- Bu çalışma, Borsa İstanbul'da işlem gören firmalarda sahiplik-kontrol ayrışması ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemekte ve yönetim kurulu atama imtiyazının bu ilişkideki düzenleyici rolünü değerlendirmektedir. Kontrol haklarının ekonomik haklardan yalnızca oy mekanizmalarıyla değil, yönetim kurulu kompozisyonu üzerindeki imtiyazlarla da ayrışabileceği varsayımından hareket edilmektedir.

Tasarım/Yöntem/Yaklaşım- Araştırma, 2020-2024 döneminde BIST Ana Pazar ve Yıldız Pazar'da işlem gören 178 finansal olmayan şirketten oluşan dengeli panel veri setine (890 firma-yıl gözlemi) dayanmaktadır. Firma değeri Tobin's Q ile ölçülmüş; C/V, V/O ve C/O ayrışma göstergeleri nihai sahiplik yaklaşımıyla hesaplanmıştır. Yönetim kurulu atama imtiyazı esas sözleşmelere dayalı BOARD_PRIV kukla değişkeniyle temsil edilmiştir. Ana tahminler rassal etkiler modeli ve Driscoll-Kraay dirençli standart hatalarıyla gerçekleştirilmiştir.

Bulgular- Oy hakkı kaynaklı ayrışma (V/O) Tobin's Q ile negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkilidir ($\beta = -0,4572$; $p < 0,01$). Toplam ayrışma (C/O) için %10 düzeyinde zayıf/marjinal negatif kanıt bulunurken, piramidal ayrışmanın (C/V) bağımsız ilişkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir. V/O $\times$ BOARD_PRIV ve C/O $\times$ BOARD_PRIV etkileşimleri negatif ve anlamlı; C/V $\times$ BOARD_PRIV etkileşimi ise anlamsızdır.

Tartışma- Bulgular, sahiplik-kontrol ayrışmasının firma değeriyle ilişkisinin ayrışmayı üreten kurumsal mekanizmaya göre farklılaşabileceğine işaret etmektedir. Özellikle oy hakkı kaynaklı ayrışma ile yönetim kurulu atama haklarının birlikte bulunduğu yapılarda azınlık pay sahipleri açısından yönetim risklerinin daha belirgin olabileceği yorumu bulgularla uyumludur. Sonuçlar, imtiyazlı pay yapılarının şeffaflığı ve yönetim kurulu bağımsızlığına ilişkin düzenleyici tartışmalar açısından önem taşımaktadır.

ARTICLE INFO

ABSTRACT

Keywords:

Ownership-Control Divergence
Firm Value
Privileged Board Appointment Rights
Corporate Governance
Borsa İstanbul

Purpose- This study examines the association between ownership-control divergence and firm value among firms listed on Borsa İstanbul and evaluates the moderating role of privileged board appointment rights. It considers that control rights may diverge from economic ownership not only through voting mechanisms but also through privileges affecting board composition.

Design/Methodology/Approach- The analysis uses a balanced panel of 178 non-financial firms listed on the BIST Main and Star Markets over the 2020-2024 period, yielding 890 firm-year observations. Firm value is measured using Tobin's Q. The C/V, V/O, and C/O divergence measures are calculated following the ultimate-ownership approach, while privileged board appointment rights are captured by the BOARD_PRIV dummy variable constructed from firms' articles of association. The main

* Bu çalışma Bilge Gündoğdu'nun "Türkiye'de Halka Açık Şirketlerde Sahiplik-Kontrol Ayrışması ve Firma Değerine Etkisi" başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

ETİK ONAY / ETHICAL APPROVAL: Bu çalışmada yalnızca kamuya açık ikincil veriler kullanılmış olup katılımcı içermemektedir; bu nedenle etik kurul onayı gerektirmemektedir.

Önerilen Atıf / Suggested Citation

Tanrıöven, C., Gayaker, S. ve Gündoğdu, B. (2026). Borsa İstanbul'da Sahiplik-Kontrol Ayrışmasının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: Yönetim Kurulu Atama İmtiyazının Düzenleyici Rolü, İşletme Araştırmaları Dergisi, 18 (3), 2701-2719.

Received 2 March 2026

Revised 22 May 2026

Accepted 1 June 2026

Article Classification:

Research Article

models are estimated using a random-effects specification with Driscoll–Kraay robust standard errors.

Findings– Voting-rights-based divergence (V/O) is negatively and statistically significantly associated with Tobin's Q ($\beta = -0.4572$; $p < 0,01$). The coefficient on total ownership–control divergence (C/O) is negative and marginally significant at the 10% level, whereas pyramidal divergence (C/V) is not statistically significant. The interactions of V/O and C/O with BOARD_PRIV are negative and statistically significant, while the $C/V \times \text{BOARD_PRIV}$ interaction is not significant.

Discussion– The findings suggest that the association between ownership–control divergence and firm value varies with the institutional mechanism reinforcing control. Governance concerns appear stronger when voting-rights divergence coexists with privileged board appointment rights, underscoring the need for transparent privileged-share disclosure.

1. GİRİŞ

Modern şirketlerde mülkiyet ve kontrolün ayrışması, kurumsal yönetim literatürünün temel araştırma alanlarından birini oluşturmaktadır. Özellikle yoğunlaşmış sahiplik yapılarının yaygın olduğu gelişmekte olan piyasalarda hâkim hissedarlar, kontrol güçlendirici mekanizmalar aracılığıyla ekonomik sahipliklerinden daha yüksek düzeyde kontrol gücüne sahip olabilmektedir. Bu durum, kontrol hakları ile nakit akışı hakları arasında bir ayrışmaya yol açmakta; hâkim hissedarların azınlık pay sahipleri aleyhine özel fayda elde etme güdüsünü tetikleyerek temsil maliyetlerini artırabilmektedir. Bu teorik çerçeve, mülkiyet yapısının vekâlet maliyetleri üzerindeki belirleyici rolünü vurgulayan Jensen ve Meckling (1976: 308–310) ile bu yapının küresel ölçekteki ampirik yansımalarını inceleyen La Porta vd. (1999: 474–476) tarafından temellendirilmiştir.

Sahiplik–kontrol ayrışması, genellikle piramidal sahiplik yapıları, çapraz ortaklıklar ve oy imtiyazları (çift sınıflı hisseler) gibi kontrolü güçlendirici mekanizmalar aracılığıyla ortaya çıkmaktadır (Claessens vd., 2002: 2751–2754; Faccio ve Lang, 2002: 368–370). Bu mekanizmalar, hâkim hissedarların sınırlı bir ekonomik yatırım (nakit akışı hakkı) ile şirket üzerinde mülkiyet paylarından çok daha yüksek düzeyde bir kontrol gücü elde etmesine imkân tanımaktadır (La Porta vd., 1999: 473). Literatürde bu durumun firma değeri üzerindeki etkisine ilişkin farklı ampirik sonuçlar bulunmakla birlikte (Villalonga ve Amit, 2009: 3051–3053); hakim hissedarların kontrol hakları ile nakit akışı hakları arasındaki sapmanın artması, azınlık hissedarlardan servet transferi (tünelleme) riskini tetikleyerek piyasa değerinde (Tobin's Q) bir iskontoya yol açabilmektedir (Claessens vd., 2002: 2755; Lins, 2003: 177).

Buna karşılık bazı araştırmalar, kontrol gücünün yoğunlaşmasının her zaman değer kaybı yaratmadığını ileri sürmektedir. Büyük hissedarların varlığı belirli koşullarda yönetim üzerinde daha yakın gözetim sağlayarak yönetsel savurganlığı sınırlayabilmekte, uzun vadeli stratejik kararları destekleyebilmekte ve özellikle aile kontrolündeki yapılarda kurumsal devamlılığa katkı sunabilmektedir (Anderson ve Reeb, 2003: 1301–1315; Maury, 2006: 322). Villalonga ve Amit (2006: 385–386) özellikle kurucunun liderliğindeki aile firmalarında kontrol yoğunlaşmasının zaman zaman değer yaratıcı bir mekanizmaya dönüşebildiğini göstermiş; aynı yazarlar 2009 tarihli çalışmalarında ise ayrışmanın değer üzerindeki etkisinin kullanılan mekanizmaya göre değiştiğini, özellikle yönetim kurulundaki aşırı temsilin Tobin's Q'yu baskıladığını ortaya koymuştur (Villalonga ve Amit, 2009: 3051–3053). Dolayısıyla sahiplik–kontrol ayrışmasının firma değeriyle ilişkisini anlamak için ayrışmanın düzeyine olduğu kadar bu ayrışmayı üreten mekanizmalara ve kurumsal bağlama da bakmak gerekmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997: 737; Claessens ve Yurtoglu, 2013: 2–5).

Mevcut literatürde sahiplik–kontrol ayrışması çoğunlukla piramidal yapılar ve farklılaştırılmış oy hakları üzerinden incelenmektedir (Claessens vd., 2000: 92–94; Bebchuk vd., 2000: 297–301; Claessens vd., 2002: 2741–2744; Masulis vd., 2009: 1697–1704). Bununla birlikte fiilî kontrol yalnızca sermaye ve oy yapısından kaynaklanmamaktadır. Belirli pay gruplarına yönetim kurulunda temsil veya aday gösterme hakkı tanınması, kontrolün kurul kompozisyonu üzerinden de pekişmesine imkân verebilir (Hillman ve Dalziel, 2003: 383–386; Villalonga ve Amit, 2009: 3051–3053).

Türkiye'de bu mekanizmanın kurumsal dayanaklarından biri Türk Ticaret Kanunu'nun 360. maddesidir. Madde, esas sözleşmede hüküm bulunması koşuluyla belirli pay gruplarına veya pay sahiplerine yönetim kurulunda temsil edilme ya da aday gösterme hakkı tanınmasına olanak vermektedir (Türk Ticaret Kanunu, 2011: md. 360; Aytuğar, 2019: 102–105). Türkiye bağlamında çoklu pay gruplarının önemli bir bölümünün yönetim kurulunda temsil veya aday gösterme imtiyazıyla ilişkili olduğu da belgelenmiştir (Çevik, 2022: 106).

Buna karşın bu mekanizmanın sahiplik-kontrol ayrışması ve firma değeriyle birlikte ele alındığı ampirik çalışmalar sınırlıdır.

Bu çalışma, BİST'te işlem gören şirketlerde sahiplik-kontrol ayrışmasının firma değeriyle ilişkisini incelemekte ve TTK m. 360 kapsamındaki yönetim kurulu atama/temsil imtiyazının bu ilişkideki koşullu rolünü değerlendirmektedir. Bu amaçla 2020-2024 döneminde BIST Ana Pazar ve Yıldız Pazar'da işlem gören 178 finansal olmayan şirketten oluşan dengeli panel veri seti kullanılmış; firma değeri Tobin's Q ile ölçülmüş ve ayrışmanın toplam (C/O), piramidal (C/V) ve oy hakkı kaynaklı (V/O) boyutları ayrı ayrı modellenmiştir.

Çalışma literatüre üç açıdan katkı sunmaktadır. İlk olarak, sahiplik-kontrol ayrışmasını toplam, piramidal ve oy hakkı kaynaklı bileşenlere ayırarak BİST örnekleminde güncel bir dönem için karşılaştırmalı biçimde incelemektedir. İkinci olarak, Türkiye bağlamında sınırlı biçimde incelenmiş olan yönetim kurulu atama/temsil imtiyazını (BOARD_PRIV) ayrı bir kurumsal kontrol mekanizması olarak modele dâhil etmektedir. Üçüncü olarak, BOARD_PRIV ile farklı ayrışma göstergeleri arasındaki etkileşimleri test ederek kontrolün yalnızca sahiplik ve oy haklarıyla değil, kurul kompozisyonu üzerinden de pekişebileceği yönündeki kurumsal yönetim tartışmasına ampirik kanıt sunmaktadır.

2. LİTERATÜR VE HİPOTEZLER

2.1. Sahiplik-Kontrol Ayrışması ve Firma Değeri

Kurumsal yönetim literatüründe sahiplik-kontrol ayrışması, kontrol haklarının ekonomik sahipliği temsil eden nakit akışı haklarından farklılaşması olarak tanımlanmaktadır. Berle ve Means (1932: 121), modern şirketlerde mülkiyet ile kontrolün ayrışmasının yönetim sorunlarının temel kaynaklarından biri olduğunu ileri sürmüştür. Jensen ve Meckling (1976: 312-313) ise kontrol gücünü elinde bulunduran aktörlerin ekonomik sonuçlara tam olarak katlanmadıkları durumlarda çıkar çatışmalarının artarak vekalet maliyetlerini yükseltebileceğini göstermiştir. Shleifer ve Vishny (1997: 740-742), bu çatışmanın yoğunlaşmış sahiplik yapılarında yöneticiler ile hissedarlar arasında değil, hâkim hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasında belirginleştiğini ortaya koymuştur.

La Porta vd. (1999: 473-474), dünya genelinde nihai kontrolünün çoğunlukla aileler, devlet veya belirli hissedar bloklarında yoğunlaştığını; piramidal yapılar, imtiyazlı paylar ve karşılıklı iştirakler yoluyla oy haklarının ekonomik sahipliğin üzerine çıkabildiğini göstermektedir. Claessens vd. (2002: 2755-2759) ise Doğu Asya örnekleminde kontrol eden ortağın nakit akışı hakları arttıkça Tobin's Q'nun yükseldiğini, buna karşılık kontrol haklarının ekonomik payın üzerine çıktığı durumlarda firma değerinin anlamlı biçimde düştüğünü ortaya koymuştur. Kontrol haklarının nakit akışı haklarını aşması, hâkim hissedarlara şirket kaynaklarını kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirme imkânı sağlayabilmektedir. Literatürde bu durum "özel kontrol faydası" ve "tünelleme" kavramları ile açıklanmaktadır. Johnson vd. (2000: 22-24), kontrol sahibi hissedarların grup içi işlemler ve ilişkili taraf transferleri yoluyla azınlık hissedarlar aleyhine fayda sağlayabildiklerini; Lins (2003: 159-163) ise zayıf yatırımcı korumasının bulunduğu ekonomilerde yüksek ayrışmanın piyasa tarafından iskonto edildiğini göstermektedir.

Türkiye'de Yurtoğlu (2003: 74-78) ile Ararat vd. (2017: 113-120), hâkim ortağın nakit akışı payının artmasının değer yaratıcı bir teşvik uyumu sağladığını; ancak mülkiyet yapısındaki sapmanın derinleşmesinin Tobin's Q üzerinde baskı oluşturduğunu saptamıştır. Besim'in (2023: 1004) güncel çalışması, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda yoğun aile kontrolü ve piramidal yapıların yarattığı toplam ayrışmanın firma değerini azalttığını teyit etmektedir. Bertrand vd. (2002: 121-123) tarafından Hindistan örneğiyle gösterildiği üzere, Türkiye'deki iş gruplarında gözlemlenen sahiplik-kontrol ayrışması, grup içi fon akışları yoluyla azınlık hissedarlarının aleyhine bir tünelleme kanalı oluşturma potansiyeline sahiptir.

Bu literatür, nihai kontrol sahibinin kontrol hakları ile nakit akışı hakları arasındaki ayrışmanın, özellikle gelişmekte olan piyasalarda firma değeri üzerinde baskı oluşturabileceği yönünde güçlü ampirik kanıtlar sunmaktadır. Bu çerçevede BİST örnekleminde ilişkin temel beklenti, toplam kontrol-nakit akışı ayrışmasının arttığı yatırımcıların sömürü riskini fiyatlayarak firmalarda piyasa değerinin düşeceği yönündedir.

H1: Nihai kontrol sahibinin toplam kontrol gücü ile nakit akışı hakları arasındaki ayrışma (C/O) ile firma değeri (Tobin's Q) arasında negatif ilişki vardır.

2.2. Sahiplik-Kontrol Ayrışmasının Kanalları

2.2.1. Toplam Kontrol-Sahiplik Ayrışması (C/O)

Sahiplik-kontrol ayrışması tek bir mekanizma üzerinden ortaya çıkmamaktadır. Nihai hissedarın kontrol gücü ekonomik sahipliğini; çok katmanlı sahiplik zincirleri, farklılaştırılmış oy hakları veya bu mekanizmaların birlikte kullanılması yoluyla aşabilmektedir. Bu nedenle toplam ayrışmayı tek bir göstergeyle incelemek, farklı kontrol araçlarının yatırımcılar tarafından farklı biçimde fiyatlanmasını görünmez kılabilir (Claessens vd., 2002: 2743–2744; Villalonga ve Amit, 2009: 3051–3058; Ararat vd., 2021). Bu çalışmada ayrışma toplam kama (C/O), piramit kaması (C/V) ve oy-sahiplik kaması (V/O) olarak ayrıştırılmaktadır.

Toplam kontrol-sahiplik kaması (C/O), nihai kontrol sahibinin toplam kontrol haklarının ekonomik sahipliği temsil eden nakit akışı haklarına oranını göstermektedir. C/O'nun 1'in üzerine çıkması, kontrol sahibinin şirkette üstlendiği ekonomik riskten daha yüksek bir karar gücüne sahip olduğunu ifade eder. Bu sapma büyüdükçe hâkim hissedarın özel kontrol faydaları elde etme ve ilişkili taraf işlemleri veya grup içi transferler yoluyla azınlık pay sahiplerinden kaynak aktarma teşviki güçlenebilir. Gelişmekte olan piyasalara ilişkin literatür bu mekanizmayı Tip II vekâlet problemi ve tünelleme riskiyle ilişkilendirmektedir (La Porta vd., 1999: 473–474; Claessens vd., 2002: 2755–2759; Ararat vd., 2021: 1–6; Besim, 2023: 1001–1012). Bu teorik mekanizma H1'in temelini oluşturmaktadır.

2.2.2. Piramidal Yapı Kaynaklı Ayrışma (C/V)

Piramit kaması (C/V), nihai kontrol haklarının doğrudan oy haklarına kıyasla ne ölçüde büyüdüğünü göstererek çok katmanlı sahiplik zincirlerinin yarattığı kontrol kaldırıcını izole etmektedir. Piramidal yapılarda ekonomik katılım zincir boyunca azalırken kontrolün korunması, teşvik uyumunu zayıflatıp tünelleme ve yerleşikleşme risklerini artırabilir (La Porta vd., 1999: 473–474; Claessens vd., 2002: 2743–2744; Besim, 2023: 1004). Türkiye bağlamında Besim ve Adaoglu (2018: 648–650, 659–665), aile kontrollü BIST şirketlerinde kontrol artırıcı mekanizmaları inceleyerek holding iş gruplarında kontrol-sahiplik ve piramidal ayrışma arttıkça temettü ödemelerinin azaldığına ilişkin bulgular sunmaktadır. Bu mekanizma H3'ün teorik dayanağını oluşturmaktadır.

H3: Piramidal yapılardan kaynaklanan ayrışma (C/V) ile firma değeri arasında negatif ilişki vardır.

2.2.3. Oy Hakkı Kaynaklı Ayrışma (V/O)

Oy-sahiplik kaması (V/O), nihai hissedarın oy haklarının nakit akışı haklarına oranını ifade etmekte ve özellikle imtiyazlı/çoklu pay sınıflarından doğan doğrudan kontrol artışını yakalamaktadır. Bu mekanizmada kontrol gücü, piramidal zincirin dolaylı etkisinden farklı olarak, aynı şirket içindeki paylara farklı oy ağırlıkları verilmesi yoluyla ekonomik sahiplikten ayrılmaktadır. Çift sınıflı paylara ilişkin uluslararası bulgular, bu doğrudan sapmanın yerleşikleşme ve azınlık hissedar riski nedeniyle değer iskontosuyla ilişkili olabileceğini göstermektedir (Gompers vd., 2010: 1084–1085; Gurrea-Martínez, 2021; Reddy, 2021). Türkiye'de çoklu pay gruplarının ve imtiyazların kurumsal bağlamı dikkate alındığında, yatırımcıların bu doğrudan karar gücü sapmasına özellikle duyarlı olması beklenmektedir (Çevik, 2022: 97–113; Besim, 2023: 1001–1012). Bu mekanizma H2'nin teorik dayanağını oluşturmaktadır.

H2: Oy hakkı imtiyazlarından kaynaklanan ayrışma (V/O) ile firma değeri arasında negatif ilişki vardır.

2.3. Yönetim Kurulu Atama İmtiyazı ve Kurul Düzeyinde Kontrol

Kontrol güçlendirici mekanizmalar literatürde çoğunlukla sermaye yapısına ilişkin araçlar (piramitler, oy imtiyazları, karşılıklı iştirakler) üzerinden tartışılırken, yönetim kurulunun bileşimi üzerindeki imtiyazların firma değeriyle ilişkisi görece sınırlı sayıda çalışmada ele alınmıştır. Oysa yönetim kurulunun bileşimi üzerindeki imtiyazlar, kontrol gücünün oy hakları ötesinde kurul kompozisyonu aracılığıyla da pekiştirilmesine olanak tanımaktadır. Villalonga ve Amit (2009: 3051–3058), oy hakları ile nakit akışı hakları arasındaki ayrışmaya ek olarak yönetim kurulu koltuklarının dağılımı ile oy gücü arasındaki farkı "kurul temsili ayrışması" olarak tanımlamakta ve kurulda orantısız temsilin Tobin's Q üzerinde baskılayıcı etki yaratabileceğini göstermektedir.

Fama ve Jensen (1983: 303–304, 311–315) karar yönetimi ile karar kontrolü fonksiyonlarının ayrıştırılmadığı yapılarda vekâlet sorunlarının derinleşeceğini vurgulamaktadır; yönetim kurulunun oluşumunu belirleme

yetkisi bu iki fonksiyonu aynı elde birleştirerek denetim kapasitesini yapısal olarak zayıflatmaktadır. Hillman ve Dalziel'e (2003: 383–388) göre yönetim kurullarının yapısı ve oluşumu, şirketlerin yönetim kalitesi üzerinde doğrudan etkili olmaktadır. Bu nedenle yönetim kurulu atama imtiyazları, kontrol gücünün fiili kullanımını etkileyen önemli kurumsal mekanizmalar arasında değerlendirilmektedir.

Türkiye'de TTK 360. maddesi, belirli pay gruplarına yönetim kurulunda temsil edilme veya üye aday gösterme imtiyazı tanınmasına olanak sağlamaktadır. Bu düzenleme, oy haklarının görünürde dengeli olduğu yapılarda bile fiilî kontrolün kurul düzeyinde asimetric biçimde sürdürülmesine zemin hazırlamaktadır. Orbay ve Yurtoğlu (2006: 357–361), esas sözleşme kaynaklı kontrol mekanizmalarının yatırım performansını anlamlı biçimde olumsuz etkilediğini saptamıştır. Besim (2023: 1002), Türkiye'deki halka açık aile şirketlerinde kurumsal denetim zayıfladıkça sömürü riskinin arttığını ve mülkiyet yapısındaki bu tür yapısal ayrıcalıkların piyasa tarafından bir risk unsuru olarak fiyatlandığını doğrulamaktadır.

Yönetim kurulu atama/temsil imtiyazının firma değeriyle ilişkisi teorik olarak tek yönlü olmak zorunda değildir. İmtiyaz, belirli pay gruplarının uzmanlık ve uzun vadeli bakış açısının kurulda süreklilik kazanmasını sağlayarak yönetsel istikrara katkıda bulunabilir; bu kanal teşvik uyumu ve kaynak bağımlılığı yaklaşımlarıyla uyumludur. Buna karşılık yoğunlaşmış sahiplik yapılarında aynı imtiyaz, hâkim hissedarın kurul üzerindeki etkisini ekonomik payının ötesinde kalıcılaştırarak bağımsız gözetimi zayıflatabilir ve yerleşikleşme (entrenchment) riskini artırabilir. Bu nedenle ilişkinin yönünün, imtiyazın hangi sahiplik ve denetim koşullarında kullanıldığına bağlı olması beklenmektedir. BIST'te aile kontrolünün ve yoğunlaşmış sahipliğin yaygınlığı dikkate alındığında, bu çalışmada yerleşikleşme kanalının baskın olabileceği ve BOARD_PRIV ile firma değeri arasında negatif bir ilişki gözlenebileceği öngörülmektedir.

H4: Yönetim kurulu atama imtiyazı (BOARD_PRIV) ile firma değeri (Tobin's Q) arasında negatif ilişki vardır.

2.4. Yönetim Kurulu Atama İmtiyazının Koşullu Etkisi

Sahiplik–kontrol ayrışmasının firma değeri üzerindeki etkisi, firma içi ve kurumsal mekanizmalarla etkileşim içinde şekillenen dinamik bir süreçtir. Jensen'in (1986: 323–329) serbest nakit akımı hipotezi, yüksek nakit varlıkların etkin bir yönetim ve düşük ayrışma koşullarında değer artırıcı yatırımlara dönüşebileceğini; buna karşılık yüksek ayrışma ve zayıf kontrol ortamında tünelleme riskini besleyerek firma değerine zarar verebileceğini öngörmektedir. Benzer biçimde, yönetim kurulu atama imtiyazının etkisi de mülkiyet yapısındaki ayrışma düzeyiyle birlikte değerlendirilmelidir.

BIST'teki mülkiyet dinamikleri, yönetim kurulu atama imtiyazının hâkim hissedarlar lehine sıklıkla başvurulmuş bir kontrol aracı olduğunu göstermektedir. Ayrışmanın yüksek olduğu yapılarda bu imtiyaz, hâkim hissedara hem orantısız oy hakları hem de kurul kompozisyonu üzerinden bir 'çift kaldıraç' sağlayarak, azınlık hissedarlar aleyhine sömürü potansiyelini artırabilir (Villalonga ve Amit, 2009: 3051–3053). Bu durum, Fama ve Jensen'in (1983: 303–315) vurguladığı 'karar yönetimi' ile 'karar kontrolü' fonksiyonlarının ayrışması ilkesini yapısal olarak zedelemektedir. Bu doğrultuda, 22 ülkeyi kapsayan çok ülkeli analizlerinde Dahya vd. (2008: 73–74, 85), hâkim hissedarın bulunduğu firmalarda kurulun bağımsızlık düzeyinin firma değeriyle (Tobin's Q) doğrudan ve pozitif ilişkili olduğunu saptamışlardır. Yazarlara göre, yönetim kurulu üzerindeki kontrolün — atama imtiyazı gibi mekanizmalarla — artırılması, kurulun izleme ve denetim işlevini kısıtlayarak (paralyzing the monitoring function) yatırımcıların sömürü riskine karşı iskontoğu artırmaya neden olmaktadır.

Bu nedenle yönetim kurulu atama imtiyazının sahiplik–kontrol ayrışması ile firma değeri arasındaki ilişkinin yönünü ve büyüklüğünü değiştirebileceği değerlendirilmektedir.

H5a: Yönetim kurulu atama imtiyazı (BOARD_PRIV), C/V ile firma değeri arasındaki negatif ilişkiyi güçlendirir.

H5b: Yönetim kurulu atama imtiyazı (BOARD_PRIV), V/O ile firma değeri arasındaki negatif ilişkiyi güçlendirir.

H5c: Yönetim kurulu atama imtiyazı (BOARD_PRIV), C/O ile firma değeri arasındaki negatif ilişkiyi güçlendirir.

3. YÖNTEM

3.1. Araştırma Modeli

Bu çalışma, sahiplik–kontrol ayrışması ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ve yönetim kurulu atama imtiyazının bu ilişkideki koşullu rolünü inceleyen nicel bir araştırmadır. Panel veri analizi kapsamında C/V, V/O ve C/O göstergelerinin her biri ayrı temel modelde tahmin edilmiştir. Etkileşim analizlerinde de her bir ayrışma göstergesi kendi BOARD_PRIV etkileşim terimiyle ayrı modelde değerlendirilmiştir. Böylece Tablo 5 ve Tablo 6’da raporlanan üç model, aynı kontrol çerçevesi içinde alternatif ayrışma göstergelerini karşılaştırmalı olarak sunmaktadır.

3.2. Evren ve Örneklem

Araştırmanın evrenini BİST Ana Pazar ve Yıldız Pazar’da işlem gören şirketler oluşturmaktadır. Örneklem seçiminde finansal sektör şirketleri ile mali tabloları diğer sektörlerden farklı yapıya sahip olan finansal kuruluşlar kapsam dışında bırakılmıştır. Ayrıca inceleme döneminde borsaya yeni kote olan, kotasyondan çıkarılan veya araştırma kapsamında kullanılan değişkenlere ilişkin verilere ulaşılamayan şirketler örnekleme dâhil edilmemiştir.

Belirtilen filtreleme ölçütleri sonucunda nihai örneklem, 2020–2024 döneminin tamamında gerekli finansal ve sahiplik verileri bulunan 178 şirketten oluşmuştur; böylece $N=178$, $T=5$ ve toplam 890 firma-yıl gözleminden oluşan dengeli panel elde edilmiştir. Dengeli panel tercihinin yalnızca tüm dönem boyunca gözlenebilen firmaları içermesi, hayatta kalma yanlılığı (survivorship bias) olasılığını tamamen ortadan kaldırmamaktadır. Bu nedenle sonuçların BIST’te dönem boyunca kesintisiz gözlenen şirketler için yorumlanması ve daha geniş evrene genellenirken ihtiyatlı olunması gerekir (Greene, 2011: 222; Wooldridge, 2010: 833).

Çalışmada 2020–2024 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır.

3.3. Veri Toplama Araçları ve Değişkenler

Araştırmada kullanılan finansal veriler Finnet üzerinden, sahiplik verileri şirket esas sözleşmeleri, yıllık faaliyet raporları, BİST ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)’tan derlenmiştir. Nihai sahiplik ve kontrol hakları, her firma için zincirleme sahiplik zincirlerini takip ederek elle hesaplanmıştır. Etik onay: Bu çalışmada yalnızca kamuya açık ikincil veriler kullanılmış olup etik kurul onayı gerektirmemektedir.

Nihai kontrol sahibinin nakit akışı ve kontrol haklarının hesaplanmasında La Porta vd. (1999) ile Claessens vd. (2000; 2002) tarafından geliştirilen nihai sahiplik metodolojisi esas alınmıştır. Ortaklık verileri oluşturulurken sermaye payı %5 ve üzerinde olan pay sahipleri dikkate alınmış; bu eşik, hem sahiplik zincirlerinin kurulmasını teknik olarak kolaylaştırmakta hem de sonuçların Doğu Asya ve Avrupa piyasalarına ilişkin çalışmalarla karşılaştırılabilir olmasını sağlamaktadır (La Porta vd., 1999: 474–476; Claessens vd., 2002: 2747).

Nihai kontrol eden hissedarın belirlenmesinde %20 eşiği kullanılmıştır. Bir hissedarın doğrudan oy hakları, ara şirketler üzerinden elde ettiği dolaylı oy hakları ya da her ikisinin toplamı bu eşiğin üzerine çıktığında ilgili birim nihai kontrol sahibi olarak tanımlanmıştır (La Porta vd., 1999: 476; Claessens vd., 2000: 92). Kontrol hakları, sahiplik zinciri boyunca “en zayıf halka” yöntemiyle; nakit akışı hakları ise zincirdeki payların birbiriyle çarpılması yoluyla hesaplanmıştır (Claessens vd., 2002: 2747; Faccio ve Lang, 2002: 369).

Sahiplik yapıları yukarı doğru izlenirken aynı aileye veya kontrol grubuna ait olduğu anlaşılan pay sahipleri tek bir kontrol birimi altında toplanmış; doğrudan ve dolaylı paylar birleştirilerek toplam kontrol gücü hesaplanmıştır (La Porta vd., 1999: 475; Claessens vd., 2002: 2747). Bu sınıflandırmada sadece soyad benzerliği değil, faaliyet raporlarındaki grup yapısı açıklamaları, ilişkili taraf notları, yönetim kurulu kompozisyonu ve KAP duyurularında yer alan hâkim ortak beyanları birlikte değerlendirilmiştir. Nihai kontrol sahipleri aile, devlet, yerli kurumsal, yabancı kurumsal ve yaygın ortaklık olarak kategorize edilmiştir (La Porta vd., 1999: 475–476; Claessens vd., 2000: 103–104).

Nihai sahiplik yaklaşımında üç ayrı hak tanımlanmaktadır. Ekonomik sahipliği temsil eden nakit akışı hakkı (O), nihai hissedardan halka açık firmaya ulaşan her bağımsız sahiplik zincirindeki pay oranlarının çarpılması ve birden fazla bağımsız zincir bulunması hâlinde zincir bazlı nakit akışı haklarının toplanmasıyla hesaplanmaktadır. Oy hakkı (V), nihai hissedarın doğrudan ve dolaylı oy gücünü; varsa farklılaştırılmış oy

imtiyazları dikkate alınarak göstermektedir. Kontrol hakkı (C) ise La Porta vd. (1999) ve Claessens vd. (2000; 2002) yaklaşımına uygun biçimde her bir kontrol zincirindeki en zayıf halka (minimum oy/kontrol oranı) esas alınarak belirlenmektedir. Aynı nihai hissedarın hedef firmaya birbirinden bağımsız kontrol kanallarıyla ulaştığı durumlarda, yalnızca aynı kontrol sahibine ait ve birbirinden bağımsız olduğu doğrulanan kanallar konsolide edilmektedir. Bu ayırım, tek bir zincirdeki kontrol gücünün hesaplanması ile birden fazla bağımsız kontrol kanalının nihai kontrol düzeyine katkısının birbirine karıştırılmamasını sağlamaktadır.

Şekil 1, bu hesaplamayı temsili bir yapı üzerinden göstermektedir. O, sahiplik zincirlerindeki ekonomik payların çarpımına; V, nihai hissedarın oy gücüne; C ise kontrol zincirlerindeki minimum kontrol oranlarının ve varsa bağımsız kontrol kanallarının konsolidasyonuna dayanmaktadır. Hesaplanan haklar kullanılarak üç ayrışma göstergesi tanımlanmaktadır: C/V = kontrol hakkı / oy hakkı (piramidal ayrışma), V/O = oy hakkı / nakit akışı hakkı (oy hakkı kaynaklı ayrışma) ve C/O = kontrol hakkı / nakit akışı hakkı (toplam ayrışma).

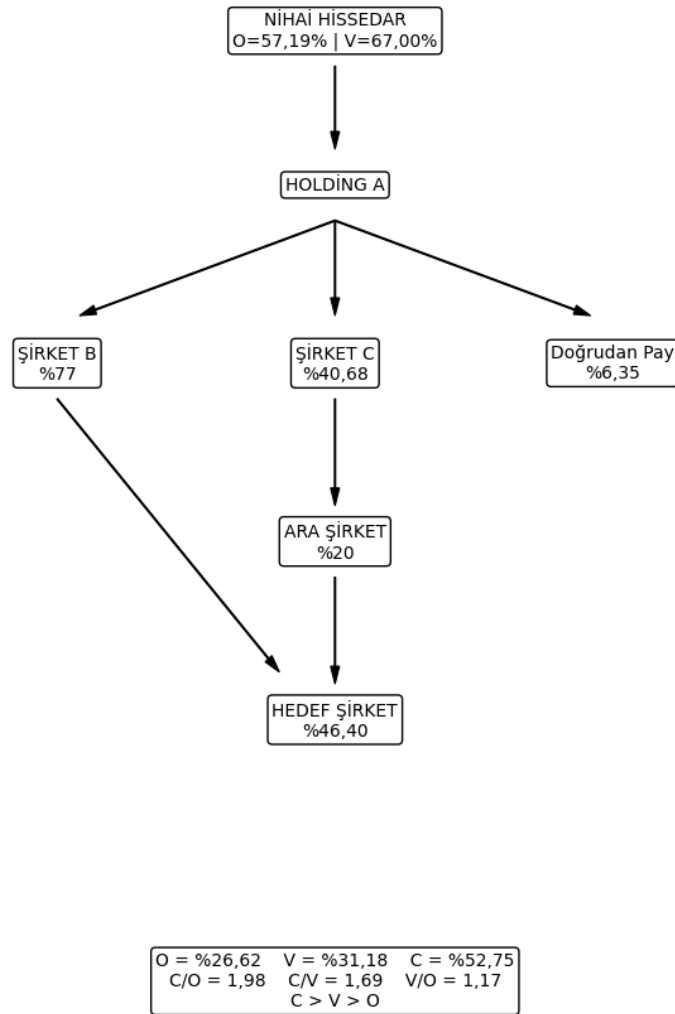
$$O = (0,5719 \times 0,77 \times 0,464) + (0,5719 \times 0,4068 \times 0,20 \times 0,464) + (0,5719 \times 0,0635) = \%26,22$$

$$V = (0,67 \times 0,77 \times 0,464) + (0,67 \times 0,4068 \times 0,20 \times 0,464) + (0,67 \times 0,0635) = \%30,58$$

$$C = \%46,40 + \%6,35 = \%52,75$$

$$C/V = 1,725; V/O = 1,166; C/O = 2,012$$

Temsili örnekte $C > V > O$ ilişkisi oluşmakta ve kontrol gücünün ekonomik sahipliğin üzerinde kaldığı görülmektedir. Bu örnek yalnızca hesaplama mantığını göstermektedir; tüm firmalarda aynı yönlü sıralama zorunlu değildir. V/O oranının 1'in altında gözlendiği sınırlı durumlar, oy hakkı ile nakit akışı hakkının şirket bazındaki tanım ve kodlama ayrıntılarına duyarlı olabileceğini göstermekte ve bu husus çalışmanın ölçüm sınırlılıkları kapsamında değerlendirilmektedir.



Şekil 1. Nihai Sahiplik Yaklaşımı Kapsamında Sahiplik, Oy ve Kontrol Hakları ile Kama Oranlarının Hesaplanmasına İlişkin Temsili Örnek

Çalışmada Tobin's Q, Chung ve Pruitt'in (1994: 70–74) önerdiği basitleştirilmiş formülle hesaplanmıştır: Tobin's Q = (Piyasa Değeri + Toplam Borç) / Toplam Varlıklar. Bu ölçüm, firma performansının piyasa temelli göstergelerle değerlendirilmesine ilişkin literatürle ve Türkiye'deki uygulamalarla karşılaştırılabilirlik sağlamaktadır (Demsetz ve Villalonga, 2001: 209–233; Doğan ve Topal, 2015: 163–172; Ararat vd., 2017: 116; Ciftci vd., 2019: 95–96).

Sahiplik–kontrol ayrışması, yukarıda tanımlanan C, V ve O hakları kullanılarak C/O (toplam kontrol–nakit akışı ayrışması), C/V (piramidal ayrışma) ve V/O (oy hakkı kaynaklı ayrışma) biçiminde ölçülmüştür (Villalonga ve Amit, 2009: 3051–3058; Besim, 2023: 1007–1008). BOARD_PRIV ise esas sözleşmede belirli pay gruplarına yönetim kurulunda temsil veya aday gösterme imtiyazı bulunması durumunda 1, aksi durumda 0 olarak kodlanmıştır.

Sahiplik–kontrol ayrışmasının firma değeri üzerindeki etkisini daha sağlıklı değerlendirebilmek için literatürde yaygın olarak kullanılan bir dizi kontrol değişkeni modele dahil edilmiştir:

Firma Büyüklüğü (SIZE): Toplam varlıkların doğal logaritmasıdır. Büyük firmaların finansmana erişim ve ölçek avantajlarına karşılık daha düşük büyüme fırsatları ve bürokratik maliyetler nedeniyle Tobin's Q ile negatif ilişkilenebileceği belirtilmektedir (Lang ve Stulz, 1994: 1248; Ararat vd., 2017: 126; Ciftci vd., 2019: 99–101).

Kaldıraç Oranı (LEV): Toplam borçların toplam varlıklara oranıdır. Borç disiplini edici bir rol oynayabilse de yüksek borçluluk finansal sıkıntı riskini artırabilir; Türkiye çalışmalarında çoğunlukla negatif ilişki raporlanmıştır (Jensen, 1986: 323–329; Besim, 2023: 1008–1009; Ciftci vd., 2019: 99).

Büyüme Fırsatları (GR): Yıllık satış gelirlerindeki değişim oranıdır. Yüksek satış büyümesinin gelecek yatırım fırsatlarını yansıtmaması nedeniyle Tobin's Q ile pozitif ilişkili olması beklenmektedir (Claessens vd., 2002: 2759; La Porta vd., 2002: 1163; Mandacı ve Kurt Gümüş, 2010: 57–66; Ararat vd., 2017: 119).

Firma Yaşı (AGE): Kuruluş yılından itibaren geçen sürenin doğal logaritmasıdır (Black vd., 2020: 151). Olgun firmalarda büyüme fırsatlarının azalması negatif, kurumsallaşma ve yatırımcı güveni ise pozitif ilişki yaratabileceğinden beklenti yönü kesin değildir (Gürsoy ve Aydoğan, 2002: 6–25; Villalonga ve Amit, 2006: 391; Yurtoğlu, 2003: 80).

Maddi Duran Varlıklar (TANG): Maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranıdır (Ararat vd., 2017: 126; Black vd., 2020: 151). Varlık yoğunluğu, şirket varlıklarının gözlemlenebilirliği ve kontrolün özel faydalarının sınırlandırılmasında kurumsal çevrenin rolüyle ilişkili olduğundan kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır (Dyck ve Zingales, 2004: 537–600; Besim, 2023: 1003).

Nakit Oranı (CASH): Nakit ve nakit benzeri varlıkların toplam varlıklara oranıdır. Yüksek nakit yatırım esnekliği sağlarken, yüksek ayrışmalı yapılarda özel fayda çıkarımı riskleriyle de ilişkilendirilmektedir (Johnson vd., 2000: 22–24; Besim, 2023: 1002).

Serbest Dolaşım (FREE_FLOAT): Halka açık payların toplam sermayeye oranıdır (Black vd., 2020: 151; Ararat vd., 2017: 126). Daha yüksek serbest dolaşımın likidite ve dışsal yatırımcı denetimini artırması nedeniyle firma değeriyle pozitif ilişkili olması beklenmektedir.

Kurumsal Yönetim Endeksi Üyeliği (XKURY): Firmanın ilgili yılda BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer almasını gösteren kukla değişkendir. Endeks üyeliği kurumsal yönetim ilkelerine uyum ve kamuyu aydınlatma kalitesine ilişkin bir gösterge olarak modele dâhil edilmiştir (Ciftci vd., 2019: 95–99; Besim, 2023: 1011).

Sahiplik Türü Kuklaları (OWNERTYPE): Nihai kontrol sahibinin aile, devlet, yabancı, yerli kurumsal veya dağınık ortaklık olmasına göre tanımlanan kategorik değişkenlerdir. Kontrol sahibinin niteliği, vekâlet maliyetleri ve özel fayda çıkarımı teşvikleriyle ilişkili olabileceğinden modele dâhil edilmiştir (La Porta vd., 1999: 475–476; Claessens vd., 2002: 2764–2765).

3.4. Verilerin Analizi: Panel Veri Yapısı, Model Seçimi ve Tanı Testleri

Araştırmanın veri seti 178 firmayı beş yıl boyunca izleyen dengeli bir paneldir ($N = 178$, $T = 5$; $N \times T = 890$). Bu yapı büyük N -küçük T niteliğindedir. Analizde öncelikle tanımlayıcı istatistikler ve korelasyonlar incelenmiş, ardından sahiplik-kontrol ayrışmasının firma değeriyle ilişkisi panel regresyonlarıyla tahmin edilmiştir. Sabit etkiler (FE) ve rassal etkiler (RE) alternatifleri araştırmanın değişken yapısı bakımından değerlendirilmiştir. C/V, V/O, C/O, BOARD_PRIV, XKURY ve sahiplik türü değişkenleri 2020–2024 döneminde firma içinde değişmediği veya ihmal edilebilir düzeyde değiştiği için FE tahmincisi bu değişkenlerin doğrudan etkilerini firma sabit etkilerine absorbe etmektedir. Araştırmanın temel hipotezleri söz konusu zaman içinde değişmeyen kontrol mekanizmalarının katsayılarını tahmin etmeyi gerektirdiğinden, ana spesifikasyonlar RE çerçevesinde kurulmuştur (Baltagi, 2021: 6–12; Wooldridge, 2010: 281). Bu tercih, FE'nin genel olarak geçersiz olduğu anlamına gelmemekte; araştırma sorusunun zaman içinde büyük ölçüde sabit kurumsal özelliklerin etkisini tanımlama gereğinden kaynaklanmaktadır.

RE tahminlerinden elde edilen artıklar üzerinde üç temel tanı testi uygulanmıştır: firmalar arası ortak şok ve bağımlılığı sınamak için Pesaran CD testi, hata varyanslarının homojenliğini değerlendirmek için Değiştirilmiş Wald testi ve birinci dereceden seri korelasyonu sınamak için Wooldridge AR(1) testi. Test sonuçları yatay kesit bağımlılığı, değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının birlikte bulunduğunu göstermiştir (tüm testlerde $p < 0,01$). Bu nedenle katsayı tahminleri korunarak standart hatalar, söz konusu üç probleme karşı birlikte direnç sağlayan Driscoll–Kraay (1998: 549–560) yaklaşımıyla hesaplanmıştır. Böylece istatistiksel çıkarım, panelin gözlenen hata yapısına uygun biçimde daha sağlam hâle getirilmiştir.

3.5. Araştırma Modelleri

Temel modeller aşağıdaki genel biçimde kurgulanmıştır:

$$(\text{Tobin's } Q)_{it} = \alpha + \beta_1 \text{WEDGE}_{it} + \beta_2 \text{BOARD_PRIV}_i + \gamma X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Burada WEDGE, alternatif modellerde sırasıyla C/V, V/O ve C/O göstergelerinden birini ifade etmektedir. Etkileşim modelleri ise $(\text{Tobin's } Q)_{it} = \alpha + \beta_1 \text{WEDGE}_{it} + \beta_2 \text{BOARD_PRIV}_i + \beta_3 (\text{WEDGE}_{it} \times \text{BOARD_PRIV}_i) + \gamma X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$ biçiminde tahmin edilmiştir. Böylece her ayrışma göstergesinin BOARD_PRIV ile koşullu ilişkisi ayrı modelde sınanmıştır.

4. BULGULAR

4.1. Örneklem İlişkin Bulgular

Araştırma kapsamında incelenen 178 firmanın sahiplik ve kontrol yapısına ilişkin özellikler Tablo 1'de sunulmaktadır.

Tablo 1. Örneklem Sahiplik ve Kontrol Yapısı Özellikleri

Sahiplik ve Kontrol Yapısı Özellikleri	Firma Sayısı	Oran (%)
Toplam Firma Sayısı	178	100
Aile Kontrolündeki Firmalar	129	72,5
Birden Fazla Pay Grubu Bulunan Firmalar	89	50
Yönetim Kurulu Atama İmtiyazı Bulunan Firmalar	77	43,3
Piramidal Sahiplik Yapısına Sahip Firmalar	77	43,3
Oy İmtiyazı Bulunan Firmalar	28	15,7
Yabancı Kontrolündeki Firmalar	20	11,2
Dağınık Sahiplik Yapısına Sahip Firmalar	13	7,3
Birden Fazla Kontrol Zinciri Bulunan Firmalar	11	6,2
Yerli Kurumsal Kontrolündeki Firmalar	9	5,1
Devlet Kontrolündeki Firmalar	7	3,9
Çapraz Ortaklık Yapısı Bulunan Firmalar	3	1,7

Not: Tabloda yer alan sahiplik ve kontrol özelliklerinin bir bölümü birbirini dışlayan kategoriler değildir. Bir firma aynı anda birden fazla kontrol güçlendirici mekanizmaya (örneğin piramidal sahiplik, oy imtiyazı ve yönetim kurulu atama imtiyazı) sahip olabilir. Oranlar toplam 178 firma üzerinden hesaplanmıştır.

Tablo 1 incelendiğinde örnekleme yer alan firmaların %72,5'inin aile kontrolünde olduğu görülmektedir. Firmaların %50'sinde birden fazla pay grubu bulunurken, %43,3'ünde yönetim kurulu atama imtiyazı ve %43,3'ünde piramidal sahiplik yapısı bulunmaktadır. Oy imtiyazına sahip firmaların oranı %15,7'dir. Ayrıca örnekleme yer alan firmaların %11,2'si yabancı, %5,1'i yerli kurumsal ve %3,9'u devlet kontrolündedir.

Yönetimsel ve kontrol yapısına ilişkin göstergeler Tablo 2'de sunulmaktadır.

Tablo 2. Yönetimsel ve Kontrol Yapısı Göstergeleri

Yönetimsel ve Kontrol Yapısı Göstergeleri	Firma Sayısı	Oran (%)
Tek Sahipli Yapıya Sahip Firmalar	145	81,5
Yönetici-Ortak Yapısına Sahip Firmalar	133	74,7
Yönetim Kurulu Başkanı Aileden Olan Firmalar	115	64,6
CEO'su Aileden Olan Firmalar	49	27,5
BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan Firmalar (XKURY)	37	20,8
CEO ve YK Başkanı Aynı Kişi (Duality)	26	14,6
Joint Venture Yapısına Sahip Firmalar	11	6,2
Toplam Firma Sayısı	178	100

Not: Yönetici-ortak, şirketin üst yönetiminde görev yapan kişi ile ortaklık ilişkisinin birlikte bulunmasını; aileden yönetim kurulu başkanı ve aileden CEO göstergeleri nihai hâkim aile ile yönetimsel görev arasındaki bağı; Duality ise CEO ve yönetim kurulu başkanlığı görevlerinin aynı kişi tarafından yürütülmesini ifade etmektedir. Göstergeler birbirini dışlayan kategoriler değildir ve oranlar toplam 178 firma üzerinden hesaplanmıştır.

Tablo 2'ye göre firmaların %81,5'i tek sahipli kontrol yapısına sahiptir. Yönetici-ortak yapısına sahip firmaların oranı %74,7 iken, yönetim kurulu başkanının aile üyesi olduğu firmaların oranı %64,6'dır. CEO'nun aileden olduğu firmalar örneklemin %27,5'ini oluşturmaktadır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmaların oranı %20,8 olarak belirlenmiştir.

4.2. Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 3 örnekleme ait tanımlayıcı istatistikleri sunmaktadır. Ortalama Tobin's Q değeri 2,118, standart sapması 3,438'dir. C/V, V/O ve C/O değişkenlerinin medyanı 1,000'dir. BOARD_PRIV değişkeninin ortalaması 0,433, XKURY değişkeninin ortalaması 0,208'dir.

Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistikler (2020–2024, N=178, T=5, N×T=890)

Değişken	N	Ort.	Std.S.	Min.	Med.	Maks.
TQ (Tobin's Q)	890	2.118	3.438	0.349	1.332	47.50
C/V (Piramit Kaması)	890	1.274	0.752	1.000	1.000	6.67
V/O (Oy-Sahiplik Kaması)	890	1.113	0.533	0.760	1.000	6.91
C/O (Toplam Kama)	890	1.497	2.154	1.000	1.000	28.17
BOARD_PRIV	890	0.433	0.496	0.000	0.000	1.00
lnSIZE	890	22.272	1.975	15.427	22.165	27.97
LEVER (%)	890	50.913	23.180	0.230	50.704	110.74
TANG	890	0.311	0.220	0.000	0.282	0.96
CASH	890	0.109	0.123	0.000	0.068	0.89
FREE_FLOAT (%)	890	36.870	21.040	2.000	32.500	99.00
XKURY	890	0.208	0.406	0.000	0.000	1.00

Not: TQ firma değerini gösteren Tobin's Q oranıdır. C/V piramidal sahiplik kaynaklı ayrışmayı, V/O oy hakkı kaynaklı ayrışmayı, C/O toplam sahiplik-kontrol ayrışmasını göstermektedir; 1 değeri ayrışmanın bulunmadığı referans noktayı

ifade etmektedir. BOARD_PRIV ve XKURY 0–1 kukla değişkenlerdir. LEVER ve FREE_FLOAT yüzde olarak, TANG ve CASH oran olarak ölçülmüştür. N=178 firma, T=5 yıl ve toplam 890 firma-yıl gözlemi bulunmaktadır.

4.3. Temel Model Tahmin Sonuçları

Rassal etkiler tahmincisiyle elde edilen artıklar üzerinde yatay kesit bağımlılık (Pesaran, 2004), değişen varyans (Değiştirilmiş Wald testi) ve otokorelasyon (Wooldridge, 2010) sınanmıştır. Tablo 4'te raporlanan sonuçlar, tüm modellerde her üç sorunun da mevcut olduğunu ortaya koymaktadır. Pesaran CD test istatistikleri oldukça yüksek değerler almış olup (106,21), firmaların artıkları arasında ihmal edilemeyecek düzeyde yatay kesit bağımlılık bulunduğu işaret etmektedir. Değiştirilmiş Wald testi istatistikleri (17.182) birimler arası hata varyanslarının homojen olmadığını, Wooldridge testi F istatistikleri (126,62) ise artıklarda güçlü birinci dereceden otokorelasyonun varlığını doğrulamıştır. Bu nedenle tüm tahminler Driscoll ve Kraay (1998) dirençli standart hatalarla raporlanmıştır.

Tablo 4. Artık Tanı Testleri

Bağımlı	Test	İstatistik	p-değeri	Sonuç
TQ	Pesaran CD	106.2142	0.0000	Sorun Var***
	Değ. Wald (Het.)	17182	0.0000	Sorun Var***
	Wooldridge AR(1)	126.6199	0.0000	Sorun Var***

Not: Pesaran CD testinde H_0 yatay kesit bağımsızlığını, Değiştirilmiş Wald testinde H_0 homoskedastisiteyi, Wooldridge AR(1) testinde H_0 birinci dereceden otokorelasyon bulunmamasını ifade etmektedir. Tüm testlerde H_0 reddedilmiştir ($p < 0,01$). Bu nedenle tahminlerde yatay kesit bağımlılığı, değişen varyans ve otokorelasyona karşı Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar kullanılmıştır.

Tablo 5, üç alternatif kama göstergesiyle tahmin edilen rassal etkiler modellerinin Driscoll–Kraay dirençli sonuçlarını sunmaktadır.

Tablo 5. Tobin's Q — Temel Model Sonuçları (RE + Driscoll-Kraay Standart Hatalar)

Değişken	Model 1 (C/V)	Model 2 (V/O)	Model 3 (C/O)
Kama değişkeni	-0.080 ($p>0.10$)	-0.457*** (0.001)	-0.080* (0.068)
BOARD_PRIV	0.226 (0.421)	0.268 (0.319)	0.224 (0.423)
lnSIZE	-0.738***	-0.738***	-0.737***
LEVER	-0.004	-0.004	-0.005
lnAGE	-0.064	-0.203	-0.127
XKURY	0.398**	0.375**	0.390**
OWN_DEVLET	1.216***	1.219***	1.194***
OWN_YERLİ K.	0.545***	0.614***	0.550***
OWN_YABANCI	0.974***	0.993***	0.966***
OWN_DAĞINIK	-0.736**	-0.796**	-0.770**
R ² (overall)	0.171	0.176	0.173
Gözlem / Firma	890 / 178	890 / 178	890 / 178

Not: Bağımlı değişken Tobin's Q'dur. Modeller rassal etkiler (RE) tahmincisi kullanılarak tahmin edilmiş ve yatay kesit bağımlılığı, değişen varyans ve otokorelasyona karşı Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar kullanılmıştır. C/V piramidal sahiplik kaynaklı ayrışmayı, V/O oy hakkı kaynaklı ayrışmayı, C/O ise toplam sahiplik-kontrol ayrışmasını göstermektedir. BOARD_PRIV, esas sözleşmede belirli bir pay grubu veya pay sahibine yönetim kurulunda temsil/aday gösterme imtiyazı tanınması durumunda 1 değerini alan kukla değişkendir. Parantez içindeki değerler p-değerleridir; C/V için istatistiksel anlamlılık $p>0,10$ olarak raporlanmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Sahiplik türü değişkenlerinde referans kategori aile kontrolündeki firmalardır. TANG, CASH ve FREE_FLOAT değişkenleri etkileşim modellerinde kullanılmış olup temel model spesifikasyonuna dâhil edilmemiştir. Gözlem sayısı 890 firma-yıl gözleminden ve 178 firmadan oluşmaktadır.

H2 kapsamında V/O katsayısı negatif ve %1 düzeyinde anlamlıdır ($\beta_1 = -0,457$; $p = 0,001$).

H1 kapsamında C/O katsayısı negatiftir ve %10 düzeyinde marjinal anlamlılık göstermektedir ($\beta_1 = -0,080$; $p = 0,068$); sonuç %5 düzeyinde anlamlı değildir.

H3 kapsamında C/V katsayısı negatiftir ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir ($p > 0,10$).

H4 kapsamında BOARD_PRIV değişkeninin katsayısı pozitif yöndedir ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Kontrol değişkenlerinden lnSIZE tüm modellerde negatif ve %1 düzeyinde anlamlıdır ($\beta \approx -0,737$). XKURY pozitif ve %5 düzeyinde anlamlıdır ($\beta \approx 0,39$). Devlet, yabancı ve yerli kurumsal sahiplik kuklaları aile sahipliğine göre pozitif ve anlamlı; dağınık sahiplik kuklası ise negatif ve anlamlıdır.

4.4. Etkileşim Modeli Sonuçları

Yönetim kurulu atama imtiyazı ve diğer firma özelliklerinin sahiplik-kontrol ayrışmasının firma değeri üzerindeki etkisini değiştirip değiştirmediğini incelemek amacıyla etkileşim modelleri tahmin edilmiştir.

Tablo 6, C/V, V/O ve C/O göstergelerinin BOARD_PRIV ile etkileşimlerini ve keşfedici nitelikteki diğer etkileşimleri raporlamaktadır.

BOARD_PRIV dışındaki TANG, CASH ve FREE_FLOAT etkileşimleri önceden tanımlanmış hipotezlerin parçası değildir ve keşfedici/yardımcı analiz niteliğinde raporlanmaktadır.

C/V $\times$ BOARD_PRIV etkileşimi istatistiksel olarak anlamlı değildir. V/O $\times$ BOARD_PRIV ($\beta = -0,454$; $p = 0,047$) ve C/O $\times$ BOARD_PRIV ($\beta = -0,228$; $p = 0,025$) etkileşimleri negatif ve %5 düzeyinde anlamlıdır. Buna göre H5a desteklenmemekte, H5b ve H5c desteklenmektedir.

Tablo 6. Tobin's Q — Etkileşim Modeli (RE + Driscoll-Kraay)

Değişken	Model 1 (C/V)	Model 2 (V/O)	Model 3 (C/O)
Kama Değişkeni	-0.3690 (0.6361)	-0.2816 (0.7896)	0.0212 (0.1527)
lnSIZE	-0.6922*** (0.1538)	-0.7073*** (0.1695)	-0.7035*** (0.1639)
LEVER	-0.0052 (0.0090)	-0.0056 (0.0091)	-0.0056 (0.0092)
GR	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
lnAGE	-0.4960 (0.4008)	-0.3612 (0.2762)	-0.4059 (0.3176)
XKURY	0.1662 (0.1963)	0.1660 (0.2086)	0.1840 (0.1891)
OWN_DEVLET	0.7367*** (0.2297)	0.9228*** (0.1241)	0.8332*** (0.1483)
OWN_YERLİ K.	0.9414*** (0.1567)	1.0809*** (0.2042)	0.9933*** (0.1774)
OWN_YABANCI	0.3675 (0.4896)	0.4777 (0.3553)	0.4418 (0.4100)
OWN_DAĞINIK	1.3632 (1.2589)	1.3558 (1.2663)	1.4253 (1.2734)
BOARD_PRIV	0.6562 (0.4462)	0.9262** (0.4438)	0.7075** (0.3476)
TANG	-0.6286 (0.4515)	0.4021 (0.6017)	0.3088 (1.0665)
CASH	2.4656*** (0.4633)	4.7701*** (1.2928)	1.7376*** (0.4551)
FREE_FLOAT	-0.0632* (0.0369)	-0.0618* (0.0357)	-0.0593** (0.0288)

Değişken	Model 1 (C/V)	Model 2 (V/O)	Model 3 (C/O)
Kama × BOARD_PRIV	-0.2190 (0.1635)	-0.4541** (0.2280)	-0.2278** (0.1013)
Kama × TANG	0.6710** (0.3143)	-0.1866 (0.2982)	-0.1007 (0.2734)
Kama × CASH	-1.3829*** (0.4319)	-3.4221*** (1.0847)	-0.6496* (0.3732)
Kama × FREE_FLOAT	0.0074 (0.0106)	0.0078 (0.0112)	0.0034 (0.0034)
R ² (within)	0.1402	0.1390	0.1391
R ² (between)	0.2606	0.2663	0.2641
R ² (overall)	0.2175	0.2208	0.2194
Gözlem / Firma	890 / 178	890 / 178	890 / 178

Not: Bağımlı değişken Tobin's Q'dur. Tüm modeller rassal etkiler (RE) tahmincisi ve Driscoll-Kraay dirençli standart hataları kullanılarak tahmin edilmiştir. Parantez içindeki değerler Driscoll-Kraay dirençli standart hatalardır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. C/V piramidal sahiplik kaynaklı ayrışmayı, V/O oy hakkı kaynaklı ayrışmayı ve C/O toplam sahiplik-kontrol ayrışmasını ifade etmektedir. BOARD_PRIV, yönetim kurulunda temsil/aday gösterme imtiyazının varlığını gösteren kukla değişkendir. "Kama × BOARD_PRIV" terimi, yönetim kurulu atama imtiyazının ilgili sahiplik-kontrol ayrışması ile firma değeri arasındaki ilişki üzerindeki düzenleyici etkisini göstermektedir. Negatif ve anlamlı bir etkileşim katsayısı, yönetim kurulu atama imtiyazının bulunduğu firmalarda ilgili ayrışma göstergesinin firma değeri üzerindeki negatif etkisinin güçlendiğini ifade etmektedir. Sahiplik türü değişkenlerinde referans kategori aile kontrolündeki firmalardır. Gözlem sayısı 890 firma-yıl gözleminden ve 178 firmadan oluşmaktadır. GR değişkeni satış büyüme oranını göstermektedir; değişkenin ölçeği nedeniyle katsayı ve standart hata dört ondalık basamakta 0,0000 olarak yuvarlanmaktadır.

4.5. Hipotez Değerlendirmesi

Tablo 7. Hipotez Değerlendirmesi

Hipotez	Beklenti	Sonuç	Değerlendirme
H1: C/O ↑ → TQ ↓	Negatif	$\beta = -0.080$; $p = 0.068$	Marjinal/zayıf kanıt (%10)
H2: V/O ↑ → TQ ↓	Negatif	$\beta = -0.457$; $p = 0.001$	Desteklendi (%1)
H3: C/V ↑ → TQ ↓	Negatif	$\beta = -0.080$; $p > 0.10$	Reddedildi
H4: BOARD_PRIV → TQ ↓	Negatif	$\beta > 0$; anlamlı değil	Reddedildi
H5a: C/V × BOARD_PRIV	Etkileşim negatif	$\beta = -0.219$; anlamsız	Desteklenmedi
H5b: V/O × BOARD_PRIV	Etkileşim negatif	$\beta = -0.454$; $p = 0.047$	Desteklendi (%5)
H5c: C/O × BOARD_PRIV	Etkileşim negatif	$\beta = -0.228$; $p = 0.025$	Desteklendi (%5)

Not: H1 için $p=0,068$ sonucu %10 düzeyinde zayıf/marjinal negatif kanıt olarak değerlendirilmiştir; güçlü hipotez desteği olarak yorumlanmamaktadır. H5a, C/V × BOARD_PRIV etkileşimi anlamsız olduğu için desteklenmemiş; H5b ve H5c sırasıyla V/O × BOARD_PRIV ve C/O × BOARD_PRIV etkileşimlerinin %5 düzeyinde negatif ve anlamlı bulunması nedeniyle desteklenmiştir. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

5. TARTIŞMA VE SONUÇ

Bu çalışma, Türkiye'de halka açık şirketlerde sahiplik-kontrol ayrışması ile firma değeri arasındaki ilişkiyi 2020-2024 panel verisiyle incelemiş ve ayrışmanın farklı kurumsal kanallarını birbirinden ayırmıştır.

Araştırma sonuçları, sahiplik-kontrol ayrışmasının firma değeriyle ilişkisinin ayrışma mekanizmalarına göre farklılaştığını göstermektedir. V/O, Tobin's Q ile negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkililikten; C/O için yalnızca %10 düzeyinde marjinal negatif kanıt elde edilmiş, C/V ise bağımsız olarak anlamlı bulunmamıştır. Bu örüntü, kontrol hakları ile ekonomik sahiplik arasındaki ayrışmanın her biçiminin aynı yönde ve aynı

istatistiksel belirginlikte değerlendirilmemesi gerektiğine işaret etmektedir. V/O ve C/O bulguları, Claessens vd. (2002: 2755–2759), Faccio ve Lang (2002: 368–370), Lins (2003: 159–163) ve Yurtoğlu'nun (2003: 74–78) bulgularıyla genel olarak uyumludur.

İstatistiksel olarak en belirgin sonuç oy-sahiplik kaması (V/O) için elde edilmiştir ($\beta = -0,457$; $p < 0,01$). Bu bulgu, Claessens vd. (2002: 2747), Lins (2003: 162–163) ve Masulis vd. (2009: 1697–1704) tarafından tartışılan kontrol hakları-ekonomik sahiplik ayrışması ve azınlık hissedar riski çerçevesiyle uyumludur. Çalışma yatırımcı algısını doğrudan ölçmediğinden sonuç, yönetim riski fiyatlamasına ilişkin nedensel kanıt değil, bu yorumla tutarlı ilişkisel kanıt sunmaktadır. Besim'in (2023: 1007–1008) farklı bir dönem için elde ettiği sonuçlarla karşılaştırıldığında dönemsel farklılıklar dikkat çekmekte, ancak bu farklılığın pandemi sonrası belirsizlik veya yatırımcı duyarlılığından kaynaklandığı mevcut tasarımla test edilememektedir.

Çalışmanın ayırt edici katkısı yönetim kurulu atama imtiyazına (BOARD_PRIV) ilişkin koşullu bulgulardır. BOARD_PRIV'in temel modellerde doğrudan katsayısı anlamlı değildir ve H4 desteklenmemektedir. Etkileşimlerde C/V $\times$ BOARD_PRIV anlamsızken, V/O $\times$ BOARD_PRIV ($\beta = -0,454$; $p = 0,047$) ve C/O $\times$ BOARD_PRIV ($\beta = -0,228$; $p = 0,025$) negatif ve anlamlıdır. Dolayısıyla H5a desteklenmezken H5b ve H5c desteklenmektedir. Bu örüntü, yüksek oy hakkı kaynaklı veya toplam ayrışma koşullarında ilave yönetim riski yorumuyla uyumludur; yatırımcı algısı veya özel fayda çıkarımı doğrudan ölçülmediği için nedensel mekanizma kanıtı olarak değerlendirilmemelidir.

Kurumsal yönetim kalitesine ilişkin bulgular Ararat vd.'nin (2017: 113–126) çalışmasıyla yüksek düzeyde tutarlıdır. XKURY üyeliğinin firma değeriyle pozitif ve anlamlı ilişki göstermesi ($\beta \approx 0,390$; $p < 0,05$), gönüllü kurumsal yönetim uyumunun 2020–2024 döneminde de firma değeriyle pozitif bir ilişki sergilediğini göstermektedir. Örneklemin yalnızca %20,8'inin XKURY kapsamında olması ise gönüllü uyum kapsamının hâlâ sınırlı kaldığına işaret etmektedir. Bu sonuç, gelişmekte olan piyasalarda firma değerinin yalnızca sahiplik yoğunlaşmasına değil, yatırımcı koruması, kurul etkinliği ve kamuyu aydınlatma kalitesine bağlı olduğunu vurgulayan daha güncel değerlendirmelerle de uyumludur (Ararat vd., 2021: 1–6).

Kontrol değişkenleri arasında firma büyüklüğünün negatif ve anlamlı olması, daha büyük şirketlerin daha düşük Tobin's Q değerleriyle ilişkili olduğunu göstermektedir; bu ilişkinin büyüme beklentileri veya uygunluk etkisinden kaynaklanıp kaynaklanmadığı mevcut modelle doğrudan ayrıştırılamamaktadır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi üyeliğinin pozitif ve anlamlı katsayısı ise daha güçlü kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki bulunduğuna işaret etmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde çalışma, Türkiye'de firma değerinin sahiplik-kontrol ayrışmasının farklı kurumsal biçimleriyle ilişkili olduğunu göstermektedir. Özellikle yönetim kurulu atama imtiyazının doğrudan değil, V/O ve C/O ile birlikte değerlendirildiğinde koşullu bir ilişki sergilemesi, kontrolün hangi araçlarla sürdürüldüğünün kurumsal yönetim açısından ayrıca incelenmesi gerektiğine işaret etmektedir.

Uluslararası literatürle karşılaştırıldığında bulgular, La Porta vd.'nin (1999: 476) zayıf yatırımcı koruması-yoğun kontrol-özel fayda çıkarımı çerçevesiyle genel olarak uyumludur. Bununla birlikte ayrışmanın baskın kanalının Doğu Asya'daki tipik iş grubu örneklerinde olduğu gibi piramidal yapılar değil; doğrudan oy imtiyazları ve yönetim kurulu kontrolü üzerinden işlemesi, Türkiye'nin kurumsal mimarisinin kendine özgü bir yapı sergilediğini göstermektedir. Bu açıdan çalışma, yönetim kurulu atama imtiyazlarını açık biçimde modelleyen ve bunların kama değişkenleriyle etkileşimini test eden nadir çalışmalardan biri olarak literatüre katkı sunmaktadır.

Çalışmanın bulguları, sahiplik-kontrol ayrışması ile firma değeri arasındaki ilişkinin yalnızca sahiplik yapısıyla değil, oy imtiyazları ve yönetim kurulu atama ayrıcalıkları gibi kontrolü güçlendiren mekanizmalarla da bağlantılı olduğunu göstermektedir. Bu çerçevede politika ve düzenleme çıkarımları dört eksenle değerlendirilebilir.

İlk olarak, oy hakkı kaynaklı sahiplik-kontrol ayrışması (V/O) için negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulunması, imtiyazlı payların tamamen sınırlandırılmasından ziyade yatırımcıların ekonomik sahiplik ile oy gücü arasındaki farkı değerlendirebilmesine olanak sağlayan kamuyu aydınlatma standartlarının önemine işaret etmektedir. Bu kapsamda, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1) çerçevesinde (SPK, 2014) şirketlerin imtiyazlı pay gruplarını, bu gruplara tanınan oy haklarını ve toplam kontrol gücü üzerindeki etkilerini standartlaştırılmış ve karşılaştırılabilir bir formatta açıklamalarının teşvik edilmesi değerlendirilebilir.

İkinci olarak, yönetim kurulu atama imtiyazının (BOARD_PRIV) tek başına firma değeri üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmamasına karşın, V/O ve C/O ile etkileşimlerinin negatif ve anlamlı olması, bu imtiyazın yüksek sahiplik-kontrol ayrışması koşullarında ilave bir yönetim riski oluşturabileceğini göstermektedir. Bu nedenle Türk Ticaret Kanunu'nun 360. maddesi kapsamında tanınan yönetim kurulunda temsil veya aday gösterme imtiyazlarının değerlendirilmesinde yalnızca imtiyazın varlığı değil, hâkim hissedarın ekonomik sahipliği ile toplam kontrol gücü arasındaki ayrışma da dikkate alınabilir. Özellikle ayrışmanın yüksek olduğu şirketlerde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin fiili bağımsızlığını güçlendirecek mekanizmaların geliştirilmesi ve imtiyazlı pay gruplarının yönetim kurulu kompozisyonu üzerindeki etkisinin daha açık biçimde raporlanması azınlık pay sahiplerinin korunmasına katkı sağlayabilir.

Üçüncü olarak, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) üyeliğinin temel modellerde firma değeriyle pozitif ve anlamlı ilişkisi, kurumsal yönetim kalitesinin piyasa değeriyle olumlu bağlantısına ilişkin ek kanıt sunmaktadır. Örnekleme XKURY kapsamındaki şirketlerin oranının sınırlı olması dikkate alındığında, kurumsal yönetim ilkelerine uyumun ve bağımsız derecelendirme mekanizmalarının daha geniş bir şirket grubu tarafından benimsenmesini teşvik edecek uygulamalar değerlendirilebilir.

Son olarak, örnekleme firmaların %72,5'inin aile kontrolünde olması aile şirketlerine özgü yönetim boyutunu öne çıkarmaktadır. Politika yaklaşımının yoğunlaşmış sahipliği bütünüyle sınırlamak yerine imtiyazlı pay ve yönetim kurulu temsil haklarının karşılaştırılabilir biçimde açıklanmasına, bağımsız üyelerin fiili gözetim kapasitesine ve ilişkili taraf işlemlerinin görünürlüğüne odaklanması değerlendirilebilir. Böyle bir yaklaşım aile kontrolünün uzun vadeli yönelim avantajlarını korurken yüksek ayrışmanın doğurabileceği Tip II vekâlet maliyetlerini sınırlamayı amaçlar (Ararat vd., 2021: 1–6; Besim, 2023: 1001–1012).

Bu politika önerileri birlikte ele alındığında, çalışmanın bulguları kontrol güçlendirici mekanizmaların tamamen ortadan kaldırılmasından ziyade, bu mekanizmaların ekonomik sahiplikten ne ölçüde ayrıştığının şeffaflaştırılması, yönetim kurulu düzeyindeki dengeleyici mekanizmaların güçlendirilmesi ve azınlık pay sahiplerinin kontrol risklerini daha doğru değerlendirebilmesini sağlayacak açıklama standartlarının geliştirilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Dolayısıyla düzenleyici açıdan temel mesele yalnızca şirketi kimin kontrol ettiği değil, bu kontrolün hangi araçlarla, hangi ekonomik risk düzeyiyle ve hangi kurumsal denge mekanizmaları altında kullanıldığıdır.

Sonuç olarak bu çalışma, Türkiye'de firma değerinin sahiplik yoğunluğu kadar kontrol gücünün hangi kurumsal mekanizmalar aracılığıyla örgütlendiğiyle de ilişkili olabileceğini göstermektedir. Bulgular özellikle oy hakkı kaynaklı ayrışma ile yönetim kurulu atama imtiyazının koşullu rolüne işaret etmektedir. Bu yönüyle çalışma, kurumsal yönetim tartışmalarında yalnızca 'kimin kontrol ettiği' sorusunun değil, 'kontrolün hangi araçlarla sürdürüldüğü' sorusunun da önem taşıdığına ilişkin ampirik kanıt sunmaktadır.

5.1. Sınırlılıklar ve Gelecek Araştırmalar

Çalışmanın çeşitli sınırlılıkları bulunmaktadır. Araştırma Borsa İstanbul Ana Pazar ve Yıldız Pazar'daki finansal olmayan şirketler ve 2020–2024 dönemiyle sınırlıdır. Beş yıl boyunca kesintisiz verisi bulunan şirketlerden oluşan dengeli panel hayatta kalma yanlılığı doğurabilir ve kısa zaman boyutu (T=5) dirençli standart hata yöntemlerinin performansının ihtiyatla değerlendirilmesini gerektirir. Ayrıca sahiplik yapısı ile firma değeri arasında ters nedensellik ve içsellik olasılığı bulunmaktadır; gözlemlenemeyen yönetim kalitesi, itibar, büyüme beklentileri veya rekabet koşulları her iki değişkenle de ilişkili olabilir. Bu nedenle sonuçlar nedensel değil ilişkisel yorumlanmalıdır. BOARD_PRIV yalnızca imtiyazın varlığını gösteren, dönem içinde büyük ölçüde değişmeyen ikili bir değişkendir; imtiyazın kapsamı ve fiilî kullanım yoğunluğu ölçülmemektedir. Nihai sahiplik zincirlerinin kamuya açık kaynaklardan manuel derlenmesi ölçüm hatası riski taşımaktadır. Tobin's Q, C/O ve bazı finansal değişkenlerdeki uç gözlemler de sonuçların uç değerlere duyarlılığı bakımından bir sınırlılık oluşturmaktadır. Son olarak yatırımcı algısı, ilişkili taraf kaynak transferleri ve tünelleme doğrudan ölçülmemiştir.

Gelecek araştırmalarda daha uzun ve dengesiz paneller, winsorize edilmiş veya alternatif dönüşümlü spesifikasyonlar, ilişkili rassal etkiler (Mundlak/CRE), gecikmeli değişkenler ya da uygun araç değişken yaklaşımları kullanılabilir. BOARD_PRIV'in kurul koltuklarının oranı, aday gösterme gücü ve fiilî temsil düzeyiyle ölçülen sürekli göstergeleri geliştirilebilir; sahiplik-kontrol ayrışması bağımsız üye etkinliği, ilişkili taraf işlemleri, ESG performansı ve aile şirketlerinde kuşaklar arası kontrol devriyle birlikte incelenebilir.

AÇIKLAMALAR / DECLARATIONS

Üretken Yapay Zekâ Beyanı: Bu çalışmanın hazırlanması sürecinde üretken yapay zekâ araçları yalnızca dil düzenleme ve metnin anlaşılabilirliğini artırma amacıyla kullanılmıştır. Bu araçlar araştırma verisi üretmek, istatistiksel analiz yapmak, bulguları yorumlamak veya bilimsel sonuç oluşturmak amacıyla kullanılmamıştır. Yazarlar, yapay zekâ destekli tüm içeriği eleştirel biçimde gözden geçirmiş olup yayımlanan çalışmanın doğruluğundan, bütünlüğünden ve özgünlüğünden tamamen sorumludur.

Yazar Katkı Beyanı (CRediT): **Cihan Tanrıöven:** Kavramsallaştırma, Danışmanlık, Yöntem, Yazma – İnceleme ve Düzenleme. **Savaş Gayaker:** Yöntem, Formal Analiz, Yazılım, Yazma – İnceleme ve Düzenleme. **Bilge Gündoğdu:** Kavramsallaştırma, Veri Derleme, Araştırma, Yazma – Orijinal Taslak.

Çıkar Çatışması Beyanı: Yazarlar, bu araştırmanın yürütülmesi, analizi, yorumlanması veya yayımlanmasını etkileyebilecek herhangi bir finansal, ticari, kişisel veya mesleki çıkar çatışması bulunmadığını beyan etmektedir.

Veri Erişilebilirlik Beyanı: Çalışmada kullanılan finansal veriler Finnet veri analiz programından ticari lisans kapsamında, sahiplik verileri ise şirket esas sözleşmeleri, yıllık faaliyet raporları, Borsa İstanbul ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'tan elde edilmiştir. Finnet verilerine ilişkin lisans koşulları nedeniyle ham veri seti kamuya açık biçimde paylaşılamamaktadır; derlenen sahiplik verileri ve analiz kodu makul talep üzerine yazarlardan temin edilebilir.

Fon Desteği Beyanı: Yazarlar, bu araştırmanın yürütülmesi, yazımı ve/veya yayımlanması için herhangi bir kurum veya kuruluştan finansal destek almamıştır.

Etik Kurul Onayı: Bu çalışmada yalnızca kamuya açık ikincil veriler (finansal veriler ve sahiplik/kontrol yapısına ilişkin kamuya açıklanmış bilgiler) kullanılmış olup katılımcı içermemektedir; bu nedenle etik kurul onayı gerektirmemektedir.

KAYNAKÇA

- Anderson, R. C. ve Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Ararat, M., Black, B. S. ve Yurtoglu, B. B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey, *Emerging Markets Review*, 30, 113–132. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.10.001>
- Ararat, M., Claessens, S. ve Yurtoglu, B. B. (2021). Corporate governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research, *Emerging Markets Review*, 48, 100767. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100767>
- Aytuğar, B. (2019). Oy hakkında imtiyazlı pay grubunun yönetim kurulunda temsil edilme hakkı, *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 23(1), 93–125. <https://doi.org/10.34246/ahbvuhfd.548477>
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric Analysis of Panel Data*, 6th ed., Cham, Springer Nature Switzerland.
- Bebchuk, L., Kraakman, R. ve Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity, Morck, R. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 295–318.
- Berle, A. A. ve Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan.
- Bertrand, M., Mehta, P. ve Mullainathan, S. (2002). Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups, *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 121–148. <https://doi.org/10.1162/003355302753399463>
- Besim, S. (2023). The impact of control structures on firm value, *Borsa Istanbul Review*, 23(5), 1001–1012. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.05.001>
- Besim, S. ve Adaoglu, C. (2018). Dividend payouts: Majority control and rent extraction, *Journal of Business Economics and Management*, 19(4), 648–672. <https://doi.org/10.3846/jbem.2018.6808>
- Black, B. S., de Carvalho, A. G., Khanna, V. S., Kim, W. ve Yurtoglu, B. B. (2020). Which aspects of corporate governance do and do not matter in emerging markets, *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 5(1), 137–177. <https://doi.org/10.1561/108.00000043>
- Chung, K. H. ve Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q, *Financial Management*, 23(3), 70–74.
- Ciftci, İ., Tatoglu, 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. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2018.08.004>
- Claessens, S., Djankov, S. ve Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-9)
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. ve Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, *The Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- Claessens, S. ve Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey, *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Çevik, Y. E. (2022). Borsa İstanbul'da mülkiyet ve kontrol yapıları, *Maliye Dergisi*, (183), 97–113. <https://doi.org/10.47491/maliye.1221750>
- Dahya, J., Dimitrov, O. ve McConnell, J. J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73–100. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.006>

- 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 üzerindeki etkisi: Borsa İstanbul örneği, *Ege Akademik Bakış*, 15(2), 163–172. <https://doi.org/10.21121/eab.2015211158>
- Driscoll, J. C. ve Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data, *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549–560. <https://doi.org/10.1162/003465398557825>
- Dyck, A. ve Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison, *The Journal of Finance*, 59(2), 537–600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>
- Faccio, M. ve Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365–395. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- Fama, E. F. ve Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control, *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Gompers, P. A., Ishii, J. ve Metrick, A. (2010). Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States, *The Review of Financial Studies*, 23(3), 1051–1088. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp024>
- Greene, W. H. (2011). *Econometric Analysis*, 7th ed., Upper Saddle River, NJ, Prentice Hall.
- Gurrea-Martínez, A. (2021). Theory, evidence, and policy on dual-class shares: A country-specific response to a global debate, *European Business Organization Law Review*, 22(3), 475–515. <https://doi.org/10.1007/s40804-021-00212-4>
- Gürsoy, G. ve Aydoğan, K. (2002). Equity ownership structure, risk taking, and performance: An empirical investigation in Turkish companies, *Emerging Markets Finance and Trade*, 38(6), 6–25.
- Hillman, A. J. ve Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives, *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- 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), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. ve Shleifer, A. (2000). Tunneling, *The American Economic Review*, 90(2), 22–27. <https://doi.org/10.1257/aer.90.2.22>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. ve Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world, *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (2002). Investor protection and corporate valuation, *The Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- Lang, L. H. P. ve Stulz, R. M. (1994). Tobin's Q, corporate diversification, and firm performance, *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248–1280. <https://doi.org/10.1086/261970>
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159–184. <https://doi.org/10.2307/4126768>
- Mandacı, P. E. ve Kurt Gümüş, G. (2010). Ownership concentration, managerial ownership and firm performance: Evidence from Turkey, *South East European Journal of Economics and Business*, 5(1), 57–66. <https://doi.org/10.2478/v10033-010-0005-4>
- Masulis, R. W., Wang, C. ve Xie, F. (2009). Agency problems at dual-class companies, *The Journal of Finance*, 64(4), 1697–1727. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01477.x>
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations, *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321–341. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002>

- Orbay, H. ve Yurtoglu, B. B. (2006). The impact of corporate governance structures on the corporate investment performance in Turkey, *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 349–363. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00511.x>
- Pesaran, M. H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels, *Cambridge Working Papers in Economics* No. 0435, Cambridge, University of Cambridge.
- Reddy, B. (2021). The dual-class stock performance riddle, *Journal of Corporate Law Studies*, 21(2). <https://doi.org/10.1080/14735970.2021.1895822>
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). (2014). Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1), <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2014/kurumsal-yonetim-tebliği-ii-17-1> (Erişim tarihi: 19 Ağustos 2026).
- Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance, *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Türk Ticaret Kanunu (2011). 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, *Resmî Gazete*, 14 Şubat 2011, Sayı: 27846.
- Villalonga, B. ve Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?, *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Villalonga, B. ve Amit, R. (2009). How are U.S. family firms controlled?, *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3047–3091. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn080>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, 2nd ed., Cambridge, MA, MIT Press.
- Yurtoğlu, B. B. (2003). Corporate governance and implications for minority shareholders in Turkey, *Corporate Ownership and Control*, 1(1), 72–86.