

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI**

SERMAYE SAHİPLİĞİ VE FİRMA DEĞERİ İLE İLİŞKİSİ

DOKTORA TEZİ

**Hazırlayan
İlker SAKINÇ**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Kürşat YALÇINER**

Ankara- 2008

ONAY

İlker SAKINÇ tarafından hazırlanan “Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İlişkisi” başlıklı bu çalışma, 17 Haziran 2008 tarihinde yapılan savunma sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim dalı Muhasebe Finansman Bilim dalında Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

.....

Prof. Dr. Mehmet SAYARI (Başkan)

.....

Prof. Dr. Ahmet AKSOY

.....

Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

.....

Prof. Dr. Mevlüt KARAKAYA

.....

Doç. Dr. Kürşat YALÇINER

ÖNSÖZ

2 Aralık 2001 tarihinde ABD'nin en büyük yedinci şirketi "Enron", iflas etmiştir. Bu dev şirketin 2001 Kasım'ındaki varlıklar toplamı 70 milyar, hisse senetlerinin New York Borsası'ndaki Pazar değeri de 80 milyar dolar, çalışan sayısı 21 bin idi. Dünya ekonomi tarihinin bu en büyük iflas olayının ardından, şirketin hisselerine yatırım yapmış yatırımcıların servet kaybının 80 milyar dolara ulaşabileceği tahmin edilmektedir.

Enron olayını daha yakından inceleyen bazı araştırmacılar aslında gerçek sorunun sermaye sahipliği kavramının derinlemesine incelemesiyle çözüleceğini savunmaktadır. Bu çalışmanın amacı da firma değerini etkilediği yönünde hem fikir olunan sermaye sahipliğinin Türk piyasalarına olan etkilerini açıklamaya çalışmaktır.

Bu tezin ortaya çıkışında beni her zaman destekleyen danışmanın Sayın Doç. Dr. Kürşat YALÇINER'e, kişilik ve bilim adamı olarak kendime her zaman örnek aldığım Sayın Prof. Dr. Ahmet AKSOY ve Sayın Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN'a, yöntem noktasında bana faydalı bilgiler sunan Öğretim Görevlisi Erginbay UĞURLU ve aziz dostum, oda arkadaşım Araştırma Görevlisi Metin UÇAR'a teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca, eşime ve kızıma bana gösterdikleri sabır, verdikleri sevgi ve emek için teşekkür ederim.

İlker SAKINÇ

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
KISALTMALAR.....	vii
TABLolar.....	ix
ŞEKİLLER.....	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE SAHİPLİĞİ

1.1.SAHİPLİK (MÜLKİYET) KAVRAMI	7
1.2. SAHİPLİK (MÜLKİYET) ÇEŞİTLERİ	11
1.2.1. Şahsi Menkul Eşya (Personal Property) Mülkiyeti.....	11
1.2.2. Taşınmaz Mülkiyeti	11
1.2.3. Fikri Mülkiyet Hakları.....	13
1.2.4. Şirket veya Sermaye Sahipliği	15
1.3. SERMAYE SAHİPLİĞİNİN TÜRLERİ.....	18
1.3.1. Aile Şirketleri Sahipliği	19
1.3.1.1. Aile Şirketinin Tanımı ve Önemi	20
1.3.1.2. Aile Şirketlerinin Genel Özellikleri.....	20
1.3.1.3. Dünyada Aile İşletmeleri.....	24
1.3.1.4. Aile İşletmelerinin Firma Değerine Etkisi	26
1.3.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	27
1.3.2.1. Kurumsal Yatırımcının Tanımı.....	28
1.3.2.2. Kurumsal Yatırımcıların Özellikleri	29
1.3.2.3. Kurumsal Yatırımcıların İşlevleri.....	31
1.3.2.4. Dünyada Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	32

1.3.2.5. Kurumsal Yatırımcıların Firma Performansına Etkisi.....	33
1.3.3. Devlet Sahipliği	35
1.3.3.1. Devlet Sahipliğinin Tanımı.....	35
1.3.3.2. Devlet Sahipliğinin Özellikleri	35
1.3.3.3. Dünyada Devlet Sahipliği	37
1.3.3.4. Ülkemizde Devlet Sahipliğinin Yeri.....	39
1.3.3.5. Devlet Sahipliğine Karşı Olmak: Özelleştirme	40
1.3.3.6. Devlet Sahipliğinin Firma Değerine Etkisi.....	42
1.3.4. Dağınık Sahiplik.....	44
1.3.4.1. Dağınık Sermaye Sahipliğinin Tanımı	45
1.3.4.2. Dağınık Sermaye Sahipliğinin Özellikleri.....	45
1.3.4.3. Dünyada Dağınık Sahiplik	47
1.3.4.4. Dağınık Sahiplik Yapısının Firma Değerine Etkisi	48
1.3.5. Yönetici Sahipliği	48
1.3.5.1. Yönetici Sahipliğinin Tanımı	49
1.3.5.2. Yönetici Sahipliğinin Özellikleri.....	49
1.3.5.3. Yönetici Sahipliğinin Firma Değerine Etkisi	50
1.3.6. Çalışan Sahipliği	51
1.3.6.1. Çalışanları Hissedar Yapma Planı (ESOP)	52
1.3.6.2. ESOP' ların Kurulma Süreci	56
1.3.6.3. ESOP' Un Avantajları	57
1.3.6.4. ESOP' ların Firma Değerine Etkisi	59

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE SERMAYE SAHİPLİĞİ İLİŞKİSİ

2.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI	62
2.1.1. Kurumsal Yönetimin Tanımı.....	64
2.1.2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	66
2.1.3. Temsil Sorunu.....	73

2.1.3.1. Yöneticiler ile Hissedarlar Arasındaki Temsilcilik Sorunu	74
2.1.3.1.1. Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılamaması	75
2.1.3.1.2. Varlık İkame Problemi	75
2.1.3.1.3. Firma Zararına Olacak Şekilde Temettü Ödemesi	76
2.1.3.2. Yöneticiler ve Borç Verenler Arasındaki Temsil Sorunu	76
2.1.3.2.1. Hakların Sulandırılması	77
2.1.3.2.2. Belirli Projelerin Koşulu	77
2.1.3.2.3. Firmanın Tasfiye Edilmesi	77
2.1.4. Temsil Maliyetleri	78
2.1.4.1. İzleme Maliyetleri	78
2.1.4.2. Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri	80
2.1.4.3. Önlenemeyen Kayıplar	80
2.1.5. Şirket Kontrolünü Kötüye Kullanma: Mülksüzleştirme	81
2.1.6. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	84
2.1.6.1. Kurumsal Yönetim Mekanizmalarının Sınıflandırması	84
2.1.6.1.1. Şirket İçi Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	85
2.1.6.1.1.1. Yönetim Kurulları	85
2.1.6.1.1.2. Hâkim Hissedar	90
2.1.6.1.1.3. Yönetici Ücretleri	92
2.1.6.1.2. Şirket Dışı Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	95
2.1.6.1.2.1. Kontrolü Ele Geçirme (Takeover)	96
2.1.6.1.2.2. Yasal ve Düzenleyici Uygulamalar	99
2.1.7. Kurumsal Yönetim Modelleri	101
2.1.7.1. Anglo-Saxon Modeli	102
2.1.7.2. Kıta Avrupa'sı Modeli	103
2.1.7.3. Japon-Kore Modeli	105
2.2. SAHİPLİK VE KONTROL İLİŞKİSİ	107
2.2.1. Nihai Ortak Kavramı	109
2.2.2. Şirket Kontrolünü Elde Tutma Yöntemleri	111
2.2.2.1. "Bir-Hisse Bir-Oy" Kuralından Sapmalar	112
2.2.2.1.1. Kâr Payında İmtiyazlı Hisse Senetleri	112
2.2.2.1.2. Oy Hakkından Yoksun Hisse Senetleri	113

2.2.2.1.3. Oy Hakkında İmtiyazlı Hisse Senetleri-Çift Özellikli Hisse Senetleri (Dual Class Shares)	116
2.2.2.1.4. Altın Hisseler (Golden Shares)	119
2.2.2.1.5. Çeşitli Ülkelerde Bir-Hisse Bir-Oy Kuralından Sapma Uygulamaları	119
2.2.2.2. Piramit Yapı.....	124
2.2.2.3. Karşılıklı Hissedarlık (Cross Ownership)	130

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İMALAT SANAYİ İŞLETMELERİNİN SERMAYE SAHİPLİK YAPILARI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ

3.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU	134
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI	134
3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI.....	134
3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	136
3.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN MODEL.....	140
3.5.1. Modelde Kullanılan Değişkenler	144
3.5.1.1. Sermaye Yoğunluğu Değişkenleri	144
3.5.1.1.1. En Büyük Hissedar Sahipliği (EBO).....	144
3.5.1.1.2. En Büyük Üç Hissedar Sahipliği (EBO3)	148
3.5.1.2. Sermayedar Kimliği Değişkenleri.....	156
3.5.1.2.1. Aile Şirketleri.....	157
3.5.1.2.2. Bir Holdinge veya Gruba Bağlı İşletmeler (HOLD).....	161
3.5.1.2.3. Aile ve Holding İşletmeleri Birlikteliği (AHOB).....	163
3.5.1.2.4. Bağımsız İşletmeler	166
3.5.1.2.5. Yabancı Sermayedarla İşbirliği Yapan İşletmeler (YİS).....	169
3.5.1.2.6. Yabancıların Hâkim Ortak Olduğu İşletmeler (YAB)	173
3.5.1.2.7. Devletin Ortağı Olduğu İşletmeler (KİT).....	177
3.5.1.2.8. Hâkim Ortağın Olmadığı Dağınık İşletmeler (DAĞ)	179

3.5.1.2.9. Yöneticilerin Ortaklığı Bulunduğu Yönetici Sahipliği İşletmeler (YON).....	182
3.5.1.3. Kontrol Değişkenleri	184
3.5.1.4. Değer Değişkenleri.....	187
3.5.1.4.1. Muhasebe Temelli Değer Değişkenleri	188
3.5.1.4.2. Piyasa Temelli Değer Değişkenleri	189
3.6 MODELİN ÇÖZÜMLENMESİ VE SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ.....	191
3.6.1. Sermaye Sahipliği ve Değer İlişkisi	193
3.6.1.1. Sermaye Sahipliği ve Muhasebe Temelli Değerleme	193
3.6.1.1.1. Sermaye Yoğunluğu ve AG	194
3.6.1.1.2. Sermayedar Kimliği ve AG.....	196
3.6.1.1.3. Sermaye Yoğunluğu ve ÖG.....	197
3.6.1.1.4. Sermayedar Kimliği ve ÖG	198
3.6.1.1.5. Sermaye Yoğunluğu ve HBK.....	201
3.6.1.1.6. Sermayedar Kimliği ve HBK.....	202
3.6.1.2. Sermaye Sahipliği ve Piyasa Temelli Değerleme	204
3.6.1.2.1. Sermaye Yoğunluğu ve TOBQ	205
3.6.1.2.2. Sermayedar Kimliği ve TOBQ.....	206
3.6.1.2.3. Sermaye Yoğunluğu ve PD/DD	208
3.6.1.2.4. Sermayedar Kimliği ve PD/DD.....	210
3.6.1.2.5. Sermaye Yoğunluğu ve F/K.....	213
3.6.1.2.6. Sermayedar Kimliği ve F/K	214
3.6.1.2.7. Sermaye Yoğunluğu ve F/N.....	216
3.6.1.2.8. Sermayedar Kimliği ve F/N	217
SONUÇ.....	221
KAYNAKÇA	228
ÖZET.....	242
ABSTRACT.....	243

KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BUYK: Büyüklük Değişkeni

CEO: İcra Kurulu Başkanı

EBO: En Büyük Hissedarın Payı

EBO3: En Büyük Üç Hissedarın Payı

ECGN: Avrupa Kurumsal Yönetim Ağı

ESOP: Çalışanları Hissedar Yapma Planı

F/K: Fiyat/Kazanç Oranı

F/N: Fiyat/Nakit Oranı

HAO: Halka Açıklık Oranı

HBK: Hisse Başına Kâr

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KALD: Kaldıraç Değişkeni

KİT: Kamu İktisadi Teşebbüsleri

KOİ: Kamu Ortaklığı İdaresi

NCEO: Ulusal Çalışanları Hissedar Yapma Merkezi

OECD: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü

OYHS: Oydan Yoksun Hisse Senedi

PD/DD: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı

AG: Aktiflerin Getirisi

ÖG: Özsermayenin Getirisi

S&P: Standart and Poors

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

TMSK: Türk Muhasebe Standartları Kurulu

TOBQ: Tobin'in Q'su oranı

TÜSİAD: Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği

UFRS: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

YOG: Sermaye Yoğunluğu

TABLOLAR

Tablo 1.1. Şirket Türleri.....	15
Tablo 1.2. ABD’ de Aile Şirketlerinin Ekonomideki Rolü	24
Tablo 1.3 Bazı Avrupa Ülkelerinde Aile Şirketlerinin Tüm Sahiplik Türleri İçerisindeki Yüzdesi	25
Tablo 1.4. Avrupa’da Halka Açık İşletmeler İçerisinde Aile İşletmelerinin Oranı	25
Tablo 1.5 Dünyada Kurumsal Yatırımcıların Portföylerindeki Finansal Varlık Tutarı (Milyar Dolar)	33
Tablo 1.6. 13 Batı Avrupa Ülkesinde Devlet Sahipliği	38
Tablo 1.7. 13 Batı Avrupa Ülkesinde Dağınık Sahiplik.....	47
Tablo 2.1. İngiltere’deki Borsaya Kayıtlı En Büyük 200 Şirketin Sermaye Sahipliği Yoğunluğu	102
Tablo 2.2. ABD ve İngiltere’de 1994 Yılı İtibariyle Yatırımcının Kimliği	103
Tablo 2.3. Kıta Avrupa’sındaki Ülkelerin Sermaye Sahipliği Yoğunluğu ...	103
Tablo 2.4. Almanya (1994), Fransa (1992) ve İtalya’da (1993) Yatırımcının Kimliği	104
Tablo 2.5. Anglo-Saxon, Kıta Avrupa’sı ve Japon-Kore Modelinin Karşılaştırması	107
Tablo 2.6. Çeşitli Ülkelerde Bir Hisse Bir-Oy Kuralından Sapmaya Yönelik Yasal Kısıtlamalar	123
Tablo 2.7. Dokuz Doğu Asya Ülkesinde Piramit Yapı İçersinde Yer Alan İşletmelerin Oranı.....	129
Tablo 2.8. On Üç Batı Avrupa Ülkesinde Piramit Yapı İçersinde Yer Alan İşletmelerin Oranı.....	130
Tablo 2.9. Dokuz Doğu Asya Ülkesindeki Karşılıklı Hissedar İlişkisi İçersinde Olan Firma Oranı	132
Tablo 2.10. On Üç Batı Avrupa Ülkesinde Karşılıklı Hissedarlık İlişkisi İçersinde Olan İşletmelerin Oranı.....	133
Tablo 3.1. En Büyük Hissedarın (EBO) Tanımlayıcı İstatistikleri.....	145

Tablo 3.2. EBO Değişkeninin Yıllar İtibari İle Tanımlayıcı İstatistikleri	145
Tablo 3.3. En Büyük Hissedarın (EBO) %50'den Fazla Hisselerini Elinde Tuttuğu İşletmelerin Yıllar İtibari Oranı.....	146
Tablo 3.4. En Büyük Hissedar Yoğunluğunun %50 Kesim Noktasına Göre Karşılaştırılması	147
Tablo 3.5. En Büyük Üç Hissedarın (EBO3) Tanımlayıcı İstatistikleri	149
Tablo 3.6. EBO3 Değişkeninin Yıllar İtibari İle Tanımlayıcı İstatistikleri	149
Tablo 3.7. En Büyük Üç Hissedarın (EBO3) %50'den Fazla Hisselerini Elinde Tuttuğu İşletmelerin Yıllar İtibari Oranı.....	150
Tablo 3.8. En Büyük Üç Hissedar Yoğunluğunun %50 Kesim Noktasına Göre Karşılaştırılması	151
Tablo 3.9. Halka Açıklık Oranı (HAO) Tanımlayıcı İstatistikleri	153
Tablo 3.10. HAO Değişkeninin Yıllar İtibari İle Tanımlayıcı İstatistikleri	153
Tablo 3.11. %50 Kesim Noktasına Göre Halka Açıklık Oranının Yıllar İtibari İle Oranı	154
Tablo 3.12. Halka Açıklık Oranının %50 Kesim Noktasına Göre Karşılaştırılması	155
Tablo 3.13. AİLE Şirketlerinin (AİLE) Yıllar İtibari İle Oranı	158
Tablo 3.14. AİLE Şirketlerinin (AİLE) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması	159
Tablo 3.15. Holding İşletmelerinin (HOLD) Yıllar İtibari İle Oranı	161
Tablo 3.16. Holding İşletmelerinin (HOLD) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması	163
Tablo 3.17. Aile ve Holding İşletmelerinin (AHOB) Yıllar İtibari İle Oranı ...	164
Tablo 3.18. Aile ve Holding İşletmelerinin (AHOB) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması	166
Tablo 3.19. Bağımsız İşletmelerin (BSİR) Yıllar İtibari İle Oranı.....	167
Tablo 3.20. Bağımsız İşletmelerin (BSİR) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması	169
Tablo 3.21. Yabancı Sermayedarla İşbirliği Yapan İşletmelerin (YİS) Yıllar İtibari İle Oranı	170

Tablo 3.22. Yabancı Sermayedarla İşbirliği Yapan İşletmelerin (YİS) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması	173
Tablo 3.23. Yabancıların Hâkim Ortak Olduğu İşletmelerin (YAB) Yıllar İtibari İle Oranı	174
Tablo 3.24. Yabancıların Hâkim Ortak Olduğu İşletmelerin (YAB) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması	175
Tablo 3.25. Devletin Ortağı Olduğu İşletmelerin (KİT) Yıllar İtibari İle Oranı	177
Tablo 3.26. Devletin Ortak Olduğu İşletmelerin (KİT) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması.....	178
Tablo 3.27. Dağınık İşletmelerin (DAĞ) Yıllar İtibari İle Oranı.....	180
Tablo 3.28. Dağınık İşletmelerin (DAĞ) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması	181
Tablo 3.29. Yöneticilerin Ortaklığı Bulunduğu İşletmelerin(YON) Yıllar İtibari İle Oranı	183
Tablo 3.30. Yöneticilerin Ortaklığı Bulunduğu İşletmelerin (YON) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması	184
Tablo 3.31. Kontrol Değişkeni Olarak Firma Büyüklüğü ve Kaldıraç Oranının Kullanıldığı Sermaye Sahipliği Çalışmaları	185
Tablo 3.32. Kontrol Değişkeni Olarak Firma Büyüklüğü ve Kaldıraç Oranının Kullanıldığı İMKB Üzerine Yapılan Çalışmalar	186
Tablo 3.33. Kontrol Değişkenlerinin Karşılıklı Korelasyon Analizi	187
Tablo 3.34. AG İle Sermaye Yoğunluğu İlişkisi	194
Tablo 3.35. AG İle Sermayedar Kimliği İlişkisi.....	196
Tablo 3.36. ÖG İle Sermaye Yoğunluğu İlişkisi.....	198
Tablo 3.37. ÖG İle Sermayedar Kimliği İlişkisi	199
Tablo 3.38. HBK İle Sermaye Yoğunluğu İlişkisi.....	201
Tablo 3.39. HBK İle Sermaye Kimlikleri İlişkisi.....	203
Tablo 3.40. TOBQ İle Sermaye Yoğunluğu İlişkisi	205
Tablo 3.41. TOBQ İle Sermaye Kimlikleri İlişkisi	207
Tablo 3.42. PD/DD İle Sermaye Yoğunluğu İlişkisi	208
Tablo 3.43. PD/DD İle Sermayedar Kimlikleri İlişkisi	210

Tablo 3.44. F/K İle Sermaye Yoğunluğu İlişkisi.....	213
Tablo 3.45. F/K İle Sermayedar Kimliği İlişkisi	215
Tablo 3.46. F/N İle Sermaye Yoğunluğu İlişkisi.....	216
Tablo 3.47. F/N İle Sermayedar Kimliği İlişkisi	218

ŞEKİLLER

Şekil 2.1. Piramit Yapılanma Örneği	125
Şekil 2.2. Karşılıklı Hissedarlık İlişkisi	131

GİRİŞ

Bu çalışmanın konusu sermaye sahipliğinin firma değeri ile olan ilişkisini ortaya koyabilmektir. İşletmelerin “sermaye yoğunlukları” ve “sermayedar kimlikleri” sermaye sahipliği kavramı altında incelenmektedir. Çoğu bilimsel çalışmada bu kavramların firma değerini etkilediği yönünde görüş ortaya konmuştur. Bu çalışmanın amacı da, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) kayıtlı imalat sanayinde faaliyet gösteren işletmelerin sermaye sahipliğini ayrıntısı ile incelemek ve bu yapının firma değerine olan etkisini tespit etmeye çalışmaktır.

Çalışmaya konu olan yıllar 2002 – 2006 yılları arası beş yıllık zaman zarfını kapsamakta olup, 175 şirket masaya yatırılacaktır. Tüm şirketler İMKB’de işlem görmektedir. Bu şirketlerin tek bir sektör içerisinden gelmesi hedeflenmiştir. Bu nedenle, İMKB’de en fazla işletmeyi içinde barındıran “imalat sanayi sektörü” tercih sebebimizdir. Böylelikle, sektör farklılıklarının modele yapacağı olumsuz etkinin ortadan kalkacağını düşünmekteyiz.

Sektör içerisinde faaliyette bulunan toplam 175 şirket bulunmaktadır. Ancak, bazı şirketlerin verileri sorunludur. Bu sorunlu verilerin modeli olumsuz etkileyeceği düşüncesiyle analiz dışında tutulmaktadır. Sonuç olarak, 175 şirketten altısı sistem dışına çıkarılarak, 169 şirketin beş yıllık toplam 850 (169 şirket x 5 yıl) verisi masaya yatırılmaktadır. Tüm veriler İMKB’nin internet sitesinde yayınlanan halka açık verilerden derlenmektedir.

Çalışmamızda, işletmelerin sermaye sahiplik yapıları ile firma değeri arasında bir istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olup olmadığını, bu ilişkinin yönünün ve derecesinin ne şekilde olduğunu ortaya koyabilmek için panel veri analizi yapılmaktadır.

Sermaye sahipliği araştırmalarında farklı veri türleri kullanılmaktadır. Bu veri türleri ancak yapılarına uygun modellerle incelenebilmektedir. Zaman serisi ve yatay dikey kesit verileri ile ayrı ayrı analizler yapılabilmektedir.

Zaman boyutuna sahip kesit serilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine “panel veri analizi” adı verilmektedir. Bu analizde de zaman serileri ile kesit serileri bir araya getirilerek, hem zaman hem de kesit boyutuna sahip veri seti oluşturulmaktadır. Araştırmamızda zaman serisi 2002 – 2006 yıllarını kapsarken, kesit serilerini 169 şirket oluşturmaktadır.

Panel veri ile ölçüm yapmak toplulaştırmadan kaynaklanacak birçok bilgi kaybını önlemekte ve daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. Panel veri kullanan analizlerin toplulaştırılmış verilere dayanan çalışmalara nazaran konu ile ilgili çok daha fazla bilgiyi içermesi, kararları firma düzeyinde alınan ekonomik faaliyetlerin analizinde panel veri kullanılmasını gittikçe daha çok tercih edilen bir yöntem haline getirmektedir. Ayrıca, literatürde sermaye sahipliği ve firma değeri ilişkisi genellikle panel veri analizi yöntemi ile incelendiği için bu çalışmada da bu yöntem kullanılmaktadır.

Çalışmamızda “sermaye sahipliği” kavramını iki boyutuyla ele alınmaktadır: “sermaye yoğunluğu” (ownership concentration) ve “sermayedar kimliği” (ownership identity). Sermaye yoğunluğu; bireysel veya kurumsal hissedarların şirketlerin hisse dağılımında sahip oldukları hisse oranına karşılık gelmektedir. Diğer taraftan sermayedar kimliği; işletme hissedarlarının bireysel veya kurumsal olarak kimlerden oluştuğunu ortaya koymaktadır. Örneğin, işletmenin hakim ortakları belirli bir aile ve/veya ailelerin bireylerinden oluşuyorsa bu işletmenin sermayedar kimliği “aile işletmesi” olarak adlandırılmaktadır. Şayet işletmenin hakim ortakları arasında kurum veya kuruluşlar yer almakta ise bu kurum veya kuruluşların niteliğine göre holding, yabancı veya devlet işletmesi sermayedar kimliğini oluşturmaktadır.

Çalışmamızda iki hipotezimiz vardır: (1) Firma değeri “sermaye yoğunluğunun” bir fonksiyonudur. Dolayısıyla sermaye yoğunluğunun artması firma değerinin de artmasına neden olmaktadır. (2) Farklı “sermayedar kimlikleri” kendine özgü farklı güdülere sahiptir. Bu güdüler de firma değerini etkilemektedir.

Sermaye yoğunluğunun firma değerini etkilediği hipotezi kontrol değişkenlerinin de yardımıyla aşağıdaki model ile açıklanmaktadır:

$$DEGER = \quad + \quad KALD \quad + \quad BUYK \quad + \quad YOG \quad + \quad (1)$$

Modelde “i” şirketleri, “t” zamanı ve “ ” değişkenlerin katsayılarını ve “ de hata terimini ifade etmektedir.

Değer (DEGER) bağımlı değişkenini, Tobin’in Q’su (TOBQ), piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD), fiyat kazanç oranı (F/K), fiyat nakit akışı oranı (F/N), hisse başına kâr (HBK), aktiflerin getirisi (AG) ve özsermayenin getirisi (ÖG) oluşturmaktadır.

Kontrol değişkenleri iki tanedir. Birincisi brüt satışları temsil eden büyüklük (BUYK), ikincisi toplam borçların toplam varlıklara oranı olan kaldıraç (KALD) değişkenidir.

Sermaye yoğunluğu (YOG) bağımsız değişkenleri, en büyük ortağın sahip olduğu pay (EBO), en büyük üç hissedarın payı (EBO3) ve halka açıklık oranından (HAO) oluşmaktadır.

İkinci hipotezimiz olan “sermayedar kimliği (KİM) firma değerini etkilemektedir” modeli aşağıdaki gibidir:

$$DEĞER = \quad + \quad KALD \quad + \quad BÜYK \quad + \quad KİM \quad + \quad (2)$$

Sermayedar kimlikleri (KİM) değişkeni toplam dokuz tanedir. Bunlar: Aile sahipliği şirketleri (AİLE), bir holdinge veya gruba bağlı işletmeler (HOLD), aile ve holdinge bağlı işletmeler birlikteliği (AHOB), herhangi bir aileye, holdinge veya gruba bağlı olmayan bağımsız işletmeler (BSİR), yabancı sermayedarla işbirliği yapan işletmeler (YİS), yabancıların hakim ortak olduğu işletmeler (YAB), devletin ortağı olduğu işletmeler (KİT), hakim

ortağın olmadığı dağınık işletmeler (DAĞ) ve yöneticilerin ortaklığı bulunduğu yönetici sahipliği işletmeler (YÖN).

Yukarıda görüleceği üzere sermayedar kimlikleri değişkenleri oldukça fazladır. Literatürde bu çalışmadaki kadar sermayedar kimliğini aynı anda analize tabi tutan bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Değişken sayısının fazla olması ölçümlerdeki hassasiyeti artırma düşüncesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin literatürde yabancı sahipliği sadece tek bir değişken altında incelenmektedir. Genellikle yabancı olarak nitelendirilen işletmelerde yabancı ortağın hisse oranı önemsenmemektedir. Ortak olması yeterlidir. Ancak, yabancı ortak kimi zaman hakim ortak olabilmektedir. Fakat literatürde bu ayırım yapılmamaktadır. Yine aynı şekilde, aile işletmeleri ve holding işletmeleri ayrı ayrı incelendiği gibi tek bir çatı altında birleştirilerek aynı değişken içerisinde de incelenmektedir. Bunun yapılmasının nedeni; holding işletmelerinin de netice itibarı ile belirli aileler tarafından organize ediliyor olmasından kaynaklanmaktadır. Sonuç olarak, bu çalışmanın diğer çalışmalardan ayrıldığı en önemli taraf sermayedar kimliklerinin olabildiğince farklı şekillerde ele alabilmektir.

Sahiplik, nakit akımı üzerindeki hakları ifade eden bir kavram olup temettü gelirlerinden pay almayı ifade etmektedir. Sahipliğin bir diğer önemli fonksiyonu ise kontrolü elde tutabilmektir. Kontrol ise, hisse senedi sahibine yönetim kurulunun seçimi, imtiyazlı hisse senedi ihracı, hisse bölünmesi ve faaliyetlerde önemli değişiklikler gibi meselelerde oy kullanma imkânı sağlayan hakları ifade etmektedir.

Genellikle kontrolü elinde tutanlar, kontrol ettikleri firmalarda bir kısım sermayeye sahiptirler. Bazı sahipler ise sermaye yoğunluklarının sonucu olarak sahip oldukları firmalar üzerinde kontrolün bir kısmını ellerinde tutarlar. Sonuç olarak, sermaye sahipliği (bir firmanın sermayedar kimlikleri ve bunların sermaye yoğunlukları) kurumsal yönetimin potansiyel olarak önemli bir ögesidir.

Halka açık şirketlerde temel olarak iki farklı kurumsal yönetim modeli ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki, Amerika ve İngiltere’de hakim olan anlayış, yönetici baskın model olarak ifade edilebilir. Avrupa kıtasının çoğunda hakim olan anlayış ise, hisselerin çoğunluğunu elinde bulunduran hissedar yoğunluğuna dayalı model olarak açıklanabilir. Kontrol ister profesyonel yöneticilerin, isterse büyük hissedarların elinde olsun önemli olan nokta azınlık hissedarlar haklarının nasıl korunacağı konusunda düşünülmektedir. Kurumsal yönetim çalışmalarının amacı da azınlık hissedarlarıyla hakim hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını en aza indirmek üzerine kurludur.

Kurumsal yönetim uygulamalarının temel felsefesi tüm hissedarların korunmasını sağlamaktır. Hissedarlar koruma altına alınarak sermayedar kimliklerinin ve sermaye yoğunluğunun olumsuz etkilerine maruz kalması önlenmektedir. Dolayısıyla, hissedar için önemli olan firma değerinden payına düşeni eksiksiz alabilmektir. Bu çalışmanın en önemli amacı da mevcut ve potansiyel yatırımcılara işletmenin sermaye yoğunluğunun ve sermayedar kimliğinin firma değerine olan etkisini gösterebilmektir. Bu iki olgunun işletmenin performansını ne ölçüde ve hangi yönde etkilediğini gözler önüne sermek bu çalışmanın ana hedefini oluşturmaktadır.

Elbette ki işletmenin değerini birçok farklı faktör etkilemektedir. Ancak sermaye sahipliği işletme değerini hesaplarken dikkate alınması gereken önemli bir olgu haline gelmektedir. Bu olguyu göz ardı etmek işletmenin hissedarlarını gelecekte bekleyen potansiyel tehlikelerin ortasına atmak demektir. Bunun en güzel örneği yakın bir geçmişte iflas eden Enron şirkettir. Enron şirketi, yönetici ağırlıklı yönetim modeli ve dağınık sahipliğin en önemli örneğidir. Şirket hissedarları şirket yönetimini tamamen yöneticilere bırakmıştır. Ancak yöneticiler şirket hissedarlarının değerini artırmak yerine kendi şahsi çıkarlarını düşünmüşler ve şirketi felaketin içerisine sürüklemişlerdir. Şirket değeri beceriksiz yöneticiler nedeniyle çok üst seviyelerden çok aşağılara düşmüştür. Sonuç olarak, sermaye

sahipliğinin yönetimdeki etkinliği işletmenin değerini etkileyen önemli bir faktördür.

Çalışmamızda birinci ve ikinci bölüm teorik çerçeveden son bölüm ise uygulama safhasından oluşmaktadır.

Birinci bölümde sermaye sahipliği kavramı üzerinde durulmaktadır. Sahiplik çeşitleri, sermaye sahipliği türleri, bunların genel özellikleri, dünyadaki durumları ve firma değeri ile ilişkileri ele alınmaktadır.

İkinci bölümde, kurumsal yönetim ve sermaye sahipliği ilişkisi açıklanmaktadır. Kurumsal yönetimin tanımı, OECD ilkeleri, temsil sorunu, mülksüzleştirme, kurumsal yönetim mekanizmaları ve modelleri, sahiplik ve kontrol ilişkisi, nihai ortak kavramı, şirket kontrolünü elde tutma yöntemleri ele alınan başlıklardır.

Son bölümde ise İMKB’de imalat sanayi işletmelerinin sermaye sahiplik yapıları ve firma değeri ilişkisi açıklanmaktadır. Türkiye’de sermaye sahipliğinin durumu sermaye yoğunluğu ve sermayedar kimlikleri başlığı altında incelenmektedir. Yukarıda belirtilen model çerçevesinde hipotezlerimiz kanıtlanmaya çalışılmaktadır. Elde ettiğimiz sonuçlar literatürde bu konuda yapılan çalışmalarla kıyaslanarak çalışmamız sonlanmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE SAHİPLİĞİ

1.1.SAHİPLİK (MÜLKİYET) KAVRAMI

Türk Dil Kurumunun resmi İnternet sitesinde “sahiplik” kavramı şu şekilde açıklanmaktadır (Türk Dil Kurumu, 2007) :

“Kendisinin olan bir şeyi yasa çerçevesi içinde dilediği gibi kullanabilme hakkını taşıma durumu, iyelik”.

“Sahiplik” (ownership) kavramı üzerine yapılan bir başka tanım da şu şekildedir (Wikipedia, 2007):

“Herhangi bir şeyin, arazinin (taşınmazın), fikri hakların veya diğer varlıkların tasarruf ve kontrol hakkına sahip olma durumu”.

Sahiplik kavramı binlerce yıldır tüm kültürlerde varola gelen önemli bir kavramdır. Ancak, her kültürde sahiplik kavramına atfedilen önem ve nasıl anlaşıldığı farklılaşmaktadır. Sahiplik, para, ticaret, borç, iflas, hırsızlık suçu, özel ve kamu mülkiyeti gibi antik ve modern toplumların temelini oluşturan kavramların kaynağını teşkil etmektedir (Wikipedia, 2007).

Bilim, yüzyıllar boyu bütün devir ve milletler için geçerli, değişmez bir sahiplik (mülkiyet) kavramı aramış, fakat salt bir mülkiyet kavramı ve mülkiyet tarifi bulamamıştır. Bunun sebebi, mülkiyetin soyut bir kavram olmayıp ilk toplum hayatından bugüne kadar töre ve kurumların sürekli gelişmesi sonucu hazırlanmış sosyal bir müessese oluşudur. Bu nedenle malikin eşya üzerindeki yetki ve ödevleri çeşitli hukuk sistemlerine göre farklı olduğu gibi, aynı milletin hukuk sistemi içinde dahi zamanla değişimler göstermiştir. Örneğin, göçebe Türk toplumlarında, “At, Avrat, Silah” sözüyle mülkiyet hakkı, “Namus” kavramı içine alınmıştır. Bu nedenle, bir devrin veya sistemin

mülkiyet kavramına verdiği değeri tespit ederken, o devir veya sistemin hukuk, iktisat, sosyal ve ahlak değerlerinin de göz önünde tutulması gerekir. Zira bunlar birbirleriyle sıkı bir ilişki içindedir. (Eren, 1974: 765)

Her devir ve millet için değişmez sabit bir mülkiyet kavramının bulunmamasının bir diğer sebebi, mülkiyetin sadece hukuki bir kurum olmayıp, aynı zamanda iktisadi, sosyal ve ahlaki bir kurum oluşudur.

Roma hukukunda, sahiplik (mülkiyet) hakkı mutlak bir hak niteliğinde iken, İngiliz hukukunda sınırsız mutlak bir hak olarak tanımlanan sahiplik (mülkiyet) hakkının bilahare kamu yararı gerekçesiyle sınırlandırılabilceği, Fransız hukukunda ise, 1789 Fransız ihtilalından önce derebeylik anlamında var olan sahiplik (mülkiyet) hakkı somutlaştırılarak özgürlük ve eşitlik gibi doğal bir hak olarak benimsenmiştir. İslam hukukunda ise, her şeyin mülkiyetinin Allah'a ait olduğu bu sebeple insanların mallar üzerinde kullanma, yararlanma ve tasarruf yetkilerini kapsayan hakları bir yed-i eminin durumuna benzetilmiştir (Güriz, 1992: 159).

Dilimizdeki sahiplik (mülkiyet) kelimesi Arapça “mülk” sözcüğünden türemiştir. Malik, mülkiyet adı verilen ilişkinin birinci unsurudur ve karşımıza kişi olarak çıkmaktadır. Bu kişi gerçek kişi olabileceği gibi tüzel kişi de olabilir. Şey' e gelince, bu taşınır mal olabileceği gibi taşınmaz mal da olabilir, ayrıca zamanla gayri maddi hakları da ifade etmek için kullanılmıştır. Mülkiyet hakkı, bireyin taşınır ve taşınmaz mallara sahip olması ve onlar üzerinde dilediği şekilde tasarrufta bulunması demektir. Tasarruf etmek, bireyin sahip olduğu şeyi nasıl isterse öyle kullanması anlamına gelmektedir. Kullanma ile kastedilen, o maldan istendiği gibi yararlanmaktır. Bir eviniz varsa, ister orada kendiniz yaşar, ister kiraya verir, ister ücretsiz olarak çocuklarınızı oturtabilirsiniz. Türk Medeni Kanununda da; “Bir şeye malik olan kimse, hukuk düzeninin sınırları içinde, o şey üzerinde dilediği gibi kullanma, yararlanma ve tasarrufta bulunma yetkisine sahiptir. Malik, malını haksız olarak elinde bulunduran kimseye karşı istihkak davası açabileceği gibi, her türlü haksız el atmanın önlenmesini de dava edebilir” şeklinde Mülkiyet

hakkının içeriği belirlenmiştir. (T.M.K. madde 683, Değişen M.K.' nun da 618. madde.) Yeni T.M.K.'muzun 684, 685 ve 686. maddeleriyle de Mülkiyet hakkının bütünleyici parça yanında varsa doğal ürünleriyle eklentileri de kapsayacağı açıklanmıştır (Necip Bilge, 1983: 28).

Türk hukukunda, 1921 Tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisi'nce kabul edilen Anayasada mülkiyet konusunda herhangi bir ilke yer almamaktaydı. 1924 Anayasası 1793 Fransız Anayasasından esinlendiği için oradaki liberal anlayışı getirmek istemiştir. 70. Maddesi mülk edinme ve bunu kullanma hakkını Türklerin tabii hakları arasında saymıştır. Hüküm hiçbir sınırlama getirmemiştir, kamulaştırma hakkını sınırlayarak mülkiyet hakkının daha fazla güvenceye bağlamıştır. 1961 Anayasası, mülkiyet hakkının toplumsal bir niteliği olduğu gerekçesiyle, onu sosyal ve iktisadi haklar ve ödevler bölümünde (36.maddede) şu şekilde düzenlemiştir: "Herkes mülkiyet ve miras haklarına sahiptir. Bu haklar, ancak kamu yararı amacıyla, kanunla sınırlanabilir. Mülkiyet hakkının kullanılması toplum yararına aykırı olamaz." Görüldüğü gibi herkesin mülkiyet ve miras hakkına sahip olduğu belirtilmiş fakat mülkiyet hakkının tanımı, niteliği ve kapsamı üzerinde açıklama yapılmamıştır. Anayasanın sosyal bir nitelik kazandırdığı mülkiyet hakkının toplumla ve toplum yararı ile yakından ilgili olması nedeniyle, bu konuda fertle toplum yararının çakışması halinde, toplum yararının üstün tutulması gerekmektedir. 1924 Anayasasında yer alan ve tabii hukuk doktrinine dayanan mülkiyet kavramı ile mülkiyetin kullanılmasını toplum yararına bağlayan 1961 Anayasasının mülkiyet anlayışı arasında önemli bir ayrılığın bulunduğu açıktır. 1961 Anayasası modern anlayışı yansıtmaktadır. 1982 Anayasasında klasik haklar arasında (35.maddede) düzenlenmiştir. Metin olarak 1961 Anayasası ile aynıdır. 35. Madde gereği yapılacak sınırlamanın kamu yararı amacını taşıması ve kanunla yapılması gerekmektedir. Ayrıca 3. fıkrada tüm maliklere yönelik bir ödev düzenlenmiştir, bu ödev; mülkiyet hakkının toplum yararına aykırı kullanılamayacağıdır. 35. Madde yalnızca malikleri değil yasama, yürütme, yargı organlarını da bağlamaktadır (Güriz, 1992: 159).

Dünyada hukuk sistemleri içerisinde üzerinde en fazla durulan konuların başında hisse senedi sahipliği yani hissedar hakları gelmektedir. Özellikle, hissedar haklarını farklı bakış açıları ile ele alan hukuk sistemleri Kıta Avrupa'sı hukuk sistemi ve Anglo-Saxon hukuk sistemi olarak iki ana gruba ayrılmaktadır. Kıta Avrupa'sı da kendi içinde üç hukuk sistemini barındırmaktadır: Alman, Fransız, İskandinav Kıta Avrupa'sı sistemleri. Her iki sistem, hissedarlara yasal koruma açısından farklılık göstermektedir.

La Porta ve diğerleri (1999), Kıta Avrupa'sı hukukunun Anglo-Saxon hukukuna göre yatırımcılara daha zayıf haklar verdiğini ifade etmektedirler. Yazarlar, Anglo-Saxon hukukunun yatırımcılara en güçlü, Türkiye'nin de tabi olduğu Fransız Kıta Avrupa'sı hukukunun ise en zayıf koruma sağladığını, Alman ve İskandinav Kıta Avrupa'sı hukukunun ise arada kaldığını belirtmişlerdir.

Anglo-Saxon hukukuna göre yatırımcıların daha iyi nasıl korunduğunun açıklaması şöyledir: Anglo-Saxon hukukunda hukuk kurallarının oluşmasında, önceki emsallere dayalı olarak ve güvenilir olma sorumluluğu gibi genel prensiplerden esinlenerek genellikle hakimler büyük rol oynar. Belirli bir eylem yasalarda henüz tanımlanmamış ya da yasaklanmamış olsa da, hâkimlerin yeni durumlar hakkında bu genel prensipleri kullanarak karar vermeleri beklenir. Yatırımcının sömürülmesi konusunda hâkimler daha önce büyük ortak ve yöneticilere yapılmamış bir eylemin onların güvenilir olma sorumluluğunu ihlal edip etmediğini tespit etmeye uğraşırlar. Daha önce verilmiş yasal kararların, güvenilir olma şeklindeki sorumluluğun yeni bir ihlali olup olmadığını saptamada genişletilmesi ve bu şekildeki uygulama Anglo-Saxon hukuku ülkelerinde büyük ortak ve yöneticilerin yatırımcıları sömürmesini kısıtlar. Buna karşın, Kıta Avrupa'sı hukuk sistemindeki yasal kurallar yasama organı tarafından yapılır ve hâkimlerin kanunu harfiyen uygulayacağı varsayılır. Bu nedenle de, dış yatırımcıları kanunda açıklanmamış bir yol ile sömürme fırsatı olduğunda büyük ortak ve yöneticiler olumsuz hukuki karar korkusu olmaksızın eylemlerine devam ederler. Bu açıdan, Anglo-Saxon hukukunun sınırları tam

belirlenmemiş güvenilir olma görevi prensipleri, Kıta Avrupa'sı hukukunun açıkça belirtilmiş kurallarına göre yatırımcıları daha çok korumaktadır (Kula, 2006: 71-72)

1.2. SAHİPLİK (MÜLKİYET) ÇEŞİTLERİ

Sahiplik ilişkisi, gerek nitelik, gerek kapsam, gerekse teorik açıklama açısından büyük değişikliklere uğramış, çağlar ve sistemler içinde anlam kazanarak gelişmiştir. Farklı mülkiyet çeşitlerinden bahsedilebilir. Ancak en genel hali ile mülkiyet çeşitlerini: Şahsi menkul eşya (personal property) mülkiyeti, taşınmaz mülkiyeti, fikri mülkiyet hakları ve şirket veya sermaye sahipliği olarak sınıflandırmak mümkündür.

1.2.1. Şahsi Menkul Eşya (Personal Property) Mülkiyeti

Şahsi menkul eşya bir çeşit mülkiyettir. Örf ve adet hukukunda ve medeni hukukta şahsi menkul eşya kavramına taşınabilir mal da denmektedir. Bu tür malların en önemli özelliği her hangi bir yerden başka bir yere taşınabilir olmasıdır (Wikipedia, 2007).

Şahsi menkul eşya, mal, para, kıymetli evrak, hisse senedi, maddi olmayan varlıklar ve alacaklar şeklinde olabilmektedir.

1.2.2. Taşınmaz Mülkiyeti

Emlak veya gayrimenkul mallar olarak da isimlendirilen bu mülkiyet çeşidi ev, arsa, bahçe vb. taşınamayan mal ve mülklerin ortak adıdır.

Gayrimenkul mülkiyetinin konusu, araziler, madenler, tapu sicilinde bağımsız ve sürekli olmak üzere ayrıca kaydedilen haklar ile Kat Mülkiyeti

Kanunu'na göre kurulan bağımsız bölümlerdir. Medeni Kanun'a göre bir toprağa malik olmak, onu kullanırken yararlı olacak ölçüde altına ve üstüne de malik olmayı içerir. Taşınmaz mal mülkiyeti, kanuni sınırlamalar saklı kalmak üzere yapılan ve dikilen şeyler ile kaynakları da kapsar (Reha Medin Emlak Hizmetleri, 2007).

Gayrimenkul mülkiyeti, sözleşme, işgal, yeni arazi oluşumu, zamanaşımı, miras, kamulaştırma ve cebri icra yoluyla edinilebilir. Taşınmaz mülkiyeti sözleşme ile alım, trampa ve bağışlanma yoluyla edinilebilir. İşgal ve zamanaşımı ile tapu sicilinde kaydı bulunmayan veya kaydı olsa dahi malikin kim olduğu belirlenemeyen taşınmazlar mülk edinilebilir. Sahipsiz yerlerde birikmek, dolmak, kaymak veya kamuya ait suların mecra (yatak) ve seviyelerinin değişmesi suretiyle oluşan ve kendisinden yararlanılmaya elverişli arazi (yeni oluşan arazi), devletin malıdır. Ancak, hazine adına tescil ettirilmediği takdirde özel kişilerce zamanaşımı yoluyla kazanılabilir. Ayrıca, bu tür durumda kendi taşınmazından parçalar ayrıldığını kanıtlayan kişi, onları geri alabilir. Taşınmaz mülkiyetinin zamanaşımı ile edinilmesi iki şekilde olur: a) Geçerli bir sebep olmadan tapu kütüğünde malik olarak kayıtlı kişi, o taşınmazı aralıksız ve davasız olarak on yıl süreyle iyi niyetle elinde bulundurursa mülkiyeti kazanır. b) Tapu kütüğünde kayıtlı olmayan taşınmaz ile tapu kütüğünden maliki anlaşılamayan ya da yirmi yıl önce ölmüş veya yitkiliğine karar verilmiş bir kişi adına kayıtlı taşınmazı aralıksız ve davasız olarak yirmi yıl süreyle malik sıfatıyla elinde bulunduran kişi, tapu kütüğünün adına geçirilmesi için tescil davası açıp da kazanırsa mülkiyeti kazanır. Taşınmaz mülkiyetinin miras yoluyla kazanılabilmesi için tapu sicil müdürlüğünde herhangi bir işlem yapılmasına gerek yoktur. Ancak, miras yoluyla edinilen taşınmaz üzerinde tasarrufta bulunabilmek için kişinin, ilgili taşınmazı tapu kütüğünde kendi adına tescil ettirmesi gerekir. Kamu yararı için kamulaştırmaya yetkili idare, kanuni prosedüre uygun olarak kamulaştırmayı gerçekleştirdiği anda taşınmaza malik olur. Cebri icra yoluyla yapılan satış

halinde, açık artırmanın (ihale) kesinleşmesi ile alıcı taşınmazın maliki olur (Reha Medin Emlak Hizmetleri, 2007).

1.2.3. Fikri Mülkiyet Hakları

Genel olarak fikri mülkiyet hakları, fikri çaba ve zekanın ürünlerini devlet otoritesiyle korumayı hedefleyen haklardır. Fikri mülkiyet politikasını iki amaç arasındaki bir dengenin bileşimi olarak görmek mümkündür; yenilikte bulunan mucitleri ve yaratıcıları ödüllendirmek ya da bunlara karşılığını vermek; bilim, teknoloji ve kültüre geniş bir katılımın sağlanmasında kamu ve özel sektör aktörlerinin ilgisini çekebilmek için gereklidir (OECD, 1997: 5).

Fikri mülkiyet; sanayi, bilim, edebiyat ve sanat alanlarında bir düşünsel etkinlik sonucu oluşan telif hakları, patent hakları ve benzeri bir hak anlamını taşır. Somut şeyler üzerindeki mülkiyetin tersine, fikri mülkiyet düşünsel çabayı içerir. Fikri mülkiyet, somut anlamını, patent yasası, telif hakkı yasası ya da ticari marka yasası gibi yasalarda bulan bir genel terimdir.

Fikri mülkiyet hakları; “kişilerin düşüncelerinin ürünleri üzerine verilen haklardır. Bu haklar genellikle bu düşünceyi yaratan kişiye, onu belirli bir zaman süresi münhasıran kullanma hakkı verir”. Geleneksel olarak bu hakların ikiye ayrıldığı belirtilmektedir: Birinci grupta bilgisayar yazılımlarını da kapsayan, telif hakkı ve telif haklarıyla ilişkili haklar bulunmakta; edebi ya da sanatsal çalışmaların yazarlarının hakları yazarı öldükten sonraki en az 50 yıllık bir süre için telif haklarıyla korunmaktadır. İkinci grupta ise sınaî mülkiyet hakları bulunmakta olup, sınaî mülkiyete ilişkin haklar da genellikle iki alanda incelenmektedir. Birinci alan, coğrafi işaretler ve ticari markalar gibi ayırt edici işaretlerin korunmasıdır. Diğer sınaî mülkiyet tipleri ise teknolojinin yaratılması, tasarım ve teknolojik yeniliği uyarmaya yönelik öncelikli koruma sağlamayı hedeflemektedir. Bu kategoride ise patentler, endüstriyel tasarımlar ve ticari sırlar yer alır. Bu hakların sosyal amacı, yeni teknoloji geliştirmeye yönelik yatırımların ürünlerini korumayı sağlamak ve böylece Ar-

Ge faaliyetlerini finanse etmek için teşvik ve araçlar sunmaktadır. Anlaşmaya göre iyi işleyen bir fikri mülkiyet rejiminin, lisans, ortaklık ve doğrudan yatırım biçimindeki teknoloji transferi biçimlerini de kolaylaştıracağı varsayılmaktadır. Bu haklarda koruma sınırlı bir süre için verilir (Örneğin; patentlerde 20 yıl) (Soyak, 2000: 7-15).

14 Haziran 1967’de Stockholm’de imzalanan “*Dünya Fikri Mülkiyet Örgütü*” (WIPO)* Kuruluş Sözleşmesi’nin 2. Maddesinde, fikri mülkiyet aşağıdaki haklarla ilişkili olarak tanımlanmıştır (OECD, 1997: 5):

- Edebi, sanatsal ve bilimsel çalışmalar;
- İcracı sanatçıların eserleri, fonogram ve radyo yayınları;
- İnsan emeğinin tüm alanlarındaki buluşlar;
- Bilimsel buluşlar;
- Endüstriyel tasarımlar;
- Ticari markalar, hizmet markaları (service marks), ticari unvan ve isimler;
- Haksız rekabete karşı koruma ve
- Sınaî, bilimsel, edebi ya da sanatsal alanlarda fikri mülkiyet faaliyetlerinden kaynaklanan diğer tüm haklar.

Bunlar altı temel grup altında ele alınmaktadır: Buluşlarla ilişkili olarak patentler; edebi ve sanatsal çalışmalarla ilişkili olduğu kadar, mühendislik tasarımları; bilgisayar yazılımları ve sanatın diğer alanlarını da kapsayan telif hakları (copyrights); entegre devrelerin dizim-tasarımlarını da içeren, şekillendirme ve yapılandırmayla ilişkili olarak tasarımlar; ürünün kaynağı ya da sponsorunu tanımlamak için hizmet veya ürünü niteleyen kelime ya da sembollerle ilişkili olarak ticari markalar (trademarks); 1978 Uluslararası Yeni Bitki Cinslerinin Korunması Birliği’ne dayalı bitki cinslerinin korunması (plant varieties protection); son olarak gizli bilgiyi korumakla ilişkili ticari sır

* WIPO Birleşmiş Milletlerin (UN) 16 uzman kuruluşundan bir tanesidir ve merkezi İsviçre’nin Cenevre şehrinde. Bu kuruluşun ana görevi ülkeler arasında iş birliği yoluyla dünyada fikri mülkiyet haklarının korunmasını sağlamaktır. Kuruluşun kökenleri 1883 Paris Sözleşmesi ve 1886 Bern Sözleşmesine kadar gitmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz; <http://wipo.org/eng/main.htm>.

koruması. Spesifik olarak sınaî mülkiyet kavramı ise; patent ve faydalı model gibi araçlarla buluşun korunmasının yanı sıra, endüstriyel tasarımların korunmasına yönelik kanunlar, ticari unvan ve ticari markalar kanunu gibi araçlarla, belirli ticari çıkarların korunmasını kapsamaktadır. Buna ilaveten haksız rekabetin sınırlandırılmasına yönelik düzenlemeleri de içermektedir (Soyak, 2000: 7-15).

1.2.4. Şirket veya Sermaye Sahipliği

“Şirket” veya “Sermaye Sahipliği” kavramları birbirleri yerine kullanabilirse de aralarında küçük nüanslar vardır. Şirket sahipliği, kurulmuş veya kurulacak olan işletmeye ortak olma yoluyla gerçekleşmektedir. Ortaklık sonucunda kâr veya zarar da üstlenmiş olunmaktadır. İşletme kâr ettiği ölçüde ortaklar temettü geliri elde etmeye hak kazanmaktadır. Şirket sahipliği, şirket denilen kuruluşlara ortak olunmasıyla gerçekleşeceği için şirket kavramını genel hatlarıyla açıklamaya çalışacağız.*

İki veya daha çok kişinin bir araya gelerek, emek veya mallarını, müşterek bir gayeye erişmek üzere bir sözleşme ile birleştirmeleri şirket olarak tanımlanmaktadır.

Şirketleri birçok yönden gruplandırmak mümkündür. En klasik ayrım Tablo 1.1’den de izleneceği gibi şahıs ve sermaye şirketleri şeklindedir.

Tablo 1.1. Şirket Türleri

Şahıs Şirketleri	Sermaye Şirketleri
Adi Şirketler	Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketler
Kolektif Şirketler	Limited Şirketler
Komandit Şirketler	Anonim Şirketler

Şahıs şirketlerinde kural olarak her ortağın şirketi yönetim ve temsil hakkı olmasına rağmen, sermaye şirketlerinde şirketin yönetim, temsil ve denetimi organları tarafından yapılır.

*Ayrıntılı bilgi için bkz; Hasan PULAŞLI, **Şirketler Hukuku**, Karahan Kitabevi, 2003.

Şahıs şirketlerinde, genellikle şirket borçlarından dolayı sorumluluk sınırsız ve müteselsildir (Komandit şirketlerde komanditer ortak hariç). Sermaye şirketlerinde ortağın şirket borçları ile sorumluluğu yükümlülük altına girdiği sermaye miktarı ile sınırlıdır.

İşletmelerin kurulması, faaliyetlerinin sürdürülmesi ve işletmelerin amacına ulaşabilmesi için varlığı zorunlu olan para ve malların tümü sermaye olarak ifade edilmektedir. Sermaye, üretimi gerçekleştiren temel öğelerden biridir. Üretim faktörü olarak sermaye, üretimde emeğin verimliliğini artıran daha önce insanlar tarafından üretilmiş olan üretim araçlarıdır şeklinde tanımlanabilir. İnsanın üretimde emeğe yardımcı olarak kullandığı, fakat kendileri de üretilmiş olan her şey sermayedir. Sermayeye her türlü ekonomik mallarla, haklar dahil edilebilir. İşletme sahibinin malik olduğu her şey sermaye değildir.

Sermaye ile servet arasında fark vardır. Sermaye işletmenin kullanımına sunulan tüm ekonomik değerleri ifade ederken, servet bir kimsenin tasarruf edebildiği tüm malları ifade eden bir kavramdır.

Sermaye farklı şekillerde sınıflandırılabilir. Sermaye temin edildiği kaynaklara göre öz ve yabancı sermaye olarak ikiye ayrılmaktadır. Özsermaye; bir işletmede ortakların o işletme üzerindeki mülkiyet hakları toplamına eşittir. Hissedarların sermaye olarak koydukları varlıklarla, işletme kaynaklarının dağıtılmayıp işletmede alıkonmasından oluşur. Bir diğer açıdan, işletmenin varlıkları ile borçları arasındaki fark biçiminde de tanımlanabilir. Yabancı sermaye; işletmeye, işletme dışından borç ya da kredi olarak sağlanan fonlar yabancı sermaye veya borç sermayesi olarak adlandırılır.

Kullanım yerlerine göre sermayeyi sabit sermaye ve döner sermaye olarak iki bölümde inceleyebiliriz. Sabit sermaye; bunlara “duran varlıklar” da denilmektedir. Üretim sürecinde birden fazla dönemde kullanılabilen varlıklardır. Bina, makine, tesis, demirbaş, taşıt gibi nispeten ömrü bir yıldan fazla olan varlıklar bu guruba girer. Bu gibi belirli ömrü olan varlıkların

maliyeti, yıllık amortismanlarla bütün ekonomik ömrüne dağıtılır. Sabit varlıkların bir kısmı, imtiyazlar, telif hakları, şerefiye, ticaret unvanları gibi maddi olmayan özelliktedir. Döner sermaye; bunlara dönen varlıklar da denilmektedir. Döner varlıklar; şirketin en likit varlıklarıdır. Şirketin kolaylıkla nakde dönüşebilen ve bir yıl içinde veya bir işletme dönemi içinde (hangisi daha uzunsa) satılması veya tüketilmesi beklenen varlıklardır. Hazır değerler, menkul kıymetler, alacaklar ve stoklar bu varlıkların içinde yer almaktadır.

“Sermaye Sahipliği” dar anlamda özsermaye kavramıyla eş değer tutulabilir. Ancak her iki kavram geniş anlamda birbirlerinden ayrılmaktadır. Yukarıda açıkladığımız gibi özsermaye, firmanın varlıklarından borçların çıkarılmasıyla bulunan parasal değeri ifade etmektedir. Diğer bir deyişle, firma hissedarlarının varlıklar üzerindeki yasal hakkını gösteren parayla somutlaştırılan değerdir. Burada altı çizilmesi gereken konu özsermayenin, hissedarların mülkiyet hakkının yani varlıklar üzerindeki yasal hakkının sadece parasal değerini göstermesidir. İşte bu noktada, sermaye sahipliği kavramından ayrılmaktadır. “Sermaye Sahipliği”, sadece hissedarın parasal değeri ile ilgilenmemektedir. Parasal olan, olmayan tüm unsurları kapsamaktadır. Sermaye Sahipliği kapsamında ayrıntılı olarak ele alınan konular şunlardır:

(i) *Hissedarın niceliksel özelliklerinin yanında niteliksel özellikleri.* “Sermaye Sahipliği” kapsamına hissedarın niteliksel özellikleri de girmektedir. Örneğin, şirket aile şirketi mi? Hissedarlar arasında kurumsal yatırımcı ve/veya yabancı yatırımcı mevcut mu? Şirket yöneticisine verimliliğini artırmak için şirket hisse senetleri verilmiş mi? Bu soruların cevabı sermaye sahipliği kavramının içinde aranmaktadır.

(ii) *Hissedarın yönetimle olan ilişkisi.* Her işletmenin nitelikleri birbirinden farklıdır. Kimi zaman hisse senetleri belli bir grubun elinde toplamakta, kimi zaman da hisselerin sahipliği geniş kitlelere dağılmaktadır. Özellikle aile şirketlerinde olduğu gibi aile bireyleri hisselerin büyük çoğunluğunu elinde tutmaktadır. Böylece, yönetim kademesini istedikleri gibi

şekillendirebilmektedirler. Aile bireyleri yönetimde, kendileri olabileceği gibi kendi istediği yöneticilerle de çalışabilmektedir. Diğer taraftan, diğer sermaye sahipliklerinde hissedarın ne gibi etkileri olduğu sermaye sahipliğinin ilgilendiği konuların başında gelmektedir.

(iii) *Hissedarın işletme kontrolünü elinde tutma yöntemleri.* Küçük işletmelerde sermaye sahibi aynı zamanda işletmenin kontrolünü elinde tutan kişidir. Ancak, işletmeler büyüdükçe ve hissedar sayısı arttıkça şirket kontrolü önemli olmaktadır. Şirket kontrolünü elinde tutmaya yarayan araçların temel görevi oy hakkı ile nakit akımı hakkı arasında ayırım sağlamaktır. Amaç hissedarın elinde tuttuğu sermaye oranından daha fazla oy hakkına sahip olma isteğidir. Bu araçlar; çok yönlü hisse sınıfları (multiple share classes), piramitsel yapı ve karşılıklı hissedarlık (cross shareholding) şeklinde tanımlanmaktadır.

(iv) *Sorumlu hissedar için “Kurumsal Yönetim” uygulamalarına rehberlik.* Kurumsal yönetimin ilgi alanına giren konulardan bir tanesi de hissedar kavramıdır. Özellikle işletmenin tüm paydaşlarına karşı sorumluluğunu içeren kurumsal yönetim anlayışı, hissedarın olması ve yapması gerekenleri kavrayan yaklaşımıyla sermaye sahipliği kavramının ele alındığı konulara değinmektedir. Bundan dolayı, sermaye sahipliği kavramından yararlanmakta ve ayrı bir önem göstermektedir.

1.3. SERMAYE SAHİPLİĞİNİN TÜRLERİ

Sermaye Sahipliği kavramı içerisinde, sermaye sahiplerinin niceliksel özellikleri yanında niteliksel özellikleri ayrıntılı olarak incelenmektedir. Sermaye sahipleri genellikle şirketin kontrolünü elinde tutan konumda olmak istemektedir. Çünkü, kontrolü elde tutmak bir takım imtiyazları da beraberinde getirmektedir. Kontrolü elinde tutan sermaye sahiplerine hâkim (dominant, baskın ortak) hissedar denilmektedir. Birçok ekonomide baskın hissedar grubu aile fertleri ve/veya şirketlerinden oluşmaktadır. Ancak, kimi

ekonomilerde kontrolü elinde tutan hâkim sermaye sahipleri olmayabilmektedir. Bu tür sermaye sahipliğine de “dağınık sermaye sahipliği” (widely held, dispersed ownership) denilmektedir.

Sermaye Sahipliği türlerinden bahsederken yukarıda belirtilen “aile şirketleri sahipliği” ve “dağınık sermaye sahipliği” yanında “kurumsal yatırımcı sahipliği”, “devlet sahipliği”, “yabancı yatırımcı sahipliği” ve “işçi sahipliği” kavramları üzerinde durulması gerekmektedir. Bu sermaye sahipliklerinin tanımları yapılarak, özelliklerine değinilecek, dünyadaki durumları ve literatürde yapılan sermaye sahipliklerinin firma değerine etkisi derinlemesine incelenmeye çalışılacaktır.

1.3.1. Aile Şirketleri Sahipliği

Pek çok kişi için hayatın en önemli iki unsuru ailesi ve işidir. O nedenle bu iki unsuru aynı anda içeren “aile şirketleri”, hemen hemen her ülkenin ekonomisinde lokomotif rolü üstlenmektedir. Yaygın kanının aksine, tüm ekonomilerde, ailelerin kontrolü altındaki şirketler ekonomik etkinlikte en temel rolü üstlenmektedir.

Tüm ekonomilerde sayıca fazla olan aile şirketleri, sahiplik türlerinden belki de en önemlisidir. Bu sahiplik yapısının özelliklerini ortaya koyabilmek bir anlamda, ülkelerin genel sahiplik yapısı hakkında fikir edinebilmemizi de sağlamaktadır. Dolayısıyla, biz de çalışmamızda aile şirketleri sahipliğine ayrı bir önem vermekteyiz. Çalışmamızda aile şirketinin tanımına ve önemine, genel özelliklerine ve literatürde yapılan aile şirketleri ve firma değeri çalışmalarına değinilecektir.

1.3.1.1. Aile Şirketinin Tanımı ve Önemi

Aile şirketi; ailenin geçimini sağlamak ve/ veya mirasın dağılmasını önlemek amacıyla kurulmuş bir şirket türüdür. Bu tip şirketlerde, aile geçimini sağlayan kişi en son sözü söyleyen kişidir. Yönetim kademelerinin önemli bir bölümü aile üyelerinde oluşturulur. Kararların alınmasında büyük ölçüde aile üyeleri etkili olur ve aileden en az iki nesil kurumda istihdam edilir. (Karpuzoğlu, 2006).

Mustakallio (2002: 63) bir şirketin aile şirketi olabilmesi için şu üç özelliğinin olması gerektiğini ifade etmektedir:

- Kontrol ve sahiplik aile bireylerinin elinde olmalı,
- Firma adına karar almada aile bireyleri tek söz sahibi olmalı,
- Aile bireylerinin akrabalık ilişkileri kuvvetli olmalıdır.

Aile şirketlerinin hepsi küçük işletmeler değildir. Dünyada çok uluslu dev şirketler arasında aile şirketleri yaygındır, örneğin: ABD’ de Ford, Mars, Este Lauder, Levi Strauss; İsveç’te Tetral Laval, Hermes ve H&M; Fransa’da Michelin, Bic, L’Oreal; Kanada’da Seagram ve Batta gibi. Türkiye’de de tanınmış aile şirketleri arasında Sabancı, Koç, Doğuş gibi çok sayıda büyük şirketler yer almaktadır (Kırım, 2005: 4).

1.3.1.2. Aile Şirketlerinin Genel Özellikleri

Aile şirketleri faaliyete geçtikten sonra tek bir hedefleri vardır ve herkes bu hedefe ulaşmak için ortak hareket etmektedir. Şirketin sahipleri ve yöneticileri aynı aileden oldukları için genellikle çıkar çatışması ve fikir ayrılığı çok fazla yaşanmamaktadır. Kısaca işlerin yürütülmesinde bir uyum söz konusudur (Cadbury, 2000: 6).

Aile şirketlerinin başarısı aile fertlerinin de birlikteliğini güçlendireceği için bu tür şirketlerin ömrünün uzun soluklu olması istenmektedir (Cadbury, 2000: 6). Bundan dolayıdır ki, aile şirketleri işletme hedeflerini uzun vadeli bir bakış açısıyla planlamaktadır. Vadenin uzaması riski beraberinde getirmesine rağmen yapılan planın getirisi şirketin geleceğine olumlu katkısı olacağı düşünülüyorsa bu tür projelere sıcak bakılmaktadır. Bazı yazarlar, birçok aile şirketinin uzun dönemli perspektifi sayesinde büyüdüklerini iddia etmektedir (Anderson ve Reeb, 2003). Aile şirketlerinin dışında yöneticisi profesyonel olan işletmelerde, uzun vadeli projelere bakış açısı yöneticinin risk karşısındaki tutumuna bağlıdır. Ancak genellikle profesyonel yöneticiler geleceklerini tehlikeye atmamak için uzun vadeli riskli projelere çok fazla sıcak bakmamaktadırlar (James, 1999).

Aile şirketlerinin büyümesi beraberinde bazı sıkıntıları getirmektedir. İşletme büyüdükçe aileden olmayan yöneticilere ihtiyaç olacaktır. Bu da yetkilerin bir bölümünün devredilmesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, aile şirketleri ister istemez “temsil maliyeti” ile karşı karşıya gelecektir (Cadbury, 2000: 8).

Ailenin isim ve prestiji şirketin isim ve prestijine doğrudan etki etmektedir (Karpuzoğlu, 2006). Toplumda saygınlığı olan ailelerin şirketlerine duyulan güven aynı zamanda kendilerine rekabet avantajı sağlamaktadır. Özellikle piyasaya yeni girmiş olan bir işletmenin arkasında prestijli bir ailenin ismi yoksa rekabetin sıkı yaşandığı bir sektörde tutunması zorlaşmaktadır.

Ailenin isim ve prestiji para ve sermaye piyasalarında da etkisini göstermektedir. Prestijli bir aile kredi ve ortak bulma noktasında sıradan işletmelere nazaran daha avantajlıdır. İsmi ve prestiji olmayan işletmeler genellikle dışa kapalı bir görünüm arz etmektedir. Bu tür işletmeler finansman ihtiyaçlarını halka açılmaktan ve/veya kredi almaktan ziyade aile bireylerinin mali desteğini almayı yeğlemektedir.

Herhangi bir aile şirketinin tüm ortakları aile üyelerinden oluşmayabilir. Böyle bir durumda hakim ortak tek bir aile olup diğer ortaklar azınlık

statüsündedir. Kimi zaman azınlık ortaklar hâkim ortağın yönetimi elinde tutmasından dolayı tedirginlik yaşayabilir. Genel inanış, aile bireyleri kendi ailesinin çıkarları adına diğer ortakların haklarını göz ardı edeceğidir. Örneğin, şirket aile üyelerine iş imkânı sağlayan bir iş bulma kurumu şekline dönüşebilir. Ya da şirket aile bireylerinin şahsi harcamalarına finansör bir banka olarak görülebilir (Kwak, 2003). Fama ve Jensen (1983) bu durumu şu şekilde özetlemektedir; kontrol ve sahiplik tek elde toplandığında azınlığın hakları yine bu hâkim ortak tarafından yönetilir. Dolayısıyla şirket kârı aile bireylerinin şahsi amaçlarına hizmet eden bir araç olabilir.

Aile şirketlerinde üst yöneticiler genellikle aile bireylerinden oluşmaktadır. Üst yönetici olmanın aranılan şartı aileden olmaktır. Başarılı, eğitilmiş, deneyimli, yetenekli olmak ikinci sırada gelmektedir. Zaten bu meziyetlerin zamanla kazanılacağı düşünülmektedir. Bu düşünce yapısının aile şirketlerinin rekabet gücüne ve büyümesine olumsuz etkileri olacağı varsayılmaktadır (Anderson ve Reeb, 2003).

Her işletmenin bir kurucusu olduğu gibi aile şirketlerinin de bir kurucusu vardır. Bu kişi aynı zamanda o işletmenin yöneticisidir. Kurucunun emekli olma zamanı geldiğinde yönetim kademesinin ikinci nesle devredilme zamanı da gelmiş olmaktadır. Ancak ikinci neslin aile şirketinde yönetici olma durumu ülkeden ülkeye farklılık arz edebilmektedir. Örneğin, ABD’de kurucu daha emekli olmadan profesyonel yönetici bulmakta ve emekli olunca yönetimi bu yöneticiye devretmektedir. Kurucunun ailesi ise sadece marjinal (az oranda) sahipliği devam ettirmektedir. Profesyonel yöneticiler işlerin neredeyse tamamını yönetir konuma gelmektedir. Batı Avrupa’da ise durum farklıdır. Kurucu emekli olduktan sonra şirketteki hâkim ortak sıfatını ailesi devam ettirmektedir. Ancak yönetici olma hususunda değişiklik olabilir. Örneğin aile üyeleri BMW ve Fiat şirketlerinde olduğu gibi profesyonel yöneticiye yönetimi devredebilir. Ancak Peugeot şirketinde olduğu gibi yönetim kademesini kendi aile bireylerinden de oluşturabilmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerde ise kurucu emekli olduktan sonra aile üyeleri hem hissedarlığı hem de yöneticiliği devam ettirmektedir (Bukkart v.d., 2003).

Bunların yanında, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda ara sıra profesyonel yöneticilerin damat olarak aile üyesi sıfatı kazandığı görülmektedir. Böylelikle, daha önce sadece yönetici konumunda iken aileye damat olduktan sonra artık sermaye sahibi niteliğini de kazanmaktadır. Bunun örnekleri, Kanada’ da Bombardier, Japonya’ da Matshushita, Hong Kong’ da Worldwide Shipping şirketlerinde görülmektedir (Bukkart v.d., 2003). Benzer durum Türkiye’ de Koç Topluluğunda görülmüştür.

Aile şirketlerinde uzun dönemli planlamalarda daha hızlı karar alma ve karar alma sürecinde bizzat aile üyelerinin de olması bu işletmede çalışan yöneticileri çok rahatlatmaktadır. Çünkü, böyle bir durumda uzun dönemli planlamaların riskleri sermaye sahibi olan aile fertleri ile paylaşılmaktadır (Mishra v.d., 2001).

Aile şirketleri genellikle küçük işletmelerdir. Dolayısıyla, büyük işletmelere nazaran olumsuz piyasa koşullarına daha kolay uyum sağlarlar. Ancak, bu durum kısmen geçerlidir. Bu tür bir esnekliği sağlayan işletmeler ise genellikle kuruluş sermayeleri düşük olan aile şirketleridir. Lakin, bu işletmelerin olumsuz yanları ise işletmenin devamlılığını getirememesidir. Üçüncü hatta ikinci nesle işlerin yürütülmesi devredilememektedir (Schumann, 1999: 224).

Aile şirketleri çok karmaşık bir şekilde yönetilmemektedir. Ataerkil sahip en üst yöneticidir ve genellikle yönetsel yapı konusunda yeniliklere açık değildir. Stratejik kararlarda tek otorite olma durumunu ömrü boyunca korumaktadır. Kendi yerini liyakat esasından ziyade miras yoluyla kan bağı olan kişiler devralmaktadır. En üst yönetimi devralmada rekabet yaşanmamasının işletmenin yok oluşunu hızlandıran bir etkiye sahip olacağı düşünülmektedir. Birçok otorite bu durumu şu şekilde özetlemektedir; birinci nesil işletmeyi kurar. İkinci nesil işleri büyütür. Üçüncü nesil işleri daha da büyütme yerine sanat tarihi okumayı tercih eder (Schumann, 1999: 222).

Westhead v.d. (2002) İngiltere’ deki birinci nesil ve aynı anda birden fazla neslin (çok nesilli) birlikte çalıştığı aile şirketlerinin yönetim konusundaki

tutum ve davranışlarını mercek altına almışlar, benzerlikleri ve farklılıkları ortaya koymaya çalışmışlardır. Buna göre, her iki tipteki işletmede de CEO konumundaki kişi aileden olmaktadır. İki işletmede de yönetim kadrosu az sayıda insandan oluşmaktadır. Bu iki benzerlik dışında önemli farklılıklar da tespit edilmiştir. Örneğin, çok nesilli işletmelerde CEO' nun çıraklık süresi birinci nesil işletmelere nazaran daha uzundur. İşletmede çalışacak yöneticilerin tespitinde çok nesilli aile işletmeleri diğerine nazaran daha fazla aile üyelerini tercih etmektedir. Bu durum yönetim kurulundaki aile üyelerinin sayısında da kendini göstermektedir. Çok nesilli aile işletmelerinin yönetim kurulu üyeleri arasında aile üyelerinin sayısı daha fazla olmaktadır. Son olarak, yönetimin etkinliği açısından bir kıyaslama yapılmış ve çok nesilli aile işletmelerinin daha etkin bir şekilde yönetildiği iddia edilmiştir.

1.3.1.3. Dünyada Aile İşletmeleri

Tüm dünyada aile şirketleri kendi ekonomilerine önemli katkılar sağlamaktadır. Bunun en önemli nedeni, bu tür şirketlerin ülke ekonomilerinde sermaye sahipliği türü olarak en fazla orana sahip olmalarıdır. Bu oran İngiltere gibi gelişmiş ekonomilerde % 75 civarında tahmin edilirken Hindistan, Güney Amerika, Uzakdoğu ve Ortadoğu gibi nispeten gelişmekte olan ekonomilerde ise bu oran % 95' e kadar yükselmektedir (Cadbury, 2000: 5). Ülkemizde de bu oran % 95 civarındadır (Sağlam, 2006). Genelde aile şirketlerinin öneminin düşük olduğu sanılan ABD' de durum şöyledir:

Tablo 1.2. ABD' de Aile Şirketlerinin Ekonomideki Rolü

Aile Şirketlerinin Sayısı	20.3 milyon
Milli Gelirin Yüzdesi	%49
İstihdamın Yüzdesi	%59
Yeni Yaratılan İstihdamdaki Payı	%78

Kaynak: Shanker ve Astrachan den aktaran Kırım, (2005: 3)

Tüm ülkeler ele alındığında, aile şirketlerinin milli gelirin %45' i ile %70'i arasında değişen, ama çok önemli katkıda bulunduğu görülmektedir. Açıkçası, ekonomik faaliyet içerisinde aile şirketlerinin rolü tüm ülkelerde çok büyüktür. Aşağıdaki tablo 1.3 bazı Avrupa ülkelerinde aile şirketlerinin sayısının ne kadar yüksek olduğunu göstermektedir (Kırım, 2005: 3-4).

Tablo 1.3 Bazı Avrupa Ülkelerinde Aile Şirketlerinin Tüm Sahiplik Türleri İçerisindeki Yüzdesi

Ülke	Yüzde
Portekiz	70
İspanya	80
İsviçre	85
İsveç	90 >
İtalya	95 >
Türkiye	95 >

Kaynak: Kırım, (2005: 3-4)

Faccio ve Lang (2002) tarafından 13 Batı Avrupa ülkesindeki, 5,232 halka açık işletme üzerine yapılan analize göre aile işletmelerinin oranı aşağıdaki tablo 1.4' deki gibidir.

Tablo 1.4. Avrupa'da Halka Açık İşletmeler İçerisinde Aile İşletmelerinin Oranı

Ülke	Firma Sayısı	Aile İşletmelerinin Oranı (%)
Avusturya	99	52.86
Belçika	130	51.54
Finlandiya	129	48.84
Fransa	607	64.82
Almanya	704	64.62
İrlanda	69	24.63
İtalya	208	59.61
Norveç	155	38.55
Portekiz	87	60.34
İspanya	632	55.79
İsveç	245	46.94
İsviçre	214	48.13
İngiltere	1,953	23.68
Toplam	5,232	44.29

Kaynak: Faccio ve Lang (2002)

1.3.1.4. Aile İşletmelerinin Firma Değerine Etkisi

Mishra v.d. (2001) Norveç’ de faaliyet gösteren 120 şirket üzerine yaptıkları çalışmada aile şirketlerinin değer açısından diğer şirketlere göre daha fazla değere sahip olduğunu ortaya koymuşlardır.

Mishra ve McConaughy (1999) aile şirketlerinin risk alma konusundaki tutumlarını incelemişlerdir. Risk göstergesi olarak da borçlanma düzeyleri ele alınmıştır. Buna göre; aile şirketleri diğer işletmelere kıyasla daha az risk almakta yani daha az borçlanma yolunu tercih etmektedir.

McConaughy vd. (1998) aile şirketi kurucularının CEO olduğu veya torunlarının CEO olduğu işletmeleri değer ve etkinlik açısından masaya yatırmışlardır. Buna göre; kurucunun torunu CEO olan işletmeler kurucunun bizzat kendisinin CEO olduğu işletmelere göre daha etkin ve değerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmalarında ele aldıkları konulardan bir tanesi de kurucu yaşının işletme etkinliğine etkisi olup olmadığıdır. Analiz sonucuna göre; kurucusu genç olan işletmelerin etkinliğinin kurucusu orta yaşlı veya yaşlı olan işletmelere göre daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir. Kurucu ne kadar genç olursa işletme etkinliğinin o ölçüde arttığı sonucuna ulaşmışlardır.

Filatotchev v.d. (2005) Tayvan menkul kıymetler borsasında işlem gören 228 işletmeyi sermaye yapısı ve yönetim kurulu özellikleri açısından ele almışlardır. Amaçları bu özelliklerin performans üzerindeki etkisinin olup olmadığının tespitine yöneliktir. Performans kriterleri olarak muhasebe rasyolarını, satışların çıkarılmış sermayeye oranını, hisse başına kazanç ve PD/DD rasyolarını kullanmışlardır. Ancak, aile şirketlerinin kontrolünde olan işletmelerde performans açısından olumlu bir ilişki saptayamamışlardır. Aksine kurumsal yatırımcıların ve yabancı finansal kurumların ortaklığı bulunduğu işletmelerin performans açısından aile işletmelerine göre daha iyi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sonuçlar şunu göstermiştir ki, yönetim kurulu aile bireylerinden ne kadar bağımsız olursa performans üzerindeki olumlu etki o ölçüde artmaktadır.

1.3.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarında ulaştıkları nokta, dünya üzerinde homojen değildir. Nitekim gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcılar sermaye piyasalarının en önemli aktörleri haline gelmişken, gelişmekte olan ülkelerde yeterli sayısal ve hacimsel büyüklüğe ulaşamamışlardır. Bir bakıma, sanayi devrimini gecikmeli olarak yaşayan ülkeler, finansal piyasalardaki bu devrimi de gecikmeli olarak yaşamaktadırlar.

Ülkemizde 1981 yılında yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu ile yurt dışında örnekleri olan kurumsal yatırımcılar Türk hukuk ve mali sistemine kazandırılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu'nca yapılan alt düzenlemelerle birlikte yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları sigorta şirketlerinin yanında yeni kurumsal yatırımcılar olarak yerlerini almışlardır.

Ülkemiz, gelişmekte olan diğer ülkeler gibi finansal piyasalardaki bu devrimi gecikmeli olarak yaşayanlar arasındadır. Gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı genel sıkıntıların yanı sıra, ülkemizin kendine özgü ekonomik sorunları da kurumsal yatırımcıların arzulanan düzeye ulaşamamış olmalarında etkili olmaktadır. Bu sorunların giderilmesini ve uygun yatırım ortamının tesisini takiben, kurumsal yatırımcıların ülkemiz sermaye piyasalarındaki payının önemli oranda artacağı düşünülmektedir. Kurumsal yatırımcılara olan talebin artmasında ekonomik yapıdaki değişimin etkisi büyük olmuştur.

Çalışmamızda giderek artan bir öneme sahip olan kurumsal yatırımcı sahipliği konusunda kurumsal yatırımcının tanımını yapacağız, özelliklerine ve işlevlerine değineceğiz ve literatürde üzerine yapılan firma değeri ile ilgili çalışmaları aktarmaya çalışacağız.

1.3.2.1. Kurumsal Yatırımcının Tanımı

Kurumsal yatırımcı büyük bir yatırımcı şirket olup finansal bir kuruluştur. Bu finansal şirketler bankalar, sigorta fonları, emeklilik fonları, yatırım fonları vb fonlardan oluşmaktadır (Wikipedia, 2006). Kurumsal yatırımcı bir profesyonel para yöneticisi olup müşterileri namına onların emeklilik ve hayat sigortası fonlarını diğer menkul kıymetlerde değerlendiren piyasa aktörleridir. Kurumsal yatırımcılar genellikle sermaye piyasalarında büyük çapta yatırım yapan kuruluşlardır. Bu kuruluşlar yatırım amacıyla menkul kıymet alıp satmaktadır. Şirketler için menkul kıymetlerinin bu yatırımcılar tarafından alınması çok cazip olmaktadır çünkü bunlar istikrarlı ve bilinçli yatırımcılardır. Diğer taraftan, kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerin hisse senetleri piyasada yükselen bir grafik içinde olmaktadır.

Kurumsal yatırımcılar tasarrufları çeşitli kaynaklardan toplamakta ve muhtelif alanlarda değerlendirmektedir. Kurumsal yatırımcılar mevduat toplayan kuruluşlardan tamimiyle farklılıklar göstermektedir. Bu kuruluşlar bankalar gibi önceden belirlenmiş faiz oranlarından işlem yapmamakta ve yatırımın değerini önceden garanti edememektedir. Diğer taraftan, kurumsal yatırımcılar tasarrufları genellikle uzun vadede değerlendirmekte ve daha yüksek getiri oranı sağlamaktadır (Govori, 2003: 1).

Kurumsal yatırımcılar kurumsal açıdan iki şekilde sınıflandırılabilir (Govori 2003: 1):

- Yatırım Kurumları (yatırım fonları, para piyasası yatırım fonları)
- Sözleşmeli Kurumlar (sigorta şirketleri, emeklilik fonları)

Yatırım fonları, küçük tasarrufların bir havuzda biriktiği ve bu fonların fon yöneticisi tarafından hisse senetleri, tahvil ve diğer finansal araçlarda değerlendirildiği sözleşmeyle güvence altına alınan yatırım araçlarıdır.

Para piyasası yatırım fonları, birçok ilgi çekici hizmet sağlamaktadır. Bunlar; sınırlı imtiyazlı çek ve yatırım fonları veya yatırım fonları ile bankalar arası telefonla fon transferi sağlayabilen para piyasası yatırım fonlarıdır.

Sözleşmeli kurumlar riski üstlenen önemli finansal kuruluşlardır. Sigorta şirketlerine önceden öngörüsü yapılamayan olumsuz durumlara karşı ödeme yapılmaktadır. İki önemli sigorta şirketi tipi vardır: Hayat ve kaza sigorta şirketleri.

Emeklilik fonları da bir sözleşmeli kurumdur. Çalışanın emekli olduğu zaman gelir kaynağı olabilmesi amacıyla bugünden yaptığı tasarrufların değerlendirildiği finansal fonlardır.

1.3.2.2. Kurumsal Yatırımcıların Özellikleri

Kurumsal yatırımcılar riski toplayarak, bireysel yatırımcıların tek başlarına yapabileceklerinden daha iyi risk ve getiri dengesi sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcıların özelliklerinden bir tanesi de portföy çeşitlendirmesini yerel ve uluslararası pazarlarda yapabilmesidir. Kurumsal yatırımcılar geniş ve likit sermaye piyasalarına yatırım yaptıklarından yüksek likidite sağlayabilmektedir. Kurumsal yatırımcıların bilgiyi elde etme ve işleme yeteneği sermaye piyasalarındaki bireysel yatırımcılardan daha yüksektir. Bunun yanında, kurumsal yatırımcılar bankalardan farklı olarak özel bilgilere değil, halka açık bilgilere dayanmakta ve uyumlaştırılmış (matched) aktif ve pasiflere sahip bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcı olan özel emeklilik fonları ve hayat sigorta şirketlerinin, uzun vadeli fon kaynaklarına sahip olmaları, onların yüksek risk ve yüksek getiriye sahip finansal varlıkları portföylerinde tutmalarını kolaylaştırmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların büyüklükleri önemli finansal sonuçlara imza atmaktadır. Ölçek ekonomisi sayesinde kurumsal yatırımcıların yüksek hacimli işlem yapması işlem maliyetlerini önemli ölçüde aşağıya çekmektedir. Büyüklükleri onların büyük ölçekli, bölünemez yatırımlara yatırım yapmasına

olanak sağlamaktadır. Ayrıca, kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları işletmeler üzerinde gelişmiş kontrol mekanizmasına sahip olması temsilcilik maliyetini önemli ölçüde azaltmaktadır.

Kurumsal yatırımcılarla ilgili diğer önemli bir özellik fon yönetim sürecidir. Fon yönetim sürecinde yatırım portföyü yönetiminin müşterinin yerine karar alması bu sürecin önemli özelliklerinden birisidir. Bu bir taraftan, nihai yatırımcının portföy stratejisine ihtiyatla yaklaşmasına yol açmaktadır ve riskleri asgariye indirmeye yönelmektedir. Diğer taraftan ise, kontrolün devredilmesi temsilcilik sorununa yol açmaktadır. Ancak, fon yönetimi mükemmel düzeyde kontrol ediliyorsa bu sorun ortadan kalkacaktır.

Kurumsal yatırımcı uzun vadeli hedeflerden ziyade kısa vadeli hedeflere odaklanmaktadır. Yaptıkları analizler genellikle uzun vadelere ışık tutan analizler olmaktan ziyade içinde bulundukları dönem ve dönemleri kapsamaktadır. Kısa dönemli perspektifin seçilmesinin nedeni piyasaların bilgilere aşırı reaksiyonlar vermesinden kaynaklanmaktadır. Uzun dönemli pozisyon almanın güçlüğü de ortaya çıkabilecek bilgilere müdahale şansının bulunmamasından dolayıdır (Duggal ve Millar, 1999: 106).

Kurumsal yatırımcılar pasif yatırımcılar olarak iddia edilmektedir. Kurumsal yatırımcıların amacı, iyi gelir getiren şirketlere yatırım yapmaktır. Şayet yatırım yaptığı şirket iyi bir performans sergilemiyorsa portföyünde tuttuğu ve aynı zamanda hissedarı olan bu tür şirketleri satma yolunu tercih etmektedir. Böylece, başka alternatif yatırım alanlarına yönelmektedir. Kurumsal yatırımcının amacı iyi performans sergilemeyen şirketi tekrar eski performansını yakalamaya yönelik çabalar sarf etmek olmamaktadır. Kurumsal yatırımcı, araba bozulmuş ise arabayı tamir etmek yerine arabayı değiştirme yolunu tercih etmektedir (Duggal ve Millar, 1999).

1.3.2.3. Kurumsal Yatırımcıların İşlevleri

Kurumsal Yatırımcıların işlevlerini Aras ve Müslümov (2001) tarafından tanımlanan işlevsel çerçeve içerisinde tanımlayabiliriz. Bu bakış açısına göre kurumsal yatırımcıların işlevleri aşağıdaki gibidir:

1. *Malların, hizmetlerin ve varlıkların sahipliğinin değiştirilmesini kolaylaştırmak amacıyla değişime aracılık edilmesi:* Kurumsal yatırımcıların bu işlevi gelişmiş ülkelerde, özellikle ABD ve Fransa'da finansal yeniliklerin önünü açmıştır. Ayrıca kurumsal yatırımcıların bankacılık sektörüne karşın rekabet gücünü artırmış ve para piyasalarının gelişimine neden olmuştur. Merkez bankası faiz oranlarını kontrol altında tutmaya yönelik tedbirler aldığı zamanlarda bu uygulama parasal fonlara uygulanmadığından, bu fonlar ekonomiye daha etkin hizmet vermektedir. Ayrıca, serbest piyasa koşullarının oluşabilmesi için yatırım fonları ciddi roller üstlenmektedir. Kurumsal yatırımcıların bankacılık sektörüne rakip olması yatırımcılar açısından getirinin daha da artması anlamına gelmektedir.

2. *Büyük ölçekli yatırımların fon ihtiyacını sağlamak amacıyla tasarruf toplama ve risk dağıtım sistemi oluşturarak mülkiyetin tabana yayılması:* Tasarruf toplama kurumsal yatırımcıların en önemli fonksiyonlarından biridir. Büyük miktarda fon yönetiyor olmaları, risk konusunda tecrübeli uzmanlarla çalışıyor olmaları, kurumsal yatırımcıları tasarrufların değerlendirilmesinde bireysel yatırımcılara nazaran daha avantajlı konuma getirmektedir.

3. *Finansal kaynakların zaman içerisinde, coğrafi bölgeler ve sektörler arasında transferini sağlaması:* Nüfus içinde yaşlılar oranının artması ve sosyal güvenlik sistemine duyulan güvenin azalması, kaynakların farklı alanlara kaymasına neden olmuştur. Özellikle devlet elinden idare edilen sosyal güvenlik kurumlarının fonksiyonunu icra edemez duruma gelmeleri ve devlete yük olmaları burada toplanan kaynakların özel sektöre transferine yol açmıştır. Böylelikle, özel emeklilik fonları, kısmen hayat ve kaza sigorta şirketleri, yatırım fon ve ortaklıkları kaynak transferi sayesinde gelişme göstermiş, sermaye piyasalarının vazgeçilmez aktörleri olmuştur. Kurumsal

yatırımcıların portföy yapısında risk çeşitlendirme amacıyla uluslararası portföy yatırımlarının artması fonların bölgeler arası transferinin kanıtıdır.

4. Risk yönetimi ve risk kontrolü yöntemlerinin geliştirilmesi: Kurumsal yatırımcılar risk dağıtımı için uygun finansal araçlar sunarak risk yönetimini kolaylaştırmaktadır. Diğer taraftan, türev finansal varlık piyasalarının gelişmesi kurumsal yatırımcıların önemini daha da artırmıştır. Risk çeşitlendirmesi amacıyla yerel piyasaların dışına çıkılması riskin kontrolünü kolaylaştırıcı önemli bir etken olmuştur.

5. Fiyat bilgisinin sağlanması: Kurumsal yatırımcıların ölçek ekonomisinden dolayı, bilgiyi bireysel yatırımcılar ve rakip kurumlardan daha ucuz maliyete işleyebilmesi onların gelişiminin esas nedenlerinden birisidir. Kurumsal yatırımcıların fiyat volatilitesi üzerinde olası düşürücü etkisi fiyatların bilgi içeriğini artırmaktadır.

6. Asimetrik bilgi sorununun çözümünü kolaylaştırması: Temsilcilik sorununun çözümünde kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre büyüklük avantajı vardır. Kurumsal yatırımcılar anonim şirket hisselerine blok halinde yatırım yapmaktadırlar. Dolayısıyla, yatırım yaptığı şirkette temsilcilik sorunu olduğunu hissettiği anda, oy kullanma yetkisini kullanarak şirket yönetimini değiştirebilmektedir. Diğer taraftan, kurumsal yatırımcılar büyüklük avantajından dolayı para ve mali politikalar üzerinde etkili olabilmektedirler.

1.3.2.4. Dünyada Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

Globalleşen dünyada artık sınırlar kalkmakta ve rasyonel yatırımcı dünyanın her yerinde yatırım yapabilme imkânını yakalamaktadır. Kurumsal yatırımcıların etkinliği gün geçtikçe artmaktadır. Ellerindeki fonları en iyi şekilde değerlendirmeye çalışan bu profesyonel yatırımcılar şirketlerin en önemli ortakları arasına girmektedir. Aşağıdaki tablo 1.5 dünyada kurumsal yatırımcıların sahip oldukları parasal gücü en iyi şekilde açıklamaktadır.

Tablo ülkelerinde faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarını milyar dolar cinsinden göstermektedir.

Tablo 1.5 Dünyada Kurumsal Yatırımcıların Portföylerindeki Finansal Varlık Tutarı (Milyar Dolar)

Ülke	1998	1999	2000	2001
Avustralya	396.4	498.9	467.9	458.1
Avusturya	121.5	135.2	139.7	141.3
Belçika	231.5	239.1	244.4	244.3
Kanada	658.1	757.3	807.5	794.3
Çek Cumhuriyeti	9.1	9.0	8.1	9.0
Danimarka	161.8	165.9	167.4	162.6
Finlandiya	100.6	112.7	106.0	98.0
Fransa	1629.2	1691.1	1737.1	1701.3
Almanya	1496.3	1529.0	1506.9	1478.4
Yunanistan	37.9	46.6	37.5	31.7
Macaristan	4.1	4.9	5.9	7.6
İzlanda	8.0	9.6	8.7	8.2
İtalya	1000.8	1107.6	1060.3	1007.5
Japonya	4004.5	4928.2	4367.5	3644.8
Kore	325.1	375.9	297.8	319.9
Lüksemburg	587.1	758.7	836.0	840.9
Polonya	5.1	6.8	11.5	17.5
Slovakya	1.1	1.0	1.2	1.5
İspanya	419.9	384.3	361.8	355.2
İsveç	348.1	413.6	386.9	325.4
İsviçre	554.5	283.8	551.2	575.5
Türkiye	3.1	4.8	5.8	5.5
İngiltere	2893.1	3321.3	3017.9	2743.3
ABD	16856.2	19274.0	19522.5	19257.7
Toplam	32806.5	37038.6	36610.3	35157.5

Kaynak: OECD, Institutional Investors Statistical Yearbook 1992-2001, 2003: 20.

1.3.2.5. Kurumsal Yatırımcıların Firma Performansına Etkisi

Kurumsal yatırımcı şirket ortağı olacağı gibi aynı zamanda o şirketle iş ilişkisi içerisinde olabilir. Örneğin, bir sigorta şirketinin herhangi bir şirketin sigorta işlerini yapan bir firma ve aynı zamanda bu işletmenin ortağı olması noktasında yasal bir engel yoktur. Cornett vd. (2005), kurumsal yatırımcıların ortağı olduğu işletmelerin iş ilişkisi içerisinde olanlarının ve iş ilişkisi olmayanlarının firma performansına etkisini incelemişlerdir. Buna göre, ortaklık yanında iş ilişkisi içerisinde olan kurumsal yatırımcıların sadece ortak olanlara göre firma performansına daha fazla etki ettiğini tespit etmişlerdir.

Yazarlar, şirketin denetlenmesi ve izlenmesi hususunda iş ilişkisi içerisinde olan kurumsal yatırımcıların daha etkin olmasından dolayı performansın olumlu yönde etkilendiğini iddia etmektedir.

Duggal ve Millar (1999), 1985-1990 yıllarını kapsayan çalışmasında şirket ele geçirme kararı veren kurumsal yatırımcıların firma performansına olan etkisini incelemişlerdir. Yazarlar, kurumsal yatırımcılar bir firmanın ele geçirilmesi (takeover) ile ilgili bir karara vardıklarında bu durumun firma performansına olumlu yönde etki ettiğini iddia etmektedirler. Diğer taraftan, yazarlar, kurumsal yatırımcıların ele geçirmeyi düşündükleri şirketlerin belirlenmesinde şirket büyüklüğünün, diğer sermayedarların yapısının ve S&P 500 endeksinde yer almasının önemli olduğunu ifade etmektedirler.

Ko v.d. (2005) Japonya ve Kore'de faaliyet gösteren kurumsal ve yabancı yatırımcıları mercek altına almışlardır. Buna göre, yabancı yatırımcılar kurumsal yatırımcılara kıyasla daha düşük defter değeri / piyasa değeri (DD/PD) oranı olan ve halka açıklık oranı daha fazla olan işletmeleri tercih etmektedir. Bununla birlikte, yabancı yatırımcılar Kore'de daha çok özsermaye getirisi (ÖG) yüksek olan işletmeleri portföylerine almaktadır. Ortalama getiriler açısından Japonya'da kurumsal yatırımcıların oluşturduğu portföyler daha yüksek getiri sağlarken Kore'de bunun tam aksi biçimde yabancı yatırımcıların portföyleri daha fazla getiri sağlamaktadır. Son olarak, gerek kurumsal ve gerekse de yabancı yatırımcıların aynı zamanlarda portföyünde olan işletmelerin normalin üstünde getiri sağladığı görülmektedir.

Patibandla (2006), çalışmasında kurumsal yatırımcıları iki kategoriye ayırmaktadır: Devlet ortaklığındaki finansal kurumlar ve özel yabancı kurumsal yatırımcılar. Yazar, yöneticilerin izlenmesi hususunda özel yabancı kurumsal yatırımcıların daha etkin olduğunu belirtmektedir. Bununla birlikte, yabancı kurumsal yatırımcıların ortaklığının artması karlılık açısından firma performansına olumlu yansımaktadır. Diğer taraftan çalışmada, dış finansman konusunda devlet ortaklığındaki finansal kurumlara bağlı olan işletmelerin düşük performans sergilediği ortaya çıkmaktadır.

1.3.3. Devlet Sahipliği

Devletlerin mal ve hizmet üretimi ile ticari faaliyette bulunması, genel olarak ekonomik nedenlere dayanmasına karşılık, zaman zaman ideolojik, sosyal v.b. nedenlerle de olabilmektedir. Ancak, günümüzde global düzenin hakimiyetini serbest piyasa kanunları belirlemektedir. Dolayısıyla, artık devlet ekonomide bizzat kendisi rol almaktansa piyasaları denetleyen ve düzenleyen üst bir konumda olmayı tercih etmektedir. Geçiş ekonomilerinde devlet sahipliğinin payı her ne kadar azalsa da hala mevcudiyetini devam ettirmektedir. Çalışmamızda devlet sahipliğinin tanımı yapılacak, özelliklerine ve ülkemizdeki yerine değinilecek, daha sonra özelleştirme ve devlet sahipliğinin firma değerine olan etkisi incelenecektir.

1.3.3.1. Devlet Sahipliğinin Tanımı

Devlet sahipliği (public ownership, government ownership, state ownership) devletin herhangi bir şirket, endüstri veya işletme varlıkları üzerinde sermayesi oranında söz sahibi olmasıdır.

Devletin sahip olduğu bir şirket genellikle, kâr amacı olmayan bir görüntü vermektedir. Dahası, kâr sağlamasından ziyada sosyal sorumluluğunu yerine getirmesi beklenmektedir. Ancak, devlet de kârlı işletmelere sahip olarak genel bütçeye destek olabilmektedir.

1.3.3.2. Devlet Sahipliğinin Özellikleri

Devletin sahipliği yıllarca tartışılmaktadır. Kimileri devlet sahipliğine karşı çıkmakta, kimileri bu görüşü savunmaktadır. Devletin sahipliğini savunanlar aşağıdaki nedenlerden dolayı bu görüştedirler (Wikipedia, 2006):

Kamu Hizmetleri: Bazı hizmetler, örneğin savunma, özel sektör tarafında amme hizmeti için doğrudan yapılmamaktadır. Sadece devletin

vatandaşından tahsil ettiği vergiler sayesinde finanse edilmektedir. Diğer kamu hizmetleri olarak eğitim ve sağlık sektörleri verilebilir. Ancak, bu hizmetler özel sektör tarafından belirli bir bedel karşılığında yerine getirilmektedir. Her ne kadar bu hizmetler özel sektör tarafından sağlansa da devletin bu sektörlerle ciddi katkıları olmaktadır.

Zorunlu hizmetler: Zorunlu hizmetler, ahlaki kaygılar nedeniyle devletin üstlendiği hizmetlerdir. Örneğin Çocuk Esirgeme Kurumu, huzurevleri, diyanet işleri v.b.

Etkinlik: Doğal monopollerde rekabet, tahrip edicidir ve özel sektör monopollerine geçişi sağlamaktadır. Kamu monopolleri seçilmiş hükümetler tarafından oluşturulurken özel sektör monopollerinde seçim yoktur. Her ne kadar özel sektör monopolleri kamu düzenine tabi olsalar da halkın çıkarını gözetme noktasında etkin olmamaktadır.

Sorumluluk: Her ne kadar kamu monopolleri de birer monopol olmakla birlikte, devlet birkaç grup sermayedara değil tüm halka (seçmenlere) karşı sorumludur.

Tüketici Çıkarları: Devlet sahipliği rekabetin az olduğu sektörlerde tüketici çıkarlarını korumaktadır. Örneğin, seçimin önemli olduğu ve tüketicinin çok fazla değerlendirme yapamayacağı sağlık hizmetleri gibi.

Kamu Menfaati: Kârlı bir kamu iktisadi teşebbüsü elde ettiği kârı bütün halkla, ancak özel sektör sadece ortaklarıyla paylaşmaktadır.

Kredi Güvencesi: Devlet tahvillerinin hazine bonolarının faiz oranı özel sektör borçlanma kâğıtlarına göre daha düşüktür. Çünkü devletin borcunu ödememe riski yoktur.

Çalışma Ahlakı: Kamu yararına çalışma düşüncesi çalışanları olumlu yönde etkilemektedir. Elde edilen başarı tüm topluma yansıtacağı için yöneticiler manevi bir haz almaktadır. Özel teşebbüsde ise yönetici toplum

menfaatlerinden ziyade kendi sermayedarlarının menfaatine hizmet etmektedir.

Sermaye: Devlet sahipliğinin, servetin paylaşımı konusunda dengesizliği önleyen bir yönü bulunmaktadır.

1.3.3.3. Dünyada Devlet Sahipliği

Liberal sistem içerisinde devlet sahipliğinin diğer tüm sahiplik yapılarına göre daha fazla olduğu ve etkin olduğu ülkelerin başında İsveç gelmektedir. İsveç hükümeti 57 şirketin ortağı konumundadır. Bunlardan 43'ünün tamamına, 14'üne ise kısmen sahiptir. Devlet sahipliğinde 200.000 işçi çalışmakta olup, Stockholm borsasında en fazla hissedara sahip olan tek işletmedir (Ministry of Enterprise, Energy and Communications, Government Offices of Sweden, 2004: 4).

Norveç devlet sahipliğinin yoğun olduğu bir diğer kuzey ülkesidir. Devlet daha çok ticari ve sanayi sektörlerine yatırım yapmıştır. Oslo menkul kıymetler borsasında tüm şirketler içerisinde devlete ait şirketlerin oranı %20'dir. Bu şirketlerin büyük çoğunluğunda devlet hakim ortak sıfatındadır. Tüm çalışanlar açısından kıyaslandığında devlet işletmelerinde çalışan insan oranı %82 dir (Statkonsult, 1998:1).

Komünist rejimin aktif olduğu ülkelerin başında Çin Halk Cumhuriyeti gelmektedir. Çin'de 1980'li yıllara kadar anonim şirket ve hisse senedi piyasası bulunmamaktaydı. 1984 yılında ilk kez devlet sahipliğinde bulunan bir işletmenin hisse senetleri satışa çıkarıldı. Ancak, bu satış sadece o işletmenin çalışanları ile sınırlandırıldı. Yani, o işletmenin çalışanları dışında hiç kimse şirket hisselerine sahip olamadı. Bu cesur adımdan sonra devlet sahipliği önemli ölçüde azalma eğilimine girdi. Daha sonraki yıllarda çoğu devlet işletmesi hisselerini çalışanlarına, anonim şirketlere ve diğer devlet şirketlerine sattı. Çin hükümeti artan baskı karşısında 1989 yılında iki ulusal hisse senedi piyasası kurulmasına onay verdi. 1990 yılının Aralık ayında

Şanghai ve 1991 yılının Nisan ayında Shenzhen Menkul Kıymetler Borsası kuruldu (Xu ve Wang, 1997).

Çin’de halka arz edilen işletmelerin sayısı gün geçtikçe artış göstermektedir. 1993 yılında 183 şirket piyasada işlem görürken 1995’ te bu sayı 323 ve 1996 yılında 500’ün üzerine çıkmıştır. 1995 yılı rakamlarına göre menkul kıymetler borsasında devlet sahipliğinde olan işletmelerin oranı %30.9 dur (Xu ve Wang, 1997).

Sovyetler Birliğinin dağılmasından sonra Rusya, devlet sahipliğinin yoğun olduğu ülkelerden birisi idi. Ancak, piyasa ekonomisinin etkisi ile Rusya’da özelleştirmeler hız kazanmıştır. 2006 OECD verilerine göre, devletin hisselerinin %100’üne sahip olduğu işletmelerin oranı %11 dir. Tüm işletmeler içinde %12 firmanın %51 ile %100 arasında hissesine sahipken, %25 firmanın %26 ile %51 arasında hissesini elinde tutmaktadır. Devletin %25’inden daha az hisseye sahip olduğu işletmelerin oranı ise %42 dir (OECD, 2006).

Faccio ve Lang (2002) tarafından 13 Batı Avrupa ülkesinde 5,232 halka açık işletmede yapılan analize göre devlet sahipliğinin oranı aşağıdaki tablo 1.6. da gösterildiği gibidir.

Tablo 1.6. 13 Batı Avrupa Ülkesinde Devlet Sahipliği

Ülke	Firma Sayısı	Devlet Sahipliğinin Oranı
Avusturya	99	15.32
Belçika	130	2.31
Finlandiya	129	15.76
Fransa	607	5.11
Almanya	704	6.30
İrlanda	69	1.45
İtalya	208	10.34
Norveç	155	13.09
Portekiz	87	5.75
İspanya	632	4.11
İsveç	245	4.90
İsviçre	214	7.32
İngiltere	1,953	0.08
Toplam	5,232	4.14

Kaynak: Faccio ve Lang (2002)

1.3.3.4. Ülkemizde Devlet Sahipliğinin Yeri

Ülkemizde devlet sahipliğinin olduğu işletmelere Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) denilmektedir. Kamu teşebbüsü; sermayesinin tamamına veya yarısından fazlasına sahip olarak ya da diğer yollarla, devletin ve/veya diğer kamu tüzel kişilerinin yönetimine, yönetim organları vasıtasıyla hakim olduğu teşebbüs şeklinde tanımlanabilir. Kamu İktisadi Teşebbüsü (KİT) kavramı, gerek konuyla ilgilenen kişi ve kuruluşlar tarafından, gerekse mevzuatta farklı anlamlarda kullanılmakta olup bir tanıma göre KİT'ler; ekonomik faaliyette bulunmak üzere devlet ya da başka bir kamu kuruluşu tarafından yalnız veya ortaklık yolu ile oluşturulan, sermayesinin tamamı veya çoğunluğu devlet veya diğer kamu kuruluşlarına ait bulunan, doğrudan doğruya veya dolaylı biçimde devlet tarafından denetlenen ve ürettikleri mal ve hizmetlerden yararlanabilmek için karşılık ödenmesi gereken iktisadi işletmelerdir (Özkan, 2006).

Avrupa'da Kamu İktisadi Teşebbüsleri üzerinde en yetkili kuruluş olan Avrupa KİT Merkezi ise KİT'leri şöyle tanımlamaktadır: Mal veya hizmet üretmek üzere kurulmuş olan, kaynaklarının yarısından fazlası, merkezi veya yerel kamu idareleri tarafından sağlanan veya işletme sonuçlarından bu idarelerin sorumlu bulunduğu ve bunlar tarafından denetlenen girişimlerdir (Özkan, 2006).

Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT), sosyal ve ekonomik ihtiyaçlar nedeniyle ülkemizde kurulmuş ve geliştirilmişlerdir. Ekonomik veya siyasal sistemi ne olursa olsun, hemen tüm ülkelerde varolan bu kuruluşların ülkemiz açısından ayrı bir önemi bulunmaktadır. Ulusal Kurtuluş Savaşı'nın kazanılmasının ardından, siyasal alanda kazanılan bağımsızlığın ekonomik alanda sağlanacak kalkınma ile korunabileceği gerçeğinden hareketle bu yönde bilinçli bir politika izlenmiştir.

KİT'lerin kuruluş amaçlarını (Bağdadioğlu, 2006);

1. Ülkenin ekonomik kalkınmasını gerçekleştirmek,

2. Gelir dağılımını düzenlemek,
 3. Sosyal adaleti sağlamak,
 4. Refahta coğrafi dengeleri gözetmek, bölgeler arası farkı azaltmak,
 5. Topluma belirli kalite ve fiyatla mal ve hizmet sunmak,
 6. Sanayileşmeyi hızlandırmak,
 7. Dış ekonomilere bağlı kalmamak,
 8. Özel sektörün başaramayacağı ya da kârlı olmadığı için girmedığı işleri yapmak,
 9. Ekonomiye yön vermek suretiyle düzenlemek,
- biçiminde özetlemek mümkündür.

1.3.3.5. Devlet Sahipliğine Karşı Olmak: Özelleştirme

Avrupa'da 1929 buhranı birinci dünya savaşından sonra hiper enflasyon ve banka krizlerinin meydana gelmesi, kamu otoritesinin piyasaları kontrol etmesine sebep oldu. Böylelikle, Avrupa' da millileştirme rüzgârı esmeye başladı. İkinci dünya savaşından sonra da sömürgeleştirme hareketleri millileştirme çabalarına hız kazandırdı (Perotti, 2004: 3).

Savaş sonrası halk devlet sahipliğini sorgulamaya başladı. Devlet işletmelerinin sürekli zarar etmesi ve politikacıların bu işletmeleri ticari rant olarak değil de siyasi rant olarak görmeleri bu işletmelerin sonunu hazırlamış oldu (Perotti, 2004: 3).

1980'li yıllardan itibaren baş döndürücü teknolojik gelişmelerle birlikte, dünyanın ekonomik ve siyasi görünümü de hızlı bir değişim sürecine girmiştir. Bu sürece; küreselleşme, demokratikleşme ve özü itibariyle teknik bir işlem ve iktisadi politika aracı olan özelleştirme sözcükleri damgalarını vurmuştur. Ekonomik ve siyasal nedenlerle 1980'li yıllara kadar hemen bütün ülkelerde kamulaştırmaların yanında, münferit uygulamalar olarak özelleştirmeler de söz konusu olurken, 1980'li yıllardan bu yana özelleştirme, gerek gelişmiş, gerekse azgelişmiş ülkelerin gündemindeki en önemli konu

haline gelmiş, kamu kesimi borçlanma gereğinin azaltılmasından, demokratikleşmeye kadar birçok sorunun çözümü bu sözcüğe endekslenmiştir (Öztürk, 2006).

Liberal düşünce, ekonomik sistem olarak piyasa ekonomisini savunur. Piyasa ekonomisi ya da kapitalizm, rekabete dayalı, kârı esas alan, özel mülkiyet, miras, sözleşme yapma, teşebbüs ve tercih özgürlüğünün güvence altına alındığı ve devletin fiyat mekanizmasının işleyişine en az düzeyde müdahale ettiği bir ekonomik sistem modelidir. Dolayısıyla liberal düşüncenin benimsendiği sınırlı devlet anlayışı, özelleştirmenin temel mantığını oluşturmaktadır (Tandircioğlu, 2002).

Son yirmi yılda dünyada yoğun bir şekilde özelleştirme çabaları başlamıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler özelleştirme konusunda IMF ve Dünya Bankasından yardım alma yolunu tercih etmektedir. Bu kurumların tavsiyeleri devlet sahipliğinin sonunu getiren bir eylem olmaktadır (Perotti, 2004: 3) .

Özelleştirmenin birçok tanımı yapılabilir. Geniş tanımı ile özelleştirme (i) kamusal mülkiyete konu olan fiziksel ya da mali varlıkların özel (gerçek ya da hükmi) şahıslara satışını, (ii) bir mal ya da hizmetin üretim ve/veya dağıtımını sağlamak üzere özel şahıslara imtiyaz verilmesini, (iii) yetkili kamu makamları tarafından belirli kurallara bağlanmış olan mal/hizmet üretim ve/veya dağıtımının kuralsızlaştırılmasını ya da kural koyma ve uygulama yetkisinin özerk düzenleyici kuruluşlara devrini içerir (Türel, 2003: 1).

Özelleştirme (privatization) sözcüğü ilk defa 1983 yılında Webster's New Collegiate Dictionary'nin 9. baskısında yer almış ve "özel hale getirmek, sınaî veya ticari hayattaki denetim ve mülkiyeti, kamu kesiminden özel kesime aktarmak" olarak tanımlanmıştır. Sözcüğün ilk kullanılışı ise, Peter F. Drucker'ın 1969 yılında basılan "The Age of Discountinuity" isimli eserinde "reprivatization" şeklinde olmuş, 1976 yılında ise Robert W. Poole bu terimi, "privatization" olarak kısaltmış ve "Reason Foundation" isimli çalışmasında kullanmıştır (Öztürk, 2006).

Özelleştirme ilk defa 1979 yılında İngiltere’de Muhafazakâr Partinin seçim manifestosunda yer almış, ilk özelleştirme uygulamaları da (Şili uygulaması hariç tutulacak olursa) yine İngiltere’de Muhafazakâr Parti döneminde gerçekleştirilmiştir. Daha sonra Kasım 1980’de ABD’de başkanlık seçimlerinin Ronald Reagan tarafından kazanılması ile uygulama dünyaya ihraç edilir hale gelmiştir (Öztürk, 2006).

Devlet özelleştirme isterken aynı zamanda kontrolü de elinde tutmak istemektedir. Çünkü, tam özelleştirmenin (kontrolün tamamının devri) hükümete iki farklı maliyeti söz konusudur; (i) politik rantın, (ii) seçmenlerin desteğinin kaybedilmesidir (Oppen, 2004). Dünyadaki uygulamalara bakıldığında ilk özelleştirmelerde, devlet sahipliğinin işletme üzerindeki kontrolünün tamamen devredilmediği görülmektedir. Bir diğer deyişle, KİT blok halinde değil de parça parça satılmıştır. Kısmi özelleştirme denilen bu uygulamanın önemli bir özelliği, satılan parçanın halka arz şeklinde piyasaya sunulmasıdır. Satış blok şeklinde tek bir alıcıya yapılmamaktadır (Gupta, 2005).

Kısmi özelleştirme üzerine Jones vd. (1999) tarafından yapılan 59 ülkeyi kapsayan araştırmaya göre, özelleştirme faaliyetinin içine giren KİT’lerden sermayesinin tamamını halka arz edenlerin oranı % 11,5 civarındadır. Sermayesinin % 50’sinden fazlasını halka arz edenler ise % 30’dan azdır. Devlet sahipliğinin el değiştirmesi sonucu 1991-1999 yılları arasında Hindistan hükümeti 9 milyar \$, Brezilya 71 milyar \$ ve Çin ise 21 milyar \$ gelir elde etmiştir.

1.3.3.6. Devlet Sahipliğinin Firma Değerine Etkisi

Devlet sahipliği üzerine yapılan akademik çalışmalar genellikle komünist rejim altında yönetilmiş ve yönetilmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren kamu iktisadi teşebbüsleri üzerine olmaktadır. Özellikle, Çin üzerine yapılan çalışmalar oldukça fazladır.

Sun vd. (2002) Çin’ de devlet sahipliğinin firma performansı üzerine etkilerini incelemiştir. Bilindiği üzere Çin, SSCB dağıldıktan sonra merkezi yönetimin hâkim olduğu komünist en büyük devlet özelliğini taşımaktadır. Ancak bu komünist rejim bile son yıllarda serbest piyasa ekonomisinin önünde duramamaktadır. Son yıllarda bu ülkede de özelleştirme çabaları hız kazanmıştır. Çin’ in özelleştirmeye bakış açısı Doğu Avrupa’daki eski sosyalist demir perde ülkelerinden biraz farklıdır. Bu konuda özellikle kendilerine Batı Avrupa yaklaşımını örnek almışlardır. Buna göre; Devlet, sahibi olduğu işletmeleri sermaye piyasalarında halka arz şeklinde satışa sunmaktadır. Çin’ de resmi makamlar buna özelleştirmeden ziyade “Sahipliği Paylaşma Projesi” (share ownership scheme) ismini vermektedir. Çin hükümeti özelleştirme ve bu kavramın birbirlerinden ayrı olduğunu iddia etmektedir. Hükümete göre; özelleştirmenin üstü örtülü bir şekilde kapitalist bir anlamı vardır. Ancak “sahipliği paylaşma projesinde” devletin işletmesi doğrudan tek bir yatırımcıya blok halinde satılmamaktadır. Küçük küçük hisseler çok fazla sayıda yatırımcıya satılmaktadır. Böylece, sermayenin tabana yayılması düşüncesi sektöre ugratılmamaktadır. Devlet bu şekilde kontrolü elinden bırakmamış olmakta ve resmi ideolojiye ters bir davranış sergilememektedir.

Devlet sahipliğinin firma performansını olumsuz etkilediğini ileri süren görüşlerin aksine Sun vd. (2002) bu iki kavram arasında pozitif bir ilişki olduğunu iddia etmektedirler. Ancak ilişki doğrusal değildir. Bir devlet işletmesi küçük miktarda hissesini halka arz ettiğinde firma performansı yüksek olmaktadır. Halka arz edilen oran arttıkça firma performansı da olumsuz etkilenmektedir. Bu durumu yazarlar; merkezi otoritenin hissesinin azalmasının işletmelerin en büyük destekçisi olan devletin desteğinin de aynı ölçüde azalacağı beklentisi olarak yorumlamaktadır.

Komünist rejimin yürürlükte olduğu bir başka devlet ise Vietnam’dır. Vietnam devleti özelleştirme uygulamasına başlamış ancak özel sektörün önünü açacak çalışmaları yürürlüğe koymamıştır. Devlet, özel sektör ve yabancı yatırımcı karşısında kurumsal yaptırımlarla ciddi bir engel olarak

durmaktadır. Bu yaptırımlar özel sektör ve yabancı yatırımcının kârlılığını da olumsuz şekilde etkilemektedir. Dolayısıyla, performans açısından devlet sahipliği her zaman en üst sırada olmaktadır. Sonuç olarak, Vietnam’ da özelleştirme çabaları kurumsal yaptırımlar kalkmadığı sürece verimli olmayacaktır. Dolayısıyla, devlet sahipliği diğer tüm sahiplik yapılarına kıyasla daha üstün bir performans sergileyecektir (Nguyen ve Le, 2005).

Omran (2004) Mısır’da, devlet sahipliğinde faaliyet gösteren firmaların özelleştirme sonrası finansal ve faaliyet performanslarını incelemiştir. Araştırmaya konu olan firma sayısı 69 olup, 1994 – 1998 yılları arasında özelleştirilmeye konu olan firmalar seçilmiştir. Özelleştirme sonrası performansları incelendiğinde kârlılık, faaliyetlerde etkinlik, sermaye harcamaları ve temettü ödemelerinde ciddi olumlu artışlar tespit edilmiştir. Bunun tersine, işe almada, kaldıraçta ve risklilikte ciddi düşüşler olduğunu iddia etmektedir. Omran (2004), Mısır’daki özelleştirilen firmaların çalışan işçilerin oluşturdukları işçi birliklerine ve aile işletmelerine satılmasının halka arz edilerek satılmasından daha iyi sonuçları olduğunu ortaya koymuştur.

1.3.4. Dağınık Sahiplik

Dağınık sermaye sahipliği (geniş katılımlı sahiplik) (widely held, dispersed ownership), şirket hissedarları arasında baskın sermayedar grubunun olmadığı durumları ifade etmektedir. Bu tür şirketlerde baskın sermayedar grubu olmadığı için şirket genel kurullarının seçtiği en üst yöneticiler şirketin en yetkili kişileri olmaktadır. Baskın hissedar olmadığı için yöneticilerin seçiminde herhangi bir sermayedarın da etkisi olmamaktadır. Hissedar çoğunluğunun onayını alan yöneticiler şirketin tepesine oturmaktadır. Bundan dolayı, şirket yöneticileri sermaye sahiplerinden kısmen bağımsızdır. Herhangi bir sermayedar grubunun etkisi olmadan o konuma gelen yönetici tüm sermaye sahiplerine eşit mesafededir. Bu da tarafsızlığı açısından tüm sermaye sahiplerine güven teşkil etmektedir.

1.3.4.1. Dağınık Sermaye Sahipliğinin Tanımı

Dağınık sermaye sahipliği, şirket kontrolünün tek elde toplanmadığı, birden çok hissedar grubuyla paylaşıldığı durumu ifade etmektedir. La Porta ve diğerlerinin (1999) dağınık sermaye sahipliği tanımına göre; hiçbir hissedar % 10 dan fazla oy hakkına sahip değildir.

1.3.4.2. Dağınık Sermaye Sahipliğinin Özellikleri

Coffee (2001) dağınık sermaye sahipliğinin yaygın olduğu ekonomilerde aşağıdaki özelliklerin var olduğunu belirtmiştir. Buna göre;

1. Güçlü piyasalara sahiptir.
2. Katı finansal raporlama uygulamaları (standartları) mevcuttur.
3. Şeffaflık yüksektir.
4. Şirket kontrolüne yönelik çok ciddi disiplin mekanizmasına sahiptir.

Dağınık sermaye sahipliği felsefesinin temelinde “sermaye sahipliği” ve “kontrolün” birbirinden ayrılması prensibi yatmaktadır. Dağınık sermaye sahipliği, yönetim kadrosunu hissedarlardan tecrit etmektedir. Sahiplik hakkı etkinliği yetersiz kaldığından hissedarların kaynakları yönetme hakkı fiilen mevcut olmamaktadır. Yöneticiler kaynakları yönetmektedir. Hissedarların zenginlikleri (hissedar değeri) yöneticilerin verecekleri kararlara bağlı olmaktadır. Ancak, yöneticiler herhangi bir olumsuz durumla karşılaştıklarında kendilerini çok iyi savunacak mekanizmalara sahiptirler (Pejovich, t.y.).

Dağınık sermaye sahipliği yöneticileri çok güçlü konuma getirmesi yanında bu yapının yatırımcı açısından vazgeçilemez olduğu da bir gerçektir. Özellikle, ABD’ de milyonlarca bireysel yatırımcı bu yapıya sahip işletmelerin hisselerine yatırım yapmaktadır. Peki, yatırımcılar bu yapıyı diğerlerine neden

tercih etmektedir? Dağınık sermaye sahipliğinin avantajlarından bahseden Pejovic (t.y.) bunları şu şekilde sıralamaktadır;

1. Gelir dağılımında adaletli davranışlar sergilenmektedir. Sermaye tabana yayıldığı için sınırlı ortağı olan işletmelere göre yatırımcı daha fazla getiri sağlamaktadır.
2. Toplum piramidinde azınlıkta olup en üst sırada olan zengin zümrenin gücünü azaltarak orta sınıfın gücünü artırmaktadır. Bu yapıyla zengin sayısı giderek artış göstermektedir.

Ancak, her ne kadar faydası olsa da Pejovich (t.y.) bu dağınık sermaye sahipliğinin de bir maliyeti olabileceğini belirtmektedir. Buna göre; en önemli işlem maliyeti yöneticiyi takip (gözlem) maliyetidir. Bu maliyeti yöneticiyi işe alma ve işten çıkarma maliyeti takip etmektedir. Bu işlem maliyetlerinin yanında yöneticilerin şirketin mal varlığını kendi üzerlerine geçirmeleri de diğer bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Hissedarın elinden alınarak yöneticiye devredilen kontrol yetkisi yöneticiden hesap sorulması imkânını azaltmaktadır.

La Porta v.d. (2000) ve Morck v.d. (2003) dağınık sermaye sahipliğinin yaygın olabilmesi için yatırımcıyı koruyan kanunların katı olması gerektiğini belirtmektedir. Dünya ekonomilerinde dağınık sermaye sahipliğinin yaygın olmaması, yatırımcıyı koruyan kanunlardaki zayıflıklara bağlanmaktadır. Bundan dolayıdır ki, bu tür ülkelerde aile şirketleri daha fazla sermayeyi elinde tutmaktadır. Ancak, gelişmiş ekonomilerde dağınık sermaye sahipliğinin oranı diğerlerine nazaran daha yüksektir. Bunun da en önemli nedeni yatırımcının kanun yoluyla korunması olmaktadır.

Georgakopoulos, (2001) yatırımcının tek düşüncesinin sadece yüksek getiri elde etmekten çıkıp “sürdürülebilir getiri” sağlamak olduğunu vurgulamaktadır. Yazar, yasal korumanın “sürdürülebilir getiri” yanında şu faydaları olduğunu iddia etmektedir; (1) Finanslamayı kolaylaştırmaktadır. (2) Dağınık sermaye sahipliğini teşvik etmektedir. (3) Dağınık sermaye sahipliği

işletmenin yatırım çeşitliliğini (farklılığını) kolaylaştırmaktadır. Bunun da piyasadaki likiditeyi arttırıcı bir yönü olmaktadır. (4) Yatırım çeşitlendirmesi yatırımcının riske maruz kalmasını azaltmaktadır. (5) Hissedarlar düşük sermaye maliyetine sahip işletmelere geçiş yapmaya aşırı isteklidirler. Bundan dolayı, yöneticiler aşırı risk almaktan kaçınmakta ve makul risk üstlenmeyi hedeflemektedir. (6) Dağınık sermaye sahipliği piyasanın likiditesini aşırı fon transfer ederek arttırmaktadır. Aşırı fon transferi de piyasanın çekiciliğine olumlu etkiler yapmaktadır. (7) Dağınık sermaye sahipliği kontrolün tek elde toplanmasına engel olduğundan düşmanca ele geçirmeye (hostile takeover) karşı en etkili önlemlerden bir tanesidir.

1.3.4.3. Dünyada Dağınık Sahiplik

Faccio ve Lang (2002) çalışmalarında 13 Batı Avrupa'sı ülkesinde 5232 şirketin sahip yapılarını incelemişlerdir. Buna göre, firmaların %36,93'ü dağınık sahiplik, %44.29'u aile sahipliği şeklindedir. Dağınık sahiplik İngiltere ve İrlanda'da daha fazla yoğunlaşmıştır. Kıta Avrupa'sında ise aile sahipliği daha baskındır. Yazarların tespitlerine göre, büyük ve finansal firmalarda daha çok dağınık sahiplik, küçük ve finansal olmayan firmalarda ise aile kontrolünün hakim olduğu görülmektedir. Aşağıdaki tablo 1.7, On üç ülkedeki 5,232 firmanın dağınık sahiplik oranını göstermektedir.

Tablo 1.7. 13 Batı Avrupa Ülkesinde Dağınık Sahiplik

Ülke	Firma Sayısı	Dağınık Sahiplik Oranı
Avusturya	99	11.11
Belçika	130	20.00
Finlandiya	129	28.68
Fransa	607	14.00
Almanya	704	10.37
İrlanda	69	62.32
İtalya	208	12.98
Norveç	155	36.77
Portekiz	87	21.84
İspanya	632	26.42
İsveç	245	39.18
İsviçre	214	27.57
İngiltere	1,953	63.08
Toplam	5,232	36.93

Kaynak: Faccio ve Lang (2002)

1.3.4.4. Dağınık Sahiplik Yapısının Firma Değerine Etkisi

King ve Santor (2007) Kanadalı firmalar üzerine yaptığı çalışmalarında aile işletmelerini ve dağınık sahiplik yapısını karşılaştırmışlardır. Buna göre, tek tip hisse senedine sahip aile işletmeleri, dağınık sahiplik türüne göre daha yüksek finansal kaldıraca ve AG'ye (aktiflerin getirisi) sahiptirler. Ancak, A ve B türü ikili hisse senedi sınıfına sahip aile işletmelerinin finansal kaldıracı ve AG'si dağınık sahiplik türünde olan işletmeler ile benzer özellikler taşımaktadır. Bununla birlikte, sermaye yoğunluğu olan aile işletmelerinin Tobin'in Q oranı dağınık sahiplik türündeki işletmelere kıyasla daha düşük seviyededir. Tobin'in Q oranı ile ölçülen firma değeri dağınık sahipliği olan işletmelerde aile işletmelerinden %17 daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Kanada da faaliyet gösteren işletmeler üzerine bir başka çalışma ise Amoaka-Adu ve diğerleri (2007) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada, King ve Santor'un (2007) çalışmasında olduğu gibi tek bir sınıf ve A ve B sınıfı hisse senedine sahip işletmeler, dağınık sahiplik türünde olan işletmelerle firma değeri açısından kıyaslanmıştır. Buna göre, sadece A ve B türü hisse senedine sahip işletmelerin firma değeri açısından dağınık sahiplik türündeki işletmelere göre ortalama %12.9 daha az değere sahip olduğu tespit edilmiştir.

1.3.5. Yönetici Sahipliği

Hâkim hissedarlar işletmede aynı zamanda yönetici konumunda çalışabilmektedir. Bunun en önemli nedeni temsil sorununu ortadan kaldırmaktır. Yöneticileri şirkete ortak yapmak yöneticileri teşvik amacıyla da olabilir. Ancak daha sonra değinileceği gibi yöneticinin elinde tutması gereken hisse oranının iyi tespit edilmesi gerekmektedir.

1.3.5.1. Yönetici Sahipliğinin Tanımı

Yönetici Sahipliğinden (managerial ownership) bahsedebilmek için yönetim kademesinin şirket hisselerine sahip olması gerekmektedir. Yönetici sahipliğinin en temel koşulu budur. Ancak, yönetici sahipliği için yöneticilerin baskın (hâkim) ortak olma zorunluluğu yoktur.

Yönetici sahipliğinin en etkin olduğu sermaye sahipliği türü dağınık sermaye sahipliğidir. Bunun en önemli sebebi ise dağınık sermaye sahipliğinde hâkim ortak olmayışıdır. Dolayısıyla, dağınık sermaye sahipliğinde yönetici çok az bir hisse oranı ile tüm kontrolü elinde tutan kişi olmaktadır. Bunu, hâkim hissedar grubunun olmayışıyla elde etmektedir.

1.3.5.2. Yönetici Sahipliğinin Özellikleri

Hissedarların işe aldıkları yöneticileri neden hissedar yaptığının analizinin iyi yapılması gerekmektedir. En önemli sebebi hiç şüphesiz yöneticinin verimini arttırmaktır. Yönetici kendini çalışan değil de hissedar olarak gördüğünde işletmeyi sahipleneceği, tamamına kendi sahipmiş gibi hizmetini vereceği düşünülmektedir. Ancak, Himmelberg v.d. (1999), yönetici sahipliğinin asıl sebebinin şu olduğunu iddia etmektedir: Hissedarlar yöneticilerin etkinliğini ne kadar geniş bir alana yayarlarsa, şirket varlıkları hissedarların zenginliğini arttırmaktan ziyade yöneticilerin şahsi çıkarlarına hizmet edecektir. Bu sorunun aşılması yöneticilere işletme hisselerinden verilerek gerçekleşecektir. Böylelikle, hissedarların çıkarları yöneticilerin çıkarları ile uyumlaştırılmış olacaktır.

Himmelberg v.d. (1999) çalışmalarında belirttikleri sebepten dolayı, yöneticilere verilecek hisse miktarının az veya çok olmasının firma değerine olan katkısını mercek altına yatırmışlardır. Yazarlar, yöneticilere hisse verilmesinin üzerlerinde olumlu etki yaratacağını ancak, verilecek bu hissenin miktarının iyi tespit edilmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Çünkü, düşük

yönetici sahipliğinin yöneticileri teşvik eden bir güdü oluşturduğunun altını çizmektedirler. Yazarlar, diğer taraftan, yönetici sahipliğinin yüksek olduğu seviyelerde ise firma değerinin olumsuz yönde etkileneceği sonucuna varmışlardır. Bunun nedeni de, yöneticinin artan hisse miktar ile doğru orantılı artan gücüdür. Sermaye oranı arttıkça, kendini savunma imkanı artan yönetici, eskisi kadar firma değerini arttıran faaliyetlere yönelmek yerine kendi çıkarlarına hizmet etme yolunu tercih etmektedir. Bundan dolayıdır ki, mevcut hissedarlar başka şirketlere yatırıma yönelmektedir. Bu da, firmanın hisse senetleri fiyatlarına olumsuz yönde tesir etmektedir.

1.3.5.3. Yönetici Sahipliğinin Firma Değerine Etkisi

Yönetici sahipliğinin firma kârına etkisini inceleyen araştırmacılar tam bir fikir birliğine varamamışlardır. Demsetz (1983) ve Demsetz ve Lehn (1985) yönetici sahipliğinin firmanın kârlılığı üzerinde önemli ölçüde pozitif bir ilişkisi olmadığını ifade etmiştir. Demsetz ve Lehn (1985) 511 ABD’li firmanın 1980 yılındaki kârlılık oranlarının sahiplik yoğunluğuyla ilişkisi hakkındaki yargılarına istatistiksel veri analizi sonucunda varmışlardır.

Aksine, Morck, Shleifer ve Vishny (1988), McConnell ve Servaes (1990), (90) Hermalin ve Weisbach (1991), pozitif ilişki olmadığını söyleyen yazarlardan farklı iddialarda bulunmaktadır. Morck, Shleifer ve Vishny (1988), parçalı doğrusal regresyon vasıtasıyla bir denklem oluşturmuş ve bu denklemin bağımlı değişkeni olarak Tobin Q, ana bağımsız değişken olarak da yönetici sahiplik oranını kullanmışlardır. 1980 yılında Fortune 500 firmasından 371’inin üzerine uyguladıkları bu modele göre, Tobin Q oranı ilk olarak yönetici sahiplik oranı %5’e ulaşıncaya kadar artmakta, daha sonra sahiplik oranı %25 oluncaya kadar düşmekte, %25’ten sonraki oranlarda Tobin Q oranı çok az ölçüde artış göstermektedir. Bunun yanında Tobin Q yerine, muhasebe kârlılık oranı bağımlı değişken olarak kullanıldığında da hemen hemen aynı sonuca ulaşılmakta ancak bir önceki modelin açıklama

oranı daha yüksek çıkmaktadır. Demsetz ve Lehn' in (1985) yaptığı çalışma ile çok zıt sonuçlar bulunmasının nedeninin yazarlar, monotonik olmayan etkilerin dikkate alınmamasından kaynaklandığını ifade etmektedirler.

McConnel ve Servaes (1990) Tobin Q ve yönetici sahipliği ilişkisini 1976 ve 1986 yılındaki sırasıyla, 1173 ve 1093 firma üzerinde incelemişlerdir. Her iki yılda da istatistiksel olarak anlamlı, Tobin Q oranı ile yönetici sahipliği arasında eğrisel bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna göre Q, ilk önce artmakta, daha sonra yönetici sahipliği arttığında düşüş eğilimi göstermektedir. Yazarlar buldukları sonuçları Demsetz' in (1983) ne teorik iddiaları ne de Demsetz ve Lehn' in (1985) ampirik çalışmalarının sonuçları ile kıyaslama yoluna gitmemişlerdir. Ayrıca, bu çalışmalarla olan tutarsızlığı giderebilecek herhangi bir alternatif önerisinde de bulunmamışlardır.

Hermalin ve Weishbach (1991) NSYE' e kayıtlı 142 firmanın yönetici sahipliği ve Tobin Q oranı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Buna göre Q, sahiplik oranı %1'e ulaşınca kadar artmakta; %1 - %5 arası ilişki negatif yönde değişmekte; %5 ile %20 arası ilişki tekrar pozitif olmakta ve %20 den sonraki her yönetici sahipliğinde ilişki negatif yönde olmaktadır.

1.3.6. Çalışan Sahipliği

Çalışan sahipliği, çalışanların çalıştıkları işletmenin hissesine sahip olmasını ifade eden konu olarak, son yıllarda büyük ilgi görmekte ve bu konu üzerinde başta ABD olmak üzere birçok ülkede çok sayıda araştırma yapılmakta, kitap ve makaleler yayınlanmakta, çalışanların sahibi olduğu işletmelerin artmasını teşvik eden yasalar çıkarılmaktadır.

Çalışanları hissedar yapma planını, ABD gibi gelişmiş bazı ülkelerde hem kapanma tehlikesi ile karşı karşıya kalan işletmeler hem de finansal kaynak ve vergi muafiyeti sağlamak isteyen işletmeler tercih etmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkeler ve geçiş ekonomilerinde özelleştirmenin sosyal etkilerini ve dolayısıyla özelleştirme karşıtı muhalefeti azaltıcı etkiye

sahip bir araç olduğu için, kamu kurumlarının özelleştirilmesinde başvurulmaktadır.

Ülkemizde de ilk defa Karabük Demir – Çelik Fabrikaları, hisselerinin yarısından fazlası çalışanlara satılmak suretiyle özelleştirilmiş ve bir anlamda çalışan sahipliği kavramına ilk örneği teşkil etmiştir. Ancak, ABD’ de uygulama alanı olan “Çalışanları Hissedar Yapma Planı” (Employee Stock Ownership Plan- ESOP) yöntemi, ülkemizdeki yöntemden çeşitli alanlarda farklılaşmaktadır. Bunun nedeni, ülkemizde çalışanlara doğrudan hisse satışının gerçekleştirilmiş olmasıdır. Çalışmamızda, çalışanları hissedar yapma planı (ESOP) kavramının tanımından ve özelliklerinden, ESOP’un çeşitlerinden, kurulma sürecinden, avantajlarından ve firma değeri ile ilişkisinden bahsedilecektir.

1.3.6.1. Çalışanları Hissedar Yapma Planı (ESOP)

Çalışanların çalıştığı işletmeye hissedar olması çok çeşitli şekillerde olabilir. Çalışanlar doğrudan çalıştıkları firmaların hisselerini, satın alabilir, ikramiye (prim) olarak kendilerine işletme tarafından verilebilir, veya hisse senetleri bir kâr paylaşım dahilinde elde edilebilir. Bazı çalışanlar işçi kooperatifleri vasıtasıyla çalıştıkları kurumların ortağı bile olabilir. Ancak, ABD’de en çok rastlanan şekliyle çalışan sahipliği, “Çalışanları Hissedar Yapma Planı” (ESOP) ile gerçekleşmektedir. 1974’e kadar bilinmeyen bu yol, şu anda 11.000 işletmenin 8 milyon çalışanını kapsamaktadır (NCEO, 2005).

ESOP konsepti 1950’li yıllarda avukat ve aynı zamanda bir yatırım bankeri olan Louis Kelso tarafından ortaya atılmıştır. Kelso’ ya göre kapitalist sistem, sadece birkaç hissedarın sermayeye sahip olması ile değil tüm işçilerin sermayeye ortak olması ile güçlü olacaktır. Ancak bu fikir o yıllarda henüz olgunlaşmamıştır (NCEO, 2006).

1973 yılında Kelso, ABD Senatosunun Vergi Komitesi başkanı olan Senatör Russel Long ‘u ikna etmiş ve ESOP’ların vergi avantajı sağlayan bir

araç olarak 1974 yılında ERISA (Employee Retirement Income Security Act) kanunu altında yürürlüğe girmesini sağlamıştır. Böylece, çalışanlara fayda sağlayan ESOP, yasal bir statü kazanmıştır. Daha sonraları ESOP' ların gelişimine paralel olarak bunların yönetimi konusunda yasa koyucuları kanunu yeniden yapılandırmaya gitmişlerdir (NCEO, 2006).

ESOP' lar halka açık şirketler tarafından kurulacağı gibi her büyüklükteki halka kapalı işletmeler tarafından da kurulabilir. Ancak kurma ve yönetme maliyetlerinden dolayı genellikle 15 ve daha fazla çalışanı olan işletmeler bu yöntemi tercih etmektedir (NCEO, 2006).

Literatürde “ESOP” olarak kısaltılan terim - Employee Stock Ownership Plan – Türkçemize “Çalışanları Hissedar Yapma Planı” olarak tercüme edilebilir. Çalışanları Hissedar Yapma Planı, bir çeşit emeklilik fonu olup, işverenler veya çalışanlar ya da her ikisi tarafından yapılan ödemelerle mal varlıkları oluşturulmaktadır. Bu fonun diğer emeklilik fonlarından en önemli farkı sadece fonu kuran işletmenin hisse senetlerine yatırım yapılmasıdır. Diğer emeklilik fonlarında olduğu gibi portföy çeşitlendirmesi yapmak zorunluluğu yoktur.

İşverenin çalışanlarını ortak yapma noktasında en önemli amacı işletmesinin geleceğine yapacağı olumlu katkıdır. Çalışan çalıştığı işletmeye ortak olunca artık kendisini o işletmenin kısmen sahibi olarak görmeye başlayacak ve bu da işletmenin uzun dönemde performansında pozitif etki yaratacaktır. Çalışan sadece alacağı ücretle ilgilenir ancak işveren işletmesinin sürekliliğini ve firma değerini artırmayı hedefler. Şayet çalışanı da işveren konumuna getirirseniz, diğer bir deyişle işletmenin hissedarı yaparsanız, o zaman işverenin amaçlarına çalışanı da ortak edersiniz. Çalışan böylelikle sadece alacağı ücretle değil aynı zamanda firmanın kaynaklarını daha etkin kullanan, firmanın kârlılığını ve sürekliliğini sağlayacak faaliyetlerle de bizzat ilgilenen kişi konumuna gelecektir.

İşveren yukarıda saydığımız amaçlara ulaşmak için ESOP' lara ihtiyaç duymaktadır. ESOP kanunlar çerçevesinde işveren tarafından kurulmuş bir

fondur. Fonu yönetmekle bir kayyım görevlendirilmekte ve bu kayyımı işletmenin yönetim kurulu atamaktadır. Kayyım olabilecek kişiler (Atlantic Management Company, t.y.);

- Yönetim kurulundan,
- Şirket çalışanlarından,
- Yöneticilerden,
- Kurumsal yatırımcıdan (banka, aracı kurum)
- Ölen ya da yaşayan kimselerin malvarlığını yediemin kayyım sıfatıyla yöneten üstelik yatırım danışmanlığı hizmetinde de bulunan anonim ortaklıktan,
- Şirketle ilgisi olmayan sıradan bir kimse bile olabilmektedir.

ABD vergi yasaları kayyımın ihtiyatlı davranması ve aşağıdaki üç sorumluluğu yerine getirmesi gerektiğinden söz etmektedir. Bu üç sorumluluk şunlardır (Atlantic Management Company, t.y.):

- İşveren işletmenin hisse senetlerinin olması gereken değerinin tespitini yaptırmak
- Her türlü ESOP işleminde üyelerin menfaatlerini korumak
- ESOP hisselerinin alınıp satılmasına onay vermek

Bu fonun ana kaynağını işverenin yaptığı katkı oluşturur. İşverenin yaptığı katkılar ya şirket hissesi şeklinde ya da daha sonra hisse senedi satın alınması için verilen nakit şeklinde olmaktadır. Bu katkıların en önemli özelliği vergi tasarrufu sağlamasıdır (Demirkan, 1999).

1.3.6.2. ESOP Çeşitleri

ESOP, çalışanlar adına işverenden hisse senedi almak için borç alıp almadığına göre ikiye ayrılmaktadır: Borç alınmadan faaliyette bulunan

ESOP “Kaldıraçsız” ve borç alınarak sürece vergi avantajı da ekleyen ESOP “Kaldıraçlı” olarak kısaca açıklanabilir.

Kaldıraçsız ESOP: İşveren, ESOP fonuna her yıl çalışanları adına katkıda bulunmaktadır. Bu katkı hisse senedi veya hisse senedi almak üzere nakit şeklinde olabilmektedir. Hangi alternatif seçilirse seçilsin işveren yaptığı katkılardan dolayı vergi yasalarının sınırları içerisinde vergi indirimine hak kazanmaktadır. Yapılan katkılar öncelikli olarak şirketin hisse senetlerini satın almak için kullanılmakta ve daha sonra önceden belirlenmiş bir formüle göre – genellikle aldıkları maaşla orantılı olarak – hisse senetlerin değeri tutarında çalışanların ESOP’ daki hesaplarına aktarılmaktadır (Demirkan, 1999).

Kaldıraçlı ESOP: Bu ESOP çeşidinde, işveren şirketin hisse senetlerinin alınabilmesi için nakit dışındaki alternatif olan borçlanma yolu seçilmektedir. Söz konusu borç banka veya kurumsal yatırımcıdan alınacağı gibi, doğrudan sponsor (işveren) işletmeden de temin edilebilir. Bu alınan kredinin en önemli özelliği ESOP tarafından alındığı için vergi ayrıcalıklı olmasıdır. ESOP, bir banka veya bir başka kurumsal yatırımcıdan aldığı krediyi sponsor (işveren) işletmeye kredi olarak ta verebilir. Kredinin ESOP’ a verilmesi halinde, sponsor şirket (işveren) ESOP’ a yıllık olarak (veya daha az aralıklarla) en az ESOP’ un borç ödeme yükümlülüğü tutarında katkılarda bulunur. Şirket tarafından ESOP’ a yapılan katkıların vergiden düşülebilmesi nedeniyle, kanunun el verdiği sınırlar içerisinde, ESOP’ tan alınan bu kredilerin hem faizi hem de anaparası şirket için vergiden düşülebilir niteliktedir (Demirkan, 1999).

Kanun sponsor işletmeye ESOP’ a yapacağı katkının vergi ile ilgili boyutunda bazı durumlarda sınırlama getirmiştir. Buna göre; kaldıraçlı ESOP’ ta alınan borcun anapara ödemesinin vergiden düşülebilir kısmı işletmedeki toplam çalışanın yıllık maaşları toplamının %25’ ini geçemez. Yani anapara ödemelerinde işletmedeki çalışanların toplam maaşının %25’ i tutarında bir vergi indirimi söz konusudur. Ancak bu kısıtlama faiz ve temettü ödemelerinde geçerli değildir (Atlantic Management Company, t.y.).

1.3.6.2. ESOP' ların Kurulma Süreci

ESOP yöneticisi olarak atanan yöneticinin ilk adım olarak şirket değerini tespit ettirmesi gerekmektedir çünkü ESOP' un hisseleri gerçek ve makul değerinin üzerinde bir bedelle satın alması üyeleri açısından (çalışanlar) olumsuz bir duruma sebep olacaktır. Diğer taraftan, ABD yasaları zaten hisselerin değerlemesi konusunda bir yol gösterici kaynak yayınlamıştır. Bu kaynakta yer alan kurallara uyulması yasal bir zorunluluktur. Yasaya göre firma değerinin tespiti bağımsız bir uzman tarafından yapılmalıdır (Atlantic Management Company, t.y.).

Diğer bir adım hisselerin ESOP' a devri noktasında fizibilite çalışmasının yapılmasıdır. Bu fizibilite etüdünün üstünde durduğu konular şunlardır: Şirket ESOP' a her yıl ne kadar katkıda bulunacaktır? Katkılar diğer sosyal yardım programlarının gündemden kalkmasına neden olacak mıdır? ESOP işveren işletmenin nakit akışlarına ve kazançlarına nasıl etki edecektir? ESOP' a hisse devri nasıl yapılandırılacak ve nasıl finanse edilecektir? Bunun yanında şayet kaldırıcı ESOP kurulacaksa, alınan borcun ödeme planı ne şekilde gerçekleştirilecektir? Tüm bu soruların fizibilite etüdünde cevaplandırılması gerekmektedir (Atlantic Management Company, t.y.).

Fizibilite etüdünden sonraki adım, hukuk danışmanının yapacağı hukuksal düzenlemelerdir. Fizibilite etüdünde sorulan soruların cevaplarının kanunda belirtildiği şekliyle yazılı hale getirilmesindeki sorumluluk hukuk danışmanınındır (Atlantic Management Company, t.y.).

Hukuksal düzenlemeden sonra ESOP yöneticisinin, hisse devrine ilişkin sözleşmenin esas şartlarını belirlemesi adımı gelmektedir. Bu sözleşmeye göre, ESOP yöneticisinin şirket çalışanların devredilecek olan hisse miktarı ve fiyatını yazılı hale getirmesi gerekmektedir. Bu da hissedar(lar)la yapılacak olan görüşmeler neticesinde ortaya çıkacaktır. Ayrıca bu sözleşme, işletmenin varlıklarını, finansal yapısını ve firma faaliyetlerinin özetini içermektedir (Atlantic Management Company, t.y.).

Son adım, firmanın ilk değerlemesini yapan uzmanın görüşlerinin alınmasıdır. Uzmanın görevi daha önceden hesaplamış olduğu firmanın hisse senetlerinin gerçek ve makul değerlerinin ESOP' a aktarılacak olan hisse senetlerinin fiyatıyla tutarlılık gösterip göstermediğini ortaya koymaktır. Bazen işverenin önerdiği fiyat gerçek ve makul değerden farklı olabilmektedir. Bu durumda ESOP yöneticisi üyelerinin menfaatini göz önüne alarak hareket etmelidir. Uzmanın tespit etmiş olduğu fiyata uygun bir fiyattan hisse devrini gerçekleştirmek yöneticinin asli görevidir (Atlantic Management Company, t.y.).

1.3.6.3. ESOP' Un Avantajları

ESOP' un sağlayacağı avantajlardan iki kesim faydalanır. Bunlar: Hissedar(lar) yani işveren ve çalışanlardır.

Çalışanlarına Sağlayacağı Faydalar: Her yıl şirketin ESOP' a yaptığı nakit veya hisse senedi şeklindeki katkılar, şirketin çalışanlarının aldıkları ücret oranında ESOP' taki hesaplarına geçmektedir. Hesapta toplanan tutar, çalışan emekli olduktan sonra veya işletmeden ayrıldığı zaman kendisine ödenmektedir. Yıllar geçtikçe çalışan adına ESOP' ta biriken varlıklar vergi kapsamında değildir (Atlantic Management Company, t.y.).

ESOP üyesi çalışan, işletmede 55 yaşına gelip 10 yılını doldurduğunda hesabında biriken tutarın %25' ine sahip olmaya hak kazanır. 60 yaşına geldiğinde ise hesabında biriken tutarın % 50' sine sahip olabilir. ESOP üyesi çalışan hesabında biriken tutarı almaya hak kazandığında üç alternatifle karşı karşıyadır. Hesabında biriken tutarı ya nakit olarak, ya da hisse senedi olarak isteyebilir. Üçüncü alternatif ise, çalıştığı kurumun hisse senetleri herhangi bir pazarda işlem görmüyorsa, hisse senetlerinin gerçek değerinin hesaplanıp geri satın alınması opsiyonudur. Bu durumda işveren, çalışanın hak kazandığı hisse senetlerinin değerini hesaplatıp bu tutarın

istediği zaman çalışana geri ödenmesi opsiyonunu sağlamalıdır (Atlantic Management Company, t.y.).

ESOP sayesinde hisse senedi almaya hak kazanan çalışan o işletmenin ortağı olduğundan oy hakkına da sahip olmaktadır. Anonim şirket tarafından kurulan ESOP üyesi çalışan genel kurulda şirketle ilgili tüm meselelerde oy kullanabilmektedir. Ancak limited şirket ortağı ise çok önemli meselelerde - örneğin kapatma ve taşınma gibi durumlarda – fikir beyan edebilir. Ancak işletme yönetimi şayet isterse diğer meselelerde de – örneğin yönetim kurulunun seçiminde - çalışanların oy kullanmasını karara bağlayabilir (NCEO, 2005).

Çalışanın, aynı zamanda işletmenin ortağı olduğunu bilmesi moral motivasyonu açısından olumlu katkılar sağlayacaktır. Ortak olduğu zaman artık kendi fikirlerinin de önemi olacaktır. Kullanacağı oy sayesinde işletme yönetimde söz hakkı elde edecektir.

İşverene Sağlayacağı Faydalar: İşverenin ESOP sayesinde sağlayacağı faydalar üç başlık altında toplanabilir. Bunlar; çalışanların işletmeyi sahiplenerek işletmenin verimliliğini artırması, alternatif bir fon kaynağı sağlaması ve vergi indirimleri avantajıdır.

Yukarıda sayılan üç avantajın yanında işverenleri, ESOP kurmaya iten bir başka neden de işletme hisselerinin düşmanca ele geçirilmesine (hostile takeover) karşı önlem alma isteğidir. Düşmanca ele geçirme, işletme hisselerinin pazarda toplanarak diğer hissedarların onayı alınmadan yönetimde söz sahibi olmak şeklinde açıklanabilir. İşte bu durum karşısında işveren (hissedar) ESOP' un sağladığı vergi avantajı sayesinde dolaylı yoldan düşmanca ele geçirmeye karşı önlem almış olmaktadır. Bu önlem aşağıdaki örnekle daha rahat anlaşılacaktır. Örneğin bir hissedar pazar değeri 3.000.000 \$ değerindeki hisse senetlerini satmak istesin. Pazar değeri 3.000.000 \$ olan bu hissesinin maliyetinin ise 200.000 \$ olduğunu varsayalım. Bu hissedarın satıştan dolayı ödeyeceği vergi ABD yasalarına göre 658.000 \$ civarındadır. Sonuçta hissedarın eline geçecek olan tutar

2.343.000 \$ dır. Şayet bu hissedar 3.000.000 \$ değerindeki hissesini ESOP' a satmış olsaydı devlete ödeyeceği 658.000 \$ dan muaf olacaktı. ESOP' un sağlamış olduğu bu vergisel avantaj işletme hisselerini düşmanca ele geçirmeyi hesap eden potansiyel hissedara karşı ciddi bir önlem teşkil edecektir (NCEO, 2006b).

ESOP' un sağladığı avantajlarından bir diğeri de halka kapalı işletme ortaklarına sağladığı avantajdır. Buna göre ESOP, halka kapalı işletme ortaklarına her zaman hisselerin satılacağı potansiyel bir müşteri görevini üstlenmektedir. Çoğunluk hisselerine sahip olan ortak hisselerini satmak istediğinde çok fazla sıkıntı yaşamamaktadır. Ancak halka kapalı işletmelerde azınlık hissedarlar için aynı durum geçerli olmayabilir. Çünkü azınlık hissedar her zaman hisselerini satabileceği bir pazar bulamayabilir. Dolayısıyla, ESOP azınlık hisselerini elinde bulunduran ortaklara da hazır bir piyasa sunmaktadır (Atlantic Management Company, t.y.).

1.3.6.4. ESOP'ların Firma Değerine Etkisi

ESOP' ların özellikleri ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Örneğin Japonya'da kurulan ESOP' lar kesinlikle vergisel avantajlardan yararlanmak koşuluyla kurulmamaktadır. Diğer taraftan, Japonca'da "Mochikabukai" olarak isimlendirilen bu ESOP' lara üst düzey yöneticiler üye olamamaktadır (Jones ve Kato, 1995). Her ülkede farklı nitelikte olabilen ESOP' ların temel özelliği çalışanların hissedar yapılmasına yönelik farklı çalışmalar olmasıdır. Yapılan her literatür çalışması da ESOP' ların kurulmasının ana amacı olan çalışanların verimliliğini artırıp artırmadığı konusunda olmuştur.

Japonya' da faaliyet gösteren ESOP' lar üzerine incelemelerde bulunan Jones ve Kato (1995) bu kuruluşların işletmenin verimliliğine olumlu etki yaptığını iddia etmektedir. Yazarlara göre, ESOP' ların hayata geçmesi

işletmenin verimliliğini %4 - %5 oranında artırmaktadır. Ancak bu verimliliğin meyvelerini toplamak 3-4 yıllık bir süreci gerektirmektedir.

Japonya'daki ESOP' ların verimliliğe yaptığı katkıyı ölçmek üzere yapılan bu çalışma ESOP' ların bu ülkede ne kadar yaygın olduğunu da göstermektedir. Japon hisse senedi piyasasında borsaya kayıtlı işletmelerin kurduğu ESOP' ların sayısı giderek artan bir seyir içindedir. 1973 yılında %61 civarında olan ESOP' lar 1988 yılında %91' e kadar yükselmektedir. Borsaya kayıtlı olmayan işletmelerle birlikte ESOP' lara sahip işletmelerin oranı 1964 yılında %18 civarında iken 1985 yılında %60' lara kadar çıkmaktadır. Bu veriler ESOP' lara Japonya'da ne kadar önem verildiğinin bir göstergesi olmaktadır.

Japon ESOP' larının verimliliği üzerine yapılan bir diğer çalışma da Ohkusa ve Ohtake' nin (1997) araştırmasıdır. Yazarlara göre ESOP' ların verimliliğe yaptığı katkı işletmenin kârdan ESOP' lara verilen payla doğru orantılıdır. Yani, ESOP' lara kârdan verilen pay ne kadar yüksek olursa o işletmenin verimliliği de aynı ölçüde artmaktadır. Ancak, bu durum daha ziyade büyük işletmeler için geçerlidir. Küçük işletmelerde anlamlı bir farklılık ortaya koyamamışlardır.

Park ve Song (1995) performans ölçütü olarak kullandıkları muhasebe ve finans değişkenleriyle ABD' de faaliyet gösteren ESOP' ları mercek altına almışlardır. Yazarlara göre, ESOP' lar kurulduklarında veya büyüme dönemlerinde işveren işletmenin ortalama kârlılığının önemli ölçüde artış gösterdiğini tespit etmişlerdir. Bu işletmelerin en önemli özellikleri ise sermayesinin önemli bir kısmı halka arz edilmiş, ortakları doğrudan yönetimde yer almayan yani işletme kontrolünün belirli birkaç kişide olmadığı dağınık sermayeli şirketlerden oluşmasıdır. Diğer taraftan, sermayesi dışarıya fazla açılmamış olan işletmelerde ise kıyaslanacak ölçüde bir performans artışına rastlamamışlardır. Yazarlar bu durumu, dağınık sermayeli şirket sermayedarlarının denetleme, gözetim (monotoring)

faaliyetinin iyi bir şekilde yürütüldüğünün göstergesi olduğunu ifade etmişlerdir.

Livingston ve Henry (1980) yukarıdaki yazarların aksine ESOP' ların verimliliğe katkısının olumsuz yönde olduğunu iddia etmişlerdir. Buna göre, ESOP' lara sahip işletmelerin kârlılığı ESOP' lara sahip olmayan işletmelere göre daha düşüktür. Yazarlar aynı zamanda risk açısından iki tür işletmeyi de masaya yatırmışlar ve herhangi bir farklılık ortaya koyamamışlardır. Risk açısından benzer özelliklere sahiptirler.

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE SERMAYE SAHİPLİĞİ İLİŞKİSİ

2.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

“Governance” kavramının çıkış noktası Dünya Bankası ve Birleşmiş Milletler’ in öncü girişimleriyle iyi devlet yönetimi (good public governance) anlamıyla kullanılmaya başlanmıştır. Daha sonra, OECD “governance” kavramının başına “corporate” kelimesini getirerek özel sektörde iyi yönetimi ifade etmek üzere “corporate governance” kelimesini bilim dünyasına kazandırmıştır. Bu kavram çok hızlı bir şekilde kabul görerek son yıllarda en fazla tartışılan konu haline gelmiştir. Uluslararası organizasyonlar, hükümetler, iş dünyası ve akademik çevreler bu kavramı geleneksel yönetim felsefesinin alternatifi olarak görmeye başlamışlar ve gelecekte tüm işletmelerin vazgeçilmez yönetim anlayışı olacağına inanmışlardır (Aktan, t.y.).

Ülkemizde “corporate governance” kavramı kimi zaman kurumsal yönetim kimi zaman da kurumsal yönetişim olarak çevrilmiştir. Ancak SPK, Temmuz 2003’ te “corporate governance” kavramını kurumsal yönetim olarak literatüre sokmuş ve o günden bugüne kadar da akademik çevrede kurumsal yönetim olarak kabul görmektedir. Kavram karmaşasını yaratan kelime “governance” kelimesinin Türkçe karşılığının olmamasındandır. İlk başlarda yönetişim olarak adlandırılmıştır çünkü yönetim kavramı, klasik yönetim tarzını çağrıştırmaktadır. Ayrıca, yönetim dendiğinde daha idareye yönelik bir sistem anlaşılırken, (örneğin iyi bir yönetimin asıl amacı sadece hissedarlarının amacına hizmet etmektir) “yönetişim”, idarenin yanı sıra geleceğe yönelik tasarımları da gerçekleştiren ve bir takım prensipleri de kapsayan hissedarların dışında tüm diğer ilgili kesimlerin istek ve arzularını uyumlaştırmaya çalışan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, yönetişim kavramı literatürümüzde yönetim olarak tercüme edildiği için

kavram kargaşası yaratmamak adına biz de bundan sonra kurumsal yönetim yerine kurumsal yönetim kavramını kullanacağız.

Bir ülkenin kurumsal yönetimine etki eden unsurlar, ülkenin içinde bulunduğu genel şartlar, sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi ve şirket uygulamalarıdır. Ülke ile ilgili faktörler; ekonomik durum, finansal ortam, rekabet yoğunluğu, bankacılık düzenlemeleri, sermaye sahiplerinin hakları ve benzeri faktörlerden oluşmaktadır. Sermaye piyasası ile ilgili faktörler ise; piyasaya yönelik düzenlemeler ve piyasanın alt yapısı, piyasanın likiditesi, gelişmiş bir yatırımcı topluluğu ve başta muhasebe standartları olmak üzere, uluslararası standartların uygulanma düzeyinden oluşmaktadır. Şirket uygulamalarında ise; finansal ve finansal olmayan bilgilerin kamuya açıklanması, pay sahiplerinin eşitliği, yönetim kurullarının uygulamaları, yönetim kurullarının bağımsızlığı ve bunlara sağlanan maddi menfaatler, sermaye yapısı, halka açıklık, hisse senetlerinin likiditesi, diğer menfaat gruplarının alınan kararlara katılım düzeyi, şirketin çevreye duyarlılığı ve sosyal sorumluluk düzeyidir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2003: 2).

Dünyada kurumsal yönetim alanında tek bir kurumsal yönetim modeli yoktur. Ülkelerin yapısal özelliklerinden kaynaklanan farklılıklar kurumsal yönetim anlayışında standart bir format oluşturulmasına engel olmaktadır. Ancak, dünyada kurumsal yönetim alanında belli bir çerçeve oluşturmaya yönelik olarak yapılan çalışmalar bütün hızıyla devam etmektedir. Bu konuda Dünya Bankası, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ve bu iki örgütün özel sektör temsilcilerinin katılımı ile birlikte oluşturduğu Global Kurumsal Yönetim Forumu (GCGF) öncü olarak faaliyetlerine devam etmektedir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2003: 2).

Son yirmi yılda kurumsal yönetim kavramı geniş halk kitleleri tarafından ekonomik ve sosyal sebeplerden dolayı ilgi görmeye başlamıştır. Özellikle, geniş yatırımcı kitlesine sahip büyük işletmelerin gelecekleriyle ilgili endişeler onları kurumsal yönetim kavramının üzerinde daha çok düşünmeye sevk etmiştir. 2000' li yılların başında kurumsal etik üzerine çok üzücü olaylar

yaşanmıştır. WorldCom, Anderson, Merrill Lynch, Enron, Martha Stewart, Global Crossing, Qwest Communications, Tyco International, Adelphia Communications, Merck, Computer Associates, Parmalat, Putnam, Boeing, Rite Aid, Xerox, ASEA Brown Boveri, Kmart, Swiss Air ve diğerleri yatırımcısını üzen bir dizi kurumsal skandal ile karşı karşıya kalmıştır. Düşen hisse senedi piyasaları, şirket iflasları, şüpheli muhasebe uygulamaları, şirket gücünü kötüye kullanma, sahtekârlık, cezai soruşturmalar, kötü yönetim, haddinden fazla yönetici tazminatları yatırımcıların güveninin azalmasına neden olmuştur. Yatırımlardan beklenen getirinin düşük olmasının sebebi de bu olaylar gösterilmektedir. Bu tür skandallar ve yolsuzluklarla karşı karşıya kalınması kurumsal yönetime olan ilgiyi yeniden canlandırmıştır. (Arjoon, 2005)

Anderson ve Orsagh (2004) yaşanan iflasların nedeni olarak hileli muhasebe işlemleri ve diğer illegal yolları işaret etmektedir. Ancak, bu işletmelerin ortak özellikleri kurumsal yönetim konusundaki aynı risklere sahip olmasıdır. Bu riskler, çıkarların çatışması, deneyimsiz yöneticiler, haddinden fazla tazminatlar veya bir hisseye bir oy kuralının geçerli olmaması şeklinde sıralanabilir. Yaşanan iflaslar, sektör içinde olsun veya olmasın birçok işletmeyi olumsuz yönde etkilemiştir. Kriz dalga dalga yayılmış, önce yerel piyasalara daha sonra uluslararası piyasalara darbe vurmuştur. Bunun sonucu olarak, hissedar değerinde milyarlarca dolar kayıplar yaşanmıştır. ABD’ de yaşanan bu yolsuzluk olayları hükümeti harekete geçirmiş ve 2002 Sarbanes Oxley Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bunun yanında, Newyork Borsası kurumsal yönetim perspektifinden muhasebe standartlarının geliştirilmesine yönelik çalışmalar başlatmıştır.

2.1.1. Kurumsal Yönetimin Tanımı

Kurumsal yönetim konusunda çok fazla tanım mevcuttur. Bunun nedeni de kurumsal yönetimin amacının ve ilgilendiği konuların çok

olmasıdır. Birçok konuyu aydınlatmak ve yol göstermek amacıyla olan kurumsal yönetim kavramının standart bir tanımının yapılması da güçleşmektedir.

Aktan (t.y.) kurumsal yönetim kavramının tanımını dar ve geniş olmak üzere iki şekilde ifade etmeye çalışmıştır. Dar anlamıyla kurumsal yönetim, şirket yönetimi ile hissedarlar (shareholders) ve diğer ilgili tarafların (stakeholders) arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür. Bir başka ifadeyle, herhangi bir şirkette hissedarlar dâhil, şirketin yürüttüğü faaliyetler ile doğrudan ve dolaylı ilgili olan tüm menfaat sahiplerinin haklarını korumayı ve şirket yönetiminin sorumluluk ve yükümlülüklerini ortaya koymayı amaçlayan bir yönetim felsefesidir.

Aktan' a (t.y.) göre kurumsal yönetim en geniş anlamda, iyi şirket yönetimi için gerekli formel ve informel kurallar bütünüdür. Yazar, iyi şirket yönetimi için, sadece şirket üst yönetiminin ve yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını ve aynı zamanda şirket içi ve şirket dışı ilgilerinin haklarını önceden belirlemenin ve bunları yasal çerçeve içerisine almanın son derece önemli ve gerekli olmakla birlikte yeterli olmadığını düşünmektedir. Ona göre, iyi şirket yönetimi için bunların ötesinde değişim yönetimi, stratejik yönetim, sinerjik yönetim, toplam kalite yönetimi, insan kaynakları yönetimi gibi yönetim ilkelerinin ve yönetim tekniklerinin etkin biçimde şirkette uygulanması gereklidir.

Kula (2006: 12) kurumsal yönetimi, şirketin fon sağlayıcılarının yatırımlarının korunmasına yönelik gerçekleştirilen uygulamalar olarak ifade etmektedir. Yazara göre, kurumsal yönetim uygulamalarının yerleştiği bir şirkette, yatırımcılar pasif bir şekilde şirket faaliyetlerini sadece dönemsel bazda incelemezler. Bilakis kendilerini mülksüzleştirmeye yeltenen yöneticileri kesintisiz olarak kontrol edecek şekilde donanımlı olurlar.

Tüsiad' ın (2002: 9) Dünya Bankasının bir çalışmasından (Corporate Governance Manual) aktardığı tanıma göre kurumsal yönetim, bir kurumun beşeri ve finansal sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait

olduğu toplumun değerlerine saygı göstererek, uzun dönemde ortaklara ekonomik değer yaratmaya olanak tanıyan her türlü kanun, yönetmelik ve uygulamaları ifade eder.

Shleifer ve Vishny (1997) e göre kurumsal yönetim, işletmelere fon sağlayanların uygun bir getiriye temin etmelerine ilişkin ilkeleri incelemektedir. Yazarlar kurumsal yönetimin şu sorulara cevap sağlaması gerektiğini ifade etmektedir: (i) Fon sağlayıcılar, yöneticilerden kârdan elde edilen getiriye nasıl temin edecektir? (ii) Fon sağlayıcılar, kendi sağladıkları fonun yöneticiler tarafından çalınmayacağını ve kötü projelere yatırılmayacağından nasıl emin olacaktır? (iii) Fon sağlayıcılar, yöneticileri nasıl kontrol altında tutacaklardır? Yazarlar, bu soruların cevabını kurumsal yönetimin bulması gerektiğinin altını çizmektedirler.

2.1.2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim ilkeleri, 1990' lı yılların başında İngiltere, ABD ve Kanada' da şirketlerin yönetiminde yaşanan olumsuzluklar yüzünden gündeme gelmiştir. Ayrıca, yönetim kurullarının etkin çalışmaması ve kurumsal yatırımcılardan gelen baskılar sonucunda bu ilkelerin oluşturulması ve geliştirilmesi kaçınılmaz bir hal almıştır. ABD' de "General Motors Yönetim İlkeleri" İngiltere'de "Cadbury Raporu" ve Kanada'da "Dey Raporu" kurumsal yönetimin geliştirilmesinde rehber olmuşlardır. Daha sonraları, bu düzenlemeler tüm dünyaya yansımış hemen her borsa ve her ülke bu ilkeleri ana başlıklar değişmeden kendi ülkesine uygun hale getirmeye başlamıştır (Önder, 2003: 126).

Şirket sermaye sahipleri, şirketin yönetimine katılanlar ve diğer ilgililerin etki ve talepleri sonucu, OECD Konseyi, 27-28 Nisan 1998 tarihindeki bakanlar düzeyindeki toplantısında yol gösterici nitelikte kurumsal yönetim ilke ve standartlarının geliştirilmesini talep etmiştir. OECD tarafından oluşturulan geçici çalışma grubunun hazırladığı ilkeler 26-27 Mayıs 1999

tarihinde onaylanmıştır. OECD ilkelerinin uygulanması için kanuni bir yaptırım yoktur. Tamamıyla gönüllülük üzerine kurulu olan bu ilkeler, özellikle hisse senetleri borsada işlem gören anonim şirketlere yönelik olmasına rağmen, aile şirketleri ya da devlete ait kamu iktisadi teşebbüslerinde de kullanılabilir (Önder, 2003: 127). Onaylandığı tarihten bu yana, bu ilkeler, kurumsal yönetim olgusunu gündemde tutmuş ve hem OECD üye ülkelerindeki hem de OECD üyesi olmayan ülkelerdeki yasama ve düzenleme inisiyatifleri için bir yol gösterici kılavuz olmuştur.

İlkeler, 2002 yılında OECD Bakanlar Kurulu'nun himayesinde OECD Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubu tarafından gözden geçirilmiştir. Üye ülkelerin, kurumsal yönetim uygulamalarında karşılaştıkları sorunlara ne şekilde çözüm getirdiklerine dair kapsamlı bir çalışma da gözden geçirme çalışmalarında kullanılmıştır. Aynı zamanda, gözden geçirme çalışmaları kapsamında, OECD'nin Dünya Bankası ve diğer sponsorlarla işbirliği içinde, bölgesel reform çabalarının desteklenmesi amacıyla Bölgesel Kurumsal Yönetim Yuvarlak Masa Çalışmalarını organize ettiği OECD sahası dışındaki ekonomilerdeki deneyimlere de başvurulmuştur.

Gözden geçirme çalışmalarına birçok kesimden destek gelmiştir. Söz konusu çalışmalara, büyük uluslararası kuruluşlar katılmış ve özel sektör, sendika, sivil toplum ve OECD üyesi olmayan ülkelere temsilcilerle kapsamlı istişare toplantıları yapılmıştır. Son olarak, taslak ilkelerin Internet üzerinden kamuoyunun görüşüne sunulduğu süre zarfında birçok yapıcı öneri alınmıştır.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri altı ana başlıkta toplanır (OECD, 2005):

I. Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi: Kurumsal yönetim çerçevesi, şeffaf ve etkin piyasaları teşvik etmeli, kanunlara uygun olmalı ve farklı denetim, düzenleme ve yürütme erkleri arasında sorumluluk dağılımını açıkça yapmalıdır.

Etkin bir kurumsal yönetim çerçevesi için tüm piyasa katılımcılarının özel sözleşmeler bazında ticari ilişkiler kurarken güvенеbilecekleri uygun ve etkili hukuki, düzenleyici ve kurumsal bir temelin oluşturulması gereklidir. Kurumsal yönetim çerçevesi, genel olarak ülkenin içinde bulunduğu şartların, ülke tarihinin ve geleneklerinin birer sonucu olan yasama unsurlarını, kuralları, özel düzenlemeleri, iradi taahhütleri ve iş uygulamalarını kapsar. Bu nedenle, bu alandaki yasaların, kuralların, öz denetim mekanizmalarının, iradi standartların vs. tercih edilen bileşimi ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Yeni deneyimler elde edildikçe ve ticari şartlar değiştikçe, bu çerçevenin içeriği ve yapısı da değişime uğramaktadır.

II. Hissedarların Hakları ve Önemli Görevleri: Kurumsal yönetim çerçevesi, hissedarlık haklarını korumalı ve bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırmalıdır.

Bu madde hissedarları, mülkiyetin sahibi olarak tanımaktadır. Hissedarlar, şirketin yasal olarak tanınmış ve bölünebilir hisselerinin sahibi olarak şirketteki çıkarlarını sürdürme veya elden çıkarma hakkına sahiptir. Etkili kurumsal yönetim, bu mülkiyet hakkını koruyan ve güvenli sahiplik, kayıt ve transfer yöntemlerini içeren yasa, prosedür ve uygulamalara dayanmaktadır. Bu ilke, yönetim kurulu üyelerinin seçimi, önemli birleşme ve satın alma işlemlerinin onaylanması gibi kritik şirket kararlarına hissedarların katılım haklarını da tanımaktadır.

Öte yandan, şirket pratikte, sadece hissedarlar arasında yapılan oylama (referandum) ile yönetilemez. Hissedarlık kurumu, çıkarları, amaçları, yatırım ufukları ve kapasiteleri farklı bireyler ve kurumlardan oluşur. Bununla birlikte, şirket yönetiminin ticari kararları hızlı bir biçimde alabilme zorunluluğu vardır. Bu gerçeklerin ışığında ve hızla ilerleyen ve sürekli değişen piyasa koşullarında şirket işlerinin sevk ve idaresinin karmaşıklığı karşısında, hissedarların şirket faaliyetlerinin yönetimi sorumluluğunu almaları beklenemez. Şirket stratejisi ve faaliyetleri ile ilgili sorumluluk yönetim

kurulunun ve yönetim kurulu tarafından seçilen, yönlendirilen ve gerektiğinde değiştirilen tepe yönetimin elinde toplanmıştır.

III. Hissedarların Adil Muamele Görmesi: Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarlar da dâhil, bütün hissedarlara esit muamelede bulunulmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar haklarının ihlali karşısında yeterli bir telafi ya da tazminat elde etme fırsatına sahip olmalıdır.

Bu madde, şirket yönetiminin bütün hak sahiplerine karşı eşit davranmasının ifadesidir. Bu ilke, azınlık hissedarlar ve yabancı ortaklar da dâhil olmak üzere hissedar haklarının korunmasını ve yapılan sözleşmelerin uygulanmasını ifade etmektedir.

Hissedarların haklarını uygulamaya koyma yollarından biri, tepe yönetime ve yönetim kurulu üyelerine karşı hukuki ve idari işlemleri başlatabilecek durumda olmalarıdır. Deneyimler hissedar haklarının ne derecede korunduğunun göstergesinin, makul bir maliyette ve aşırı bir gecikme olmaksızın şikâyetleri telafi ya da tazmin edebilmenin etkin yollarının bulunup bulunmadığı olduğunu göstermiştir. Azınlık durumdaki yatırımcıların güveni, haklarının çiğnendiği yolunda makul gerekçelere dayalı bir kuşku duydukları zaman, ilgili hukuk sisteminin azınlık hissedarlarına dava açabilme mekanizmaları sağlamış olmasıyla arttırılabilir. Bu gibi mekanizmaların oluşturulması, yasa koyucuların ve denetim organlarının asli sorumluluğundadır.

Ayrıca, bu maddeye göre, hukuki çerçeve azınlık hissedarları şirket varlıklarının yanlış kullanımı veya hâkim hissedarlar, yöneticiler veya yönetim kurulu üyelerinin işlemlerine karşı koruyan yasaları içermelidir.

Ancak, yatırımcılara şirket faaliyetlerine mahkeme yoluyla karşı çıkma olanağını tanıyan bir hukuk sistemi, çok sayıda davanın ortaya çıkmasına gebe dir. Bu nedenle çoğu hukuk sistemi, tepe yönetim ve yönetim kurulunu sık sık mahkeme önüne çıkma istismarından koruyacak, hissedarın şikâyetinin yeterliliğini test etme biçiminde, basiretli ticari muhakeme

yürütebilme kuralı ya da bilginin açıklanması gibi "güvenli limanlar" diye adlandırabileceğimiz bazı hükümler getirmiştir. Sonuç olarak, yatırımcılara mülkiyet haklarının ihlali karşısında çare aramalarına olanak tanıma ile anlaşmazlıkların sık sık mahkeme önünde çözümlenmesine engel olunması arasında bir denge kurulmalıdır.

IV. Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü: Kurumsal yönetim çerçevesi, menfaat sahiplerinin haklarını yasalarda veya ikili anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları yaratmada şirketler ile ilgili taraflar arasında etkin işbirliğini ve mali açıdan güçlü işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmelidir.

Bu madde, şirketlerin hissedarları için değer yaratırken toplumsal değerleri yansıtan kanun ve düzenlemelere uyum gösterecek şekilde faaliyet göstermesini ifade etmektedir. Ancak, Kurumsal Yönetim ilkeleri, genel olarak kanunların sorumluluk açısından minimum standartları oluşturduğunu, gerçek anlamda sorumlu şirket davranışının ise yasal zorunlulukların ötesine geçilerek yerine getirilebileceği vurgulamaktadır.

Kurumsal yönetim ilkeleri bu doğrultuda, çalışanların yönetime katılımını teşvik edici mekanizmaların geliştirilmesini önermekte ve bütün paydaşların kaygılarını yönetim kuruluna iletebilmesi için gerekli ortamın sağlanmasının önemi vurgulamaktadır. Ayrıca, kurumsal yönetim ilkelerinde alacaklıların hakları üzerinde de durulmakta; etkili bir iflas çerçevesi ve alacaklı haklarının etkin bir şekilde icraya konulmasının altı çizilmektedir.

V. Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık: Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dâhil olmak üzere şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlamalıdır.

Şeffaflıkla ilgili madde, şirketin kamuoyu ile doğru, açık ve karşılaştırılabilir bilgi paylaşımını gerektirmektedir. Zira yatırımcılar ancak tatminkâr düzeyde kaliteli bilgiye sahip oldukları durumda kaynaklarını etkin

bir şekilde yönlendirme olanağı bulacaktır. Bu nedenle, şirketin geçmiş dönem performansı ile birlikte geleceğe yönelik amaçları ve karşılaşılabilecek önemli risklerin yatırımcılara duyurulması, iyi kurumsal yönetimin gereği olarak değerlendirilmektedir. Şeffaflık ilkesi, yalnızca faaliyet sonrasında değil, faaliyetin gerçekleştirilmesi sırasında ve öncesinde de geri bildirim sağlanmasına yönelik olanakların geliştirilmesine yönelik düzenlemeleri teşvik etmektedir.

Şeffaflık konusunda uygulamada karşılaşılan en ciddi sıkıntılardan biri de çeşitli ülkelerde uygulanan muhasebe standartlarındaki farklılıklar nedeniyle finansal bilgilerin karşılaştırılabilir olmaktan uzaklaşmasıdır. Finansal bilgilerin karşılaştırılabilirliğini sağlamak amacıyla, Avrupa Birliği 2005 yılından itibaren bütün halka açık şirketlerin, konsolide tablolarını Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi tarafından yayınlanmakta olan Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) uyarınca hazırlamasını zorunlu kılmıştır. Türk Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK) da 2006 yılında UFRS' yi Türkçeye çevirmiştir. 2008 yılında kanunlaşması umulan yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda halka açık olsun olmasın ülkemizdeki tüm işletmelere muhasebe ve finansal raporlama konularında TMSK tarafından yayımlanan, UFRS' ye uyumlu Türkiye Muhasebe Standartları'na uymaları mecburiyeti getirilmektedir.

Etkili bir beyan sistemi, şirketlerin piyasa bazında denetiminin önemli bir dayanak noktasıdır ve hissedarların oy haklarını kullanmalarında büyük bir öneme sahiptir. Büyük ve aktif bir sermaye piyasasına sahip olan ülkelerde elde edilen deneyim, kamuya açıklama yapmanın şirketlerin davranışlarını etkilemede ve yatırımcıları korumada etkili bir araç olduğunu göstermiştir. Etkili bir beyan sistemi, sermaye çekmeye ve sermaye piyasalarında güveni korumaya yardımcı olur. Diğer taraftan, kamuya yeterli açıklama yapmama ve şeffaf olmayan uygulamalar, etik olmayan davranışlara ve piyasa güvenliliğinin, şirketlerin, hissedarların ve ekonominin genelinin zarar görmesine neden olur. Hissedarlar ve potansiyel yatırımcılar, işletmenin sevk ve idaresini değerlendirebilmek, değer biçme, mülkiyet ve

oylama işlemlerinde bilgiye dayalı kararlar alabilmek için düzenli şekilde, güvenilir ve yeterince ayrıntılı mukayese olanağı sağlayabilecek bilgiler talep etmektedir. Yetersiz ve muğlâk bilgi, piyasaların islemesine engel olabileceği gibi, sermayenin maliyetini yükseltebilir ve kaynakların verimsiz dağılımına yol açabilir.

VI. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları: Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun, şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlamalıdır.

Faaliyet öncesinde, sırasında ve sonrasında geri bildirim sağlanmasını içeren şeffaflık ilkesinin aksine, hesap verebilirlik ilkesi faaliyet sonrasında kapsamaktadır. Bu ilke, yönetim kurulunun tepe yönetim performansını bağımsız bir şekilde izlemesini ve tepe yöneticilerin hissedarlara karşı hesap verebilirliğinin temin edilmesini gerektirmektedir. Bunun sağlıklı bir şekilde isleyebilmesi için, yönetim kurulu ve tepe yönetim arasında sorumlulukların ne şekilde paylaşıldığı netleştirilmelidir. Aksi takdirde, karar verme gücünün hangi mercide olduğu, dolayısıyla bu kararlar için hesap verme yükümlülüğünün kimde olduğu belirsiz kalacaktır. Başka bir ifadeyle, yönetim kurulu ve tepe yönetim arasında etkin bir işbölümü, kurumsal yönetimde hesap verebilirlik ilkesinin vazgeçilmez koşuludur. Bu nedenle, kurumsal yönetimle ilgili rapor ve kodlarda yönetim kurullarının yapısı ve işleyişi ile ilgili düzenlemeler ağırlıklı bir yer tutmaktadır.

Yönetim kurulu yapıları ve usulleri, OECD ülkeleri arasında farklılıklar göstermektedir. Bazı ülkeler denetim işlevi ile yönetim işlevini iki ayrı organa bölen iki kademeli kurula sahiptir. Bu türden sistemlerde genellikle icrada görevli olmayan kurul üyelerinden oluşan bir "denetim kurulu" ve tamamen icrada görevli üyelerden oluşan bir "idare kurulu" vardır. Başka ülkelerde ise, icrada görevli olan ve olmayan kurul üyelerini bir araya getiren "birleşik" kurullar vardır. Bazı ülkelerde, denetim amaçlı ek bir yasal kurul bulunmaktadır. Kurumsal Yönetim ilkeleri, işletmenin idaresi ve tepe

yönetimin denetlenmesi görevleri hangi kurula verilmiş olursa olsun, yeterince kapsamlı olmayı amaçlamaktadır.

Yönetim kurulu şirket stratejisini belirlemenin yanı sıra, esas itibarıyla, çıkar çatışmalarını engelleyerek ve şirkete yönelik rekabet halindeki talepleri dengeleyerek işletme performansını denetlemek ve hissedarlar için yeterli kazancı elde etmekle yükümlüdür. Yönetim kurullarının etkin bir biçimde sorumluluklarını yerine getirmeleri için objektif ve bağımsız yargıda bulunabilmeleri gerekir. Yönetim kurulunun bir başka önemli sorumluluğu, şirketin yürürlükteki vergi, rekabet, iş, çevre, fırsat eşitliği, sağlık, işyeri ve işçi güvenliği yasaları gibi temel mevzuata uymasını sağlamasına yönelik olarak oluşturulan sistemlerin idaresidir.

Yönetim kurulları, sadece şirkete ve hissedarlara karşı sorumlu olmayıp aynı zamanda şirket ve hissedarların menfaatlerine en uygun şekilde hareket etmekle de yükümlüdür. Buna ilaveten, yönetim kurullarından, çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçi kuruluşlar ve yerel topluluklar gibi diğer ilgililerin menfaatlerini eşit ölçüde dikkate alması beklenmektedir. Çevre ile ilgili ölçütlere ve sosyal standartlara uyulması gereğini, bu bağlamda sayabiliriz.

2.1.3. Temsil Sorunu

Büyük firmalarda ve özellikle de sermayesi halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilik ve sermaye sahipliğinin giderek birbirinden ayrılması, firmanın amaçlarına ulaşmak için göstereceği faaliyetlerin yürütülebilmesini sağlayacak biçimde yetki devrini gerekli kılmaktadır.

Bir girişimci tarafından kurulan bir işletmede daha sonra bu işletmenin büyümesi ile profesyonel yöneticilere ihtiyaç duyulacaktır. İşletmelerin büyümesi bu durumu gerekli kılar. Sonuçta, girişimcilerin de dâhil olduğu hisse senedi sahiplerince (yetki veren) yetki, faaliyetlerin yönetilmesi için yöneticilere (temsilci) devredilir.

Temsilci, yetki verenlerin amaçlarına ulaşması için çalışan, yetki veren ise vekili kendi amaçları doğrultusunda çaba harcamak için teşvik eden ve vekili sürekli denetleyen kişi olmaktadır.

Jensen ve Meckling' e (1976) göre, temsilci zaman içinde sağlanacak yararları kendi lehine artırma çabasına girebilir. Yetki veren bu sorunu, temsilciyi kontrol ederek sağlayabilir. Ayrıca, temsilcinin kendi çıkarları zararına eylemde bulunmayacağına, bulunursa da bu zararı telafi edeceğine yönelik sözleşmeyle bunu aşabilir. Bir diğer yol da, yetki verenin temsilciye uygun teşvik sağlayarak çıkarlarını kendi çıkarları ile uyumlaştırmasıdır. Ancak tüm bunların gerçekleştirilmesi maliyetsiz olmayacaktır.

Temsilcilik sorunu üç taraf arasında karşılıklı ilişkiler nedeniyle baş göstermektedir. Sorunlar (1) Yönetici ile Hissedarlar ve (2) Yönetici ile Borç Verenler arasında olmaktadır.

2.1.3.1. Yöneticiler ile Hissedarlar Arasındaki Temsilcilik Sorunu

Yöneticiler, şirket sermayesine sahip olan hissedarlar tarafından hissedar zenginliğini maksimize edecek şekilde karar almak için yetkilendirilmiştir. Sermaye sahipliğinin yönetimden ayrılması sonucu, hissedarlar şirket üzerindeki kontrollerini kaybetmekte ve kontrolü ellerinde bulunduran yöneticiler, hissedarların zenginliğini maksimize etmekten çok kendi kişisel çıkar ve amaçları doğrultusunda şirketi yönetmektedirler (Jensen ve Meckling, 1976).

Jensen ve Meckling (1976), yöneticinin kendi kişisel çıkar ve amaçları doğrultusunda yaptığı gereksiz harcamaların firma değerini azaltarak optimal ve etkin olmayan bir duruma yol açtığını ifade etmiştir. Yazarlara göre, yöneticiler ile hissedarlar arasında bu nedenle oluşan çatışmaları bir temsilcilik maliyeti doğurmaktadır. Sermaye sahipliği ile kontrol ayrımı olduğu sürece sıfır olmayan bir temsilcilik maliyeti her zaman vardır. Hissedarlar bu maliyetlere fayda sağladıkları takdirde katlanacaktır.

Yöneticilerle hissedarlar arasındaki temsil problemine bağlı olarak, kârlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması (underinvestment problem), varlık ikame problemi (asset substitution problem) ve firma zararına olacak şekilde temettü ödemesi olarak özetlenebilecek sorunlar doğmaktadır.

2.1.3.1.1. Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılamaması

Hisse senedi sahipleri, kârlı yatırım fırsatlarını ifade eden pozitif net bugünkü değeri yüksek projeleri reddedebilir. Ayrıca, bu projelerin finansmanı için gereken yeni hisse senedi ihracına onay da vermeyebilir. Bunun nedenini ise; projenin getireceği nakit akışlarının borç ödemesi olarak tahvil sahiplerine veya kâr payı ödemesi olarak hisse senedi ihracı çerçevesinde firmaya ortak olan yeni hisse senedi sahiplerine transfer edilmesinin, kendi getirilerini azaltacağını düşünmeleri oluşturur (La Porta v.d., 2000).

Yöneticiler ellerindeki imtiyazların devam etmesini sağlayabilmek için serbest nakit akışlarının tutarıyla ilgilenirler. Ellerindeki imtiyazların finanse edilmesi, serbest nakit akışlarının çokluğuna bağlıdır. Bir firmada serbest nakit akışları ne kadar çoksa, hissedarların aleyhine, kendi faydaları lehine çalışan yöneticiler nedeniyle temsil maliyetlerinin yüksek olma olasılığı o kadar çoktur (Jensen ve Meckling, 1976).

Faydalarını serbest nakit akışlarının tutarıyla bütünleştirmiş olan yöneticilerin, bunu azaltacak yatırım harcamaları ve yatırımın getirileriyle finanse edilecek borç ve kâr payı ödemelerine sıcak bakmamaları, onları kârlı yatırım fırsatlarından yararlanmamaya itmektedir (La Porta v.d., 2000).

2.1.3.1.2. Varlık İkame Problemi

Yöneticilerin optimal olmayan yatırımlara yönelmesini ifade eden varlık ikamesinin nedenini, iş güvenceleriyle ilgili kuşkuları oluşturur. Firmanın

zayıflaması veya iflas etmesi durumunda, faydalarını ve hatta işlerini kaybetmekle yüz yüze kalacak olan yöneticiler, riski azaltmak için düşük getirili ancak güvenli projeleri seçmektedir. Ayrıca, iflas etme olasılığını azaltmak için borç/özkaynak oranını düşük tutabilirler (Jensen ve Meckling, 1976).

Hissedarlar yüksek getirili projelerden kaynaklanacak getirilerin tahvil sahiplerine (borç verenlere) ve yöneticilere yarayacağını düşünüyorlarsa risk-yüksek yatırımlardan risk-düşük getirili yatırımları tercih etmektedir (La Porta v.d., 2000b).

2.1.3.1.3. Firma Zararına Olacak Şekilde Temettü Ödemesi

Hissedarlar yapmış oldukları yatırımlardan getiri elde etmek ister. Ortaklığın getirisi ise temettüdür. Ortaklar arasında, temettü ne kadar yüksek olursa o ölçüde fayda sağlanacağı düşüncesi hâkimdir. Ancak, bu durum bazen fayda yerine zarara da yol açabilir. Çünkü, firmanın olası muhtemel kârlı yatırımlara kaynak bulması söz konusu olduğunda firmada bırakılmak yerine ortaklara dağıtılan temettüden istifade etme şansı yitirilmiş olacaktır.

Hisse senedi sahipleri temettünün nakit olarak ödenmesini isteyebilir. Ancak, nakit olarak ödenecek temettü vergi konusu olabilir. Diğer taraftan, hissedarlar hisse senedi şeklinde temettü ödemesi de isteyebilir. Ancak bunun da, firmaya ayrı bir işlem maliyeti yükleyeceği unutulmamalıdır.

2.1.3.2. Yöneticiler ve Borç Verenler Arasındaki Temsil Sorunu

Firma hak sahiplerinden borç verenlerin kendi çıkarlarını gözetmeleri sonucu ortaya çıkan sorunlar şunlardır: (1) Hakların Sulandırılması, (2) Belirli Projelerin Koşulu, (3) Firmanın Tasfiye Edilmesi.

2.1.3.2.1. Hakların Sulandırılması

Borç verenler firma ile yaptıkları borç sözleşmelerinde; yöneticilerin maaş ve imtiyazlarının azaltılması, kâr payı ödenmemesi veya sınırlandırılması ve pozitif getiriye sahip bazı yatırımlara gidilmemesi yönünde hükümler koydurulmasını isteyebilir. Bunun yerine getirilip getirilmemesi izlemeleri, yönetici ve hissedarların getirilerini negatif yönde etkileyebilir (Agrawal ve Knoeber, 1996) .

2.1.3.2.2. Belirli Projelerin Koşulu

Borç verenler, borç anlaşmalarına belirli projelerin kabulü veya yeni borçlanmaya gidilmemesi şartını koyabilirler. Bu davranışları, net bugünkü değeri pozitif olan projelere yatırım yapılmaması ile sonuçlanabilir. Bu durumda, borç verenler yönetici ve hissedarların yanında aslında kendi çıkarlarına da zarar vermiş olurlar (Jensen ve Meckling, 1976).

Borç verenler, yöneticileri uzun vadeli kârlı yatırım projelerine girmektense daha çabuk ödeme bekledikleri kısa vadeli düşük net bugünkü değerli projelere yönlendirebilir. Borç verenler bu sayede vadesi yakın olan alacaklarını kısa sürede tahsil edebilir. Kısa vadeli yatırımlara yönlendirilmesinin kökeninde, optimalden az yatırım yapılması problemi vardır. Çünkü, fazla miktarda borç yükümlülüğü olan firmalar, vadesi gelen borçlarını karşılayabilmek için daha yüksek faizlerle tekrar borç alırlar ve pozitif net bugünkü değerli projelere girilmesi fırsatını kaçırarak optimalin altında yatırım yapmak zorunda kalırlar.

2.1.3.2.3. Firmanın Tasfiye Edilmesi

Bir firma borçlarını karşılayamayacak duruma gelirse iflas etmiş sayılır. Direkt iflas maliyetleri, iflas eden bir firmanın reorganize edilmesini içerir.

Reorganizasyon planı, alacak sahiplerinin finansal haklarını elde etmesi için oluşturulan bir plandır. İflas durumunda, hissedarlar firma üzerindeki alacak haklarını kaybederler; kalan zararlar ise sabit hakların nominal değerinden veya piyasa değerinden kreditörlere intikal eder. Bu sırada oluşacak kanuni giderler, avukatlık ücretleri, mahkeme giderleri de kreditörlere transfer olmaktadır. Kreditörler, iflas durumunda bu maliyetlere katlanacakları için, firmanın iflas olasılığı kadar bir temerrüt primini faiz oranlarına yansıtırlar. Eğer yöneticiler borç alıyorsa, iflas maliyetlerine paralel bir prim ödemeye razı olmalıdırlar (Jensen ve Meckling, 1976).

2.1.4. Temsil Maliyetleri

Jensen ve Meckling (1976) temsilci maliyetlerini; izleme maliyetleri (monitoring costs), garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri (bonding costs) ve önlenemeyen kayıplar (residual loss) biçiminde sınıflandırmıştır. İzleme maliyetleri yetki verenlerce, garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri temsilcilerce, önlenemeyen kayıplar ise hem yetki veren ve hem de temsilcilerce üstlenilmektedir.

2.1.4.1. İzleme Maliyetleri

Jensen ve Meckling'in (1976) izlemeyi gerekli görmelerinin nedeninin, hisse senedi sahiplerinin kendilerini, yöneticilerin aşırı ölçüde imtiyaz kullanımını da içeren ahlaki rizikoya karşı korumalarından kaynaklandığını belirtmektedirler. Böylelikle, etik öğeler içeren ahlaki riziko problemi çözümlenebilir.

Yöneticilerin izlenmesindeki en temel uygulama, yöneticilerce performanslarını gösteren raporların hazırlanmasıdır. Hem hisse senedi sahiplerinin denetçileri görevlendirmeleri, hem de yöneticilerin bu tip raporları hazırlamak için harcadıkları zaman izleme maliyetini oluşturur. Böyle bir

faaliyet sonucu ortaya çıkan izleme maliyetleri, borç verenler için de söz konusudur. Özellikle banka ve sigorta kuruluşları, firmanın faaliyetlerini izlemekle görevli elemanlar istihdam edeceklerdir ki, bu da bir izleme maliyetidir.

Firma bünyesinde hisse senedi sahiplerince seçilen yönetim kurulu, yöneticilerin izlenmesi görevini yerine getirir. Yönetim kurulu üyelerine izleme maliyeti oluşturacak biçimde maaş ödenir. Ancak, zaman içinde yönetim kurulu üyeleri yöneticilerle karşı karşıya gelmek yerine, hisse senedi sahiplerinin hakları üzerinden çıkar ilişkisine girebilir. Bunu önlemek için ise, çalışanlar arasında rekabet sağlayacak bir organizasyon yapılmasına gidilebilir. Ancak bu durumda, yeni bir organizasyon yapılmasının getirdiği maliyetlerin yanında, rekabet halindeki yöneticilerin bilgi saklamaları nedeniyle firma performansında azalma söz konusu olabilir (Jensen ve Meckling, 1976).

Piyasadaki rekabetin firmayı disipline ettiğinden hareketle ele alınabilecek bir diğer izleme yöntemi, firmanın menkul kıymetler borsasına açılmasıdır. Menkul kıymet piyasalarında yer alan firmalar bütün yatırımcılarca izleneceğinden, firmanın piyasa değeri, özellikle yöneticiler açısından iyi bir göstergedir. Bu yüzden, genel olarak firma çıkar gruplarının tümü hareketlerinde dikkatli olmak konumundadır.

Menkul kıymet borsalarına girilmesi; kâr payı ödemelerinin beraberinde getirdiği vergi ve menkul kıymet ihraç giderlerini içeren işlem maliyetleri ile güvenilirliği sağlamak için hesapların bir ücret karşılığında denetim firmalarınca incelenmesinden ortaya çıkan izleme maliyetlerine neden olmaktadır. Ancak kurumsal yatırımcılar ve yatırım danışmanlığı yapan firmaların piyasa için bilgi üretecek bir biçimde sosyal bir sorumluluk üstlenmeleri söz konusu maliyetleri azaltmakta, bu yüzden de izleme açısından sermaye piyasalarına girilmesi en etkili yöntem haline gelmektedir (Jensen ve Meckling, 1976).

2.1.4.2. Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri

Temsilcilerce yetki verenlere, yetki verenlerin zararına hareket edilmeyeceği, edildiğinde ortaya çıkacak zararın tazminine yönelik, sözleşmelerle somutlaştırılan güvenceler verilmesinden kaynaklanan maliyetlerdir.

Hissedarlarla ilişkisinde temsilci konumunda olan yöneticilerin, işlerinden ayrılmayacaklarını, ayrılmaları durumunda doğabilecek zararını ödeyebileceklerini belirtmeleri garanti sağlayıcı bir maliyet yüklenmelerine neden olur.

Borç verenlerle ilişkilerinde temsilci konumunda olan yönetici ve hisse senedi sahiplerinin, bazı kısıtlamalara gitmeyi kabul ettikleri borç anlaşmaları da söz konusu maliyetler içerisinde yer alır. İçerdikleri kısıtlamalara göre tahvil anlaşmaları başlıca dört başlık altında toplanabilir (Jensen ve Meckling, 1976):

- Belirli projelerin kabul edileceği yönünde tahvil sahiplerine güvence veren “üretim-yatırım anlaşmaları”.
- Belirli oranda temettü ödeneceği veya hiç ödenmeyeceğine ilişkin “temettü anlaşmaları”.
- Ek borçlanma alınmayacağı veya yeni hisse senedi çıkarılmayacağı taahhüt edilen “finansman anlaşmaları”.
- Diğer anlaşmalara koşul olarak uygulanan ve kısıtlamalara uyulmadığında ödenmesi kabul edilen “tazmin anlaşmaları”.

2.1.4.3. Önlene Meyen Kayıplar

Jensen ve Meckling’e (1976) göre izleme ve garanti sağlayıcı anlaşma maliyetlerine katılınca da, önlene Meyen birtakım maliyetler ortaya çıkacaktır. Diğer bir deyişle, maliyet içeren temsilci problemlerinin azaltılması için belirli bir maliyete katlanılmakta ancak bu problemler ortadan

kaldırılmamaktadır. Bu durumda, firma hem temsilci problemlerini ortadan kaldırmak için gerekli faaliyetlerde bulunmanın gerektirdiği maliyetleri yüklenmekte ve hem de bu maliyetlerle katlanmak pahasına ortadan kaldıramadığı bir takım ek maliyetlere karşılaşmaktadır. Söz konusu maliyetler; firma çıkar gruplarının önceliklerinin sıraya konulamamasının ve optimal dahi olsa seçilen projelerin uygun biçimde yürütülememesinin firmaya yüklediği maliyetler olarak tanımlanır.

Hiç şüphesiz, bu durumda firmanın yüklendiği maliyetler daha da artacaktır. Ancak temel sorun, temsilci maliyetlerinin belirlenmesi ve tutarının saptanmasıyla ilgilidir. Yönetici, hisse senedi sahibi ve borç verenlerin kendi çıkarları doğrultusunda oluşturulmasına çalıştıkları yatırım ve sermaye yapısı kararları ve temettü politikalarının firmalara yüklediği temsilci maliyetleri ölçülebilir. Ancak, bir bütün olarak temsilci maliyetlerini tespit etmek oldukça güçtür. Bununla birlikte, gerçekte temsilci maliyetlerini ölçebilecek nitelikte bir model bulunmamaktadır. Bu ise, temsilci maliyetlerini oluşturan problemleri tam olarak tanımlayacak parametrelerin olmamasından, ya da kullanılan modellerin aşırı derecede sadeleştirip problemi yansıtamamasından kaynaklanmaktadır.

2.1.5. Şirket Kontrolünü Kötüye Kullanma: Mülksüzleştirme

Şirketin gelecekte elde edeceği net nakit akımlarının bugünkü değeri olan şirket değerinin, normalde tüm hissedarlara ellerindeki hisse oranınca dağıtılması gerekmektedir. Ancak şirketin kontrolünü elinde tutan taraflar, kontrolün özel yararlarını diğer hissedarlarla paylaşmayıp bu yarardan sadece kendileri yararlanmak isteyebilir. Kendi refahını maksimize etmek ve getiriye diğer kişilerden aktarmak amacı ile kontrol gücü kullanılma süreci mülksüzleştirme olarak tarif edilebilir (Kula, 2006: 20).

La Porta v.d. (1999) mülksüzleştirmeye örnek olarak şunları vermişlerdir: Hâkim ortak ve yöneticilerin şirket fonlarını kendilerine

yönelmesi; dış fonlarla finanse edilen varlıkları ya da şirketin ürettiği mal ve hizmetleri sahip oldukları diğer işletmelere piyasa fiyatı altında satması, ya da yönetim kademelerine liyakatsiz aile fertlerinin getirilmesi; veya yöneticilere (bunların aile fertleri olması kuvvetle muhtemel) aşırı ödeme yapılması. Yazarlar bu mülksüzleştirmeye karşı hissedarları koruyan en önemli çarenin kurumsal yönetim mekanizmaları olduğunu belirtmişlerdir.

Berglof ve Thadden (1999) mülksüzleştirmeye karşı alternatif kurumsal yönetim mekanizmaları önermektedir. Buna göre, çalışanların yönetim içerisinde yer alması ve ahlaki yaptırımlar uygulanması kontrolü elinde tutan hâkim ortağın özel faydalar sağlamasına engel olabilecektir.

Yatırımcı haklarının iyi korunmadığı ortamlarda, yüksek kontrol hakkı büyük hissedar ve yöneticilere daha rahat sömürme imkânı vermektedir. Hâkim ortak veya yöneticiler gerçekten mülksüzleştirme yapıyorlarsa, kontrolün özel faydaları firma değerinin önemli bir kısmını oluşturur. Bu da, bu tür çevrelerde kontrolün hâkim ortakta mı yoğunlaşması ya da birçok yatırımcı arasında dağıtılması mı gerektiği konusunu gündeme getirmektedir. Kontrolü elinde tutan her kimse şahsi menfaatlerini şirket menfaatleri önünde tuttuğu zaman diğer yatırımcıların mülksüzleştirilmesinde en büyük rolü oynayan kişi olmaktadır. İşte bu noktada, kurumsal yönetim de mülksüzleştirmenin engellenmesini sağlamaya yönelik mekanizmalar topluluğunun harekete geçmesini sağlamaktadır (Kula, 2006: 20). Politik arenada oy kullanımı yönetilenlere söz hakkı verdiği gibi, kurumsal yönetim mekanizmaları da yatırımcılara kontrol haklarını kullanarak yöneticilerin kendilerini mülksüzleştirmelerini engelleme hakkı vermektedir.

Wymeersch' e (2002) göre mülksüzleştirme yönetimin kendi çıkarlarına değil hissedarların belli bir kısmının çıkarlarına olacak şekilde işlem yapmasıdır. Buna göre, şayet yönetici tüm hissedarlar içerisinde sadece bir hissedarın çıkarına davranacak şekilde faaliyette bulunuyorsa bu durumda diğer hissedarlar zarar görecektir. Bu yüzden tüm hissedarlar yöneticiden eşit muamele görmek istemektedir. Ancak, bazı hissedarların

diğerlerinden farklı çıkarı varsa ve bunların da yönetimi etki altında bırakma gücü söz konusu ise bu durumda tüm diğer hissedarlar mülksüzleştirmeye maruz kalabilecektir. Dolayısıyla bu olumsuz tablo tüm hissedarlar arasında hoşnutsuzluk yaratacak ve birbirlerine karşı güvensizlik ortamı oluşturacaktır. Yazar, devletin ortaklığı bulunduğu şirketlere yatırımcıların neden ilgisiz kaldığını bu yolla açıklamaktadır. Çünkü, devlet getiriye değil de istihdamı önde tutma gibi bazı çıkarları öne çıkararak yöneticilerin bu tür kararları almasını etkileyip diğer hissedarların değer artışı amacını göz ardı edebilir.

Kula (2006: 21), karşılığında hiçbir kontrol elde etmeksizin şirkete fon sağlamanın, yatırımcıları yöneticilerin mülksüzleştirmesine karşı korumasız bıraktığını iddia etmektedir. Yazar, yatırımcıların kurumsal yönetim mekanizmaları sayesinde elde edecekleri kontrol ile yöneticilerin mülksüzleştirmesine karşı kendi yatırımlarını koruyacaklarını ve yatırımlarından getiri sağlayacaklarının altını çizmektedir.

Durnev ve Kim (2004) kontrolü elinde tutanın mülksüzleştirme eylemi sonucunda katlanacağı belirli maliyetleri olduğunu ifade etmişlerdir. Mülksüzleştirmeyi yapan hissedar şayet yakalanırsa hapis cezasına çarptırılacağı gibi para cezası da verilebilir. Diğer taraftan bu hissedarın itibar kaybı gelecek iş yaşamına ipotek koymasına sebep olacaktır. Bunlara ek olarak mülksüzleştirme yaparken yakalan hissedar yaptığı illegal eylemi ortaya çıkaran çalışanına, kanuni denetçiye veya politikacılara rüşvet vermek gibi maliyetlere katlanmak zorunda kalacaktır.

Mülksüzleştirmenin maliyetleri üzerine Shleifer ve Vishny (1997), hâkim ortakların kontrolü elde tuttukları için şirket üzerinden daha fazla fayda sağlayacaklarını vurgulamakta ancak bunun biraz da teoride geçerli olduğunu iddia etmektedir. Bunun nedeni, büyük yatırımcı olmanın çeşitlenememe yüzünden riski dağıtamama ve daha temel sorun olarak da potansiyel yatırımcının ve yöneticilerin mülksüzleştirileceği endişesidir. Elbette bu mülksüzleştirme endişesi büyük yatırımcıya hesapta olmayan maliyetler getirmektedir.

La Porta v.d. (1999) yatırımcının korunması ile finansal piyasaların gelişmesine önemli katkılar sağlanacağını ifade etmektedirler. Yatırımcılar mülksüzleştirmeden korundukları zaman finansal araçlara daha fazla ödeme yapacaklardır. Bu da, işletmelerin daha fazla sermayeyi ihraç etme şansı yakalaması demektir. Menkul kıymetlere olan itibar mülksüzleştirmenin azaltılmasıyla veya ortadan kalkması ile daha da artacaktır. Bu durum aynı zamanda para piyasalarında da kendini hissettirecek ve bankaları daha fazla kredi kullandırmaya teşvik edecektir. Hissedarların ve kreditörlerin her ikisinin haklarının korunması sadece yasada yazılı olanların yerine getirilmesiyle sağlanamaz aynı zamanda uygulamaların etkinliği ile gerçekleşir. Yazarlar bu iddialarını daha önce yaptıkları çalışmalara atıfta bulunarak ispatlamaya çalışmaktadır. Buna göre, aynı yazarların 1997 yılında yaptıkları çalışma göstermiştir ki, yatırımcı korunmasının yüksek olduğu ülkelerde hisse senedi piyasası daha değerli ve halka arz oranı daha yüksek olmaktadır. Diğer taraftan yazarlar, kreditörlerin iyi korunduğu ülkelerde geniş bir kredi piyasasının da var olduğunu işaret etmektedir.

2.1.6. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Kurumsal yönetim mekanizmaları bir firmanın en etkin kontrolünün nasıl olacağını, firmanın yönetiminin ve sermaye sahipliğinin nasıl ayrıştırılacağını, yönetim kurulunun yönetimle ve hissedarlarla ilişkisini nasıl şekillendirileceğini ortaya koyan sistemler bütünüdür.

2.1.6.1. Kurumsal Yönetim Mekanizmalarının Sınıflandırması

Kurumsal yönetim mekanizmalarının sınıflandırması noktasında kesin bir ayrım yoktur. Birçok yazar (Becht v.d., 2002), (Denis, 2001), farklı şekillerde sınıflandırma yapmıştır. Ancak hem Denis ve McConnell (2003) hem Kıyılar ve Belen (2006) ve hem de Kula (2006) kurumsal yönetim

mekanizmalarını iki şekilde sınıflandırmıştır. Biz de bu çalışmamızda ikili sınıflandırma yapmanın daha uygun olacağı kanaatindeyiz. Buna göre, kurumsal yönetim mekanizmaları şirket içi ve şirket dışı olarak ikiye ayrılmaktadır. Yaygın olarak kullanılan şirket içi mekanizmalar; yönetim kurulları, hâkim hissedar ve yönetici ücretleridir. Şirket dışı mekanizmalar ise; düşmanca şirket ele geçirmeleri ve yasal / düzenleyici uygulamalardır.

2.1.6.1.1. Şirket İçi Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Şirket içi mekanizmaların başında yönetim kurulları gelmektedir. Kurumsal yönetim açısından yönetim kurullarının fonksiyonu nasıl olmalıdır sorusunun cevabı asıl meseledir. Diğer mekanizmalar ise “hâkim hissedar” ve “yönetici ücretleri”dir.

2.1.6.1.1.1. Yönetim Kurulları

Hemen hemen her ülkede şirketler yönetim kurullarına sahiptir. Çoğu şirket tüzüğü, hissedarlardan yönetim kurulunu seçmesini istemektedir. Seçilen yönetim kurulunun misyonu CEO yani üst yönetici tayin etmek, onu ödüllendirmek, yöneticileri izlemek (monotoring), şirket birleşmeleri ve satın almaları gibi önemli konularda oy kullanmak, hisse senedi geri satın almaları ve yeni borçlanma kağıtları ihraç etme gibi sermaye yapısı konularında değişiklik yapmak vb eylemleri gerçekleştirmektir. Elbette tüm bu eylemler hissedar değerini maksimum yapmak için olmak zorundadır (Denis ve McConnell, 2003) ve (Becht v.d., 2002).

Yönetim kurulu teoride etkili bir kurumsal yönetim mekanizması iken pratikte bu o kadar belirgin değildir. ABD’de yönetim kurullarının üyeleri aynı zamanda şirket içinde görevi olan kişilerden oluşmaktadır. Şirket içinde görevli kişilerin yönetim kurulunda da görev alması gözetim ve denetim

konusunda sıkıntı çıkmasına sebep olabilir çünkü gözetlenen aynı zamanda gözetleyen kişi olmaktadır (Denis ve McConnell, 2003).

Teoride küçük hisselere sahip güçsüz hissedarların yönetim kurulundan çok büyük beklentileri vardır. Yönetim kurulunun onların haklarının yegâne savunucusu olduğu kabul edilir. Ancak, gerçekte durum bu kadar parlak değildir. Yönetim genellikle yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesinde önemli bir etkiye sahiptir. Bugüne kadar da hep böyle olmuştur. Ancak çok yakın zamanda kamuoyunun etkisi ve çeşitli derneklerin talebi üzerine şirketler yönetim kurullarında reforma gitmişlerdir. Tipik bir reform şunları içermektedir (Denis, 2001);

- Yönetim kurulu üye sayısının azaltılması,
- Göreceli olarak dışardan üye* sayısının artırılması,
- Yeni yönetim kurulu üyelerin belirlenmesi ve yöneticilerin tazminat planının hazırlanması işleri ile ilgili olarak dışardan üyelere görev verilmesi,
- CEO ile yönetim kurulu başkanının görev ve sorumluluklarının ayrılması,
- Şirket hisse senetlerinden yönetim kurulu üyelerine temin edilmesi.

Yönetim kurulu bazı işletmeler açısından işlevsiz ve yasa gereği var olan bir organa dönüşmüştür. Üst yönetimin bütün yönetim işlevlerini tek başına yürütmesi, dış üyelere kapalı bir yapının korunması yönetim kurulunun işlevini yitirmesindeki başlıca nedenlerdir.

Çoğu şirket tüzüğü “hissedar demokrasisi” (shareholder democracy) olarak nitelendirebilir. CEO yürütme organının, yönetim kurulu ise yasama organının başı olarak görev yapar. Ancak bu nitelemeyi birçok yorumcu eleştirmektedir. Onlara göre dağınık sermaye sahipliği şirketlerinde yönetim kurulları gerçek anlamda CEO’ nun gücünü kontrol eden ve dengeleyen organ olmaktan ziyade daha çok üstünde düşünmeden onaylayan bir yetki

* Dışarıdan üye ile şirketle hiçbir ticari ve kişisel bağı olmayan kişi kast edilmektedir.

merciidir. Bunun en önemli nedeni yönetim kurullarının belirlenmesinde CEO' nun yadsınamayacak etkisinin olmasıdır. CEO lar ayrıca olağanüstü bilgilere sahiptirler. Yönetim kurulları yönetimden bağımsız olmayı başardıkları ölçüde etkinlikleri azalmaktadır. Çünkü, yönetim kurulu çok eleştirici bir rol üstlenmektense daha az çatışmacı organ konumunda olmayı tercih etmektedir. Son olarak, yönetim kurulu üyeleri genellikle şirkette çok sınırlı paya sahiptirler (Becht v.d., 2002).

Birçok ülkede çoğu düzenleyici çalışma yönetim kurullarının bağımsız üyeleri üzerinedir. Bu çalışmalar özellikle CEO' ların yönetim kurulları üzerindeki etkisini azaltmaya yöneliktir. Bunun arkasında yatan en önemli neden, yönetim kurullarının CEO' dan bağımsız olabildikleri ölçüde hissedarların haklarını daha iyi savunacağı düşüncesidir. Ancak bu düşüncenin mantıksal eksikliklerini bulmak o kadar zor değildir. Birincisi, firma ile ilişkisi olmayan kurul üyesinin firma hakkında bilgisinin az olmasıdır. Dolayısıyla, gözetim eylemini layıkıyla yerine getiremeyecektir. Bir diğeri, bağımsız kurul üyesinin tekrar atanabilmek için yine CEO' ya bağımlı olmasıdır. Ancak bu ihtimaller yoğunlaşmış sermaye sahipliğinin olduğu işletmelerde dahi bağımsız yönetim kurulu üyesinin azınlık hissedarın haklarını savunmasına engel teşkil etmemelidir. Ne CEO'nun, ne de hakim ortağın bağımsız kurul üyesini etki altında bırakmasına kurul üyesi fırsat tanımamalıdır (Becht v.d., 2002).

Çok sayıda yazar bu düzenleyici çalışmalara kuşkuyla yaklaşmaktadır. Günümüze kadar bağımsız kurul üyesinin yönetim kurulu üzerindeki etkisine ait pek çok ampirik çalışma yapılmıştır. Ancak bulgular farklı farklıdır. Bazı kanıtlar bağımsız kurul üyesinin firmanın performansını arttırdığı hipotezini destekler niteliktedir. Weisbach' dan aktaran Becht v.d. (2002) başarısız performans gösteren CEO' nun işten kovulacağını ifade etmektedirler. Yine Becht v.d. (2002) Rosenstein ve Wayt' dan aktardığına göre, bağımsız yönetim kurulu atanması haberinden sonra bu haber firma hisse senetlerine olumlu yönde yansımaktadır. Ancak yine aynı yazarlar, birçok yazara atıfta

bulunarak firma performansı ile yönetim kurulu kompozisyonu arasında pozitif bir ilişki olmadığını da çalışmalarında açıklamaktadırlar.

Hermalin ve Weisbach (2003) yönetim kurullarının ekonomik teorisi üzerinde yapılan çalışmaların sayılı olmasına rağmen ampirik çalışmaların çok olduğunu işaret etmektedir. Çalışmalarında üç önemli sorunun cevabını aramaktadırlar. Birincisi, çeşitli özellikteki yönetim kurulu ile firmanın kârlılığı ilişkisi nasıldır? İkincisi, çeşitli özellikteki yönetim kurulları şirkette gözle görülür değişiklikleri nasıl yapmaktadırlar? Üçüncüsü, hangi faktörler yönetim kurulunun oluşumunu etkiler ve zaman içinde bu kurulların evrimi nasıl gerçekleşmiştir?

Literatürde yönetim kurullarının iki önemli özelliği üzerinde özellikle durulmuştur: Bunlar; yönetim kurullarının büyüklüğü ve bağımsız yönetim kurulu üyeleridir. Büyüklük üzerine yapılan ampirik çalışmalar göstermiştir ki sayıca az olan kurullar tarafsız karar alma ve hızlı karar verme hususunda sayıca fazla olan yönetim kurullarına göre daha etkindirler. Bunun nedeni sayıca az olanlar yöneticiler tarafından daha az kontrol edilebilmekte olmasıdır. Yönetim kurulları hakkında üzerinde en fazla durulan konu da kurul içerisindeki bağımsız veya dışarıdan üyelerin oranıdır. Bu konudaki hipotezler, içeriden (bağımlı-bir başka deyişle yönetim tarafından atanmış veya yönetime bağlı olan) kurul üyeleri dışarıdan (bağımsız- yönetimle hiçbir ailesel veya iş ilişkisi içinde olmayan) olanlara göre daha az etkindirler (Denis, 2001).

Hermalin ve Weisbach (2003) çalışmalarında yönetim kurulları hakkında bazı sonuçlara ulaşmışlardır. Buna göre, sayıca az olan ve bağımsız üyeye fazla sahip olan kurullar bazı durumlarda yönetimden hissedar menfaatine olacak kararlar almasına yönelik eylemlerde bulunmasını daha fazla istemektedir. Aynı zamanda bu iki grup performans açısından başarılı olamayan yöneticinin işine son verme konusunda daha aktiftirler. Ayrıca, bağımsız üyesi fazla olan yönetim kurulları birleşme konusunda daha etkin kararlara imza atmaktadırlar. Son olarak, sayıca az

olan yönetim kurullarının CEO tazminat planları CEO performansına çok daha fazla duyarlıdır.

Yönetim kurullarının büyüklüğü ve bağımsız üye sayısının firmanın eylemleri üzerinde olumlu etkisi olduğu bilimsel açıdan açıklanmıştır. Ancak, sadece sayıca az olan kurulların firma performansı ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisi vardır. Hangi performans ölçütü kullanılırsa kullanılsın bağımsız yönetim kurulu üye sayısı fazla olan işletmelerle performans arasında pozitif bir ilişki bulunamamıştır (Denis, 2001).

Ülkemizde ise son yıllarda birçok şirket kurumsal yönetim konusunda ciddi olumlu adımlar atmıştır. Özellikle, halka açık şirketlerde alınan tedbirler daha fazla olurken, henüz halka açılmamış, borsaya açılmak isteyen aile şirketleri de kurumsal yönetim ilkelerini bünyelerinde giderek daha fazla ve daha etkili şekilde uygulamaya özen göstermektedir. Bu çabalar, genellikle şirketlerin yönetim kurulu yapılarının kurumsal yönetim ilkelerine uygun şekilde oluşturulması ve görevlerin ana sözleşmelerinde yazılı esasa bağlanması şeklinde gözükmektedir. Şirketler yönetim kurullarına giderek daha fazla bağımsız dışarıdan üye almaya başlamıştır (Gürbüz, 2006: 50).

Gürbüz' ün (2006: 51), SPK' nın Kasım 2004'te yayımladığı anket çalışmasından aktardığına göre, şirketlerde ortaya çıkan yaygın imtiyaz şekli, yönetim kurulu üyeliğine aday göstermedir. İMKB' deki tüm şirketlerde bu oran %43 iken, İMKB 30 şirketlerinde bunlar %30'da kalmaktadır. Yine aynı çalışmada şirketlerin %47 si bölünme ve hisse değişimi işlemleri için genel kurul kararına başvurmaktadır. Maddi veya maddi olmayan varlıklarla ilgili olan işlemlerde ise %90 oranında yönetim kurulu karar almaktadır.

Gürbüz (2006: 52) şirketlerin önemli bir bölümünde yönetim kurulunun yöneticiler tarafından oluşturulan stratejik hedefleri onayladığını ifade etmektedir. SPK' nın yaptığı anket çalışmasından aktaran yazar, bu oranın %87 olduğunu belirtmektedir. Bir başka bulgu ise, yönetim kurullarının şirket hedeflerine ulaşma derecesini çoğunlukla ayda bir gözden geçirdiğinin ortaya

çıkmasıdır. Buna göre, %68.5 oranında yönetim kurulları şirketin hedeflerine ulaşma derecesini izlemektedir.

Kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca, şirketin başta hissedarları olmak üzere bütün menfaat sahiplerini etkileyebilecek risklerin etkilerini en aza indirebilmek için yönetim kurulu tarafından oluşturulması ve işletilmesi gereken iki birim vardır. Bunlardan bir tanesi risk yönetimi, diğeri de iç kontrol mekanizmasıdır. SPK' nın çalışmasından aktaran Gürbüz (2006: 52) bunlara sahip olan şirketlerin oranının %52 olduğunu IMKB 30 şirketlerinde bu yüzdenin %69'lara kadar çıktığını belirtmektedir. Ayrıca çalışma, şirketlerin hemen hemen tamamında (%96) yönetim kurulu üyelerinin oy haklarının eşit olduğunu göstermektedir. Son olarak, IMKB 30 endeksi kapsamındaki şirketlerin %42'sinde, tüm şirketlerin ise ancak %26'sında yönetim kurulunda bağımsız üye bulunduğu tespit edilmiştir.

2.1.6.1.1.2. Hâkim Hissedar

Azınlıktaki hissedarların yöneticileri izlemesini teşvik eden herhangi bir genel kabul görmüş uygulama maalesef yoktur. Çoğu yorumcu, kurumsal yönetimin gelişmesi için bir şirkette bir veya iki büyük ortağın olması gerektiğini savunmaktadır. İngiltere'de kurumsal yatırımcıların genellikle bu önemli rolü üstlenebileceği öne sürülmektedir (Hart, 1995). Ancak, İngiltere ve ABD yasalarında hâkim hissedara yönelik kısıtlayıcı önlemler de mevcuttur. Bu yüzden hâkim hissedar kavramının yaygınlığı bu ülkelerde azdır. Diğer taraftan, hâkim hissedar kavramı kıta Avrupa'sında ve diğer OECD ülkelerinde daha fazla tercih edilen bir yoldur. Böylelikle yönetim daha ciddi izlenebilecek ve temsilci sorunları çok fazla yaşanmayacaktır (Becht v.d., 2002).

Bu argüman bir seviyeye kadar doğru olmaktadır. Çünkü bir hissedar hisselerin tamamına sahipse artık sahiplik ve kontrol ayırıştırmasını gerektirecek herhangi bir durum söz konusu değildir. Ancak bu durum kimi

sebeplerden dolayı pek arzu edilmemektedir. Özellikle, halka açılmanın sağlayacağı avantajlardan yararlanamama ve bir şirketin tamamına sahip olunarak portföy çeşitlendirmesi yapamama durumları örnek gösterilebilir (Hart, 1995). Becht v.d. (2002), Leland ve Pyle' den aktardığına göre, büyük hissedara sahip şirketlerin kontrolü yine elinden bırakmayacak hisse oranında halka açılmasının potansiyel yatırımcılar tarafından olumlu bir sinyal olarak algılandığını belirtmektedirler. Çünkü, potansiyel yatırımcı, hâkim hissedar kendi menfaatlerini düşünürken aynı zamanda dolaylı da olsa diğer ortakların menfaatlerini düşüneceğini varsaymaktadır.

Hâkim hissedarın payı yükseldikçe temsilci sorununu azaltılabilmektedir. Ancak, tamamıyla ortadan kaldıramamaktadır. İlk olarak, büyük hissedar kazancın %100 üne sahip olmadıkça izleme (monotoring) ve aracılık (intervention) eylemlerinde tam bir performans sergileyememektedir. İkinci olarak, hâkim hissedar yönetimdeki oy gücünü diğer hissedarları kaybetme pahasına yerini sağlamlaştırmak için kullanabilmektedir. Örneğin hâkim hissedar, işletme kârını kendine aktarması için yönetimi ikna etme yolunu tercih edebilir. Bu genellikle, hâkim hissedarın sahip olduğu başka bir şirketten alınacak mal ve hizmetlerin piyasa fiyatının çok üzerinden satın alınması veya yine hâkim hissedarın sahip olduğu başka bir şirkete piyasa fiyatının çok altında mal ve hizmet satılması şeklinde gerçekleşmektedir. Son olarak, hâkim hissedar çok kolay bir biçimde yönetici olabilir ve şirketi istediği şekilde, kendi lehine yönetebilir (Hart, 1995).

Becht v.d. (2002) çalışmalarında, yöneticilerin izlenmesi hususunda likit ikincil piyasaların hakim hissedarlara olan etkisini ele alan literatüre yer vermişlerdir. Yazarların, Hirschman' dan aktardıklarına göre piyasalar ne kadar çok likit olursa hakim hissedarlar, yöneticilerin izlenmesi hususunda daha az istekli olmaktadır. Şayet, hissesini elinde tuttuğu şirket yönetim konusunda zaaf gösteriyorsa bu durumda, hakim hissedar bu problemin giderilmesine yönelik tedbirler almaktansa likit olan piyasada hisselerini satma yolunu tercih edecektir. Becht v.d. (2002), bu konuda yapılan diğer bir çok çalışmanın da, hakim hissedarların yöneticileri izlemesi noktasında doğal

olarak fazla likit olan ikincil ABD piyasasının işleri zorlaştırdığını ifade etmektedir.

Kahn ve Winton' dan aktaran Becht v.d. (2002) piyasa ne kadar çok likit olursa hakim hissedarların özel bilgilerden yararlanarak yöneticilerin izlenmesi noktasında o kadar çok sıkıntı yaşayacağını belirtmektedirler. Hatta “blue chip” olarak ifade edilen büyük şirketlerin hakim hissedarları dahil likit piyasalarda ellerindeki bilgisel avantaja rağmen çıkar sağlamalarının zor olduğunu altını çizmektedirler.

Becht v.d. (2002)' ne göre, likit ikincil piyasalarda hakim hissedarların ellerinde tuttuğu hisse oranının fazlalığı potansiyel yatırımcılar için firmanın performansı hakkında olumlu bir işarettir. Çünkü, ikincil likit piyasalar firmanın mevcut değerini gerçeğe yakın göstermektedir. Dolayısıyla, potansiyel yatırımcı hâkim hissedarın elinde hissesini tuttuğunu gördüğü sürece herhangi bir olumsuz durumun olmadığı kanaatine varacaktır ve yatırım yapmakta tereddütte düşmeyecektir. İkincil likit piyasalarda, işler yolunda olmayınca pozisyon değiştirilir görüşü hakimdir.

2.1.6.1.1.3. Yönetici Ücretleri

Yönetim kurullarının en önemli görevlerinden bir tanesi de üst düzey yöneticilerin ücret prosedürlerinin belirlenmesidir. Yönetim kurulları, yöneticilere ödeyecekleri yüksek ücret sayesinde temsilci maliyetlerini en aza indirmeyi hedeflemektedir. Kurumsal yönetim mekanizmalarının en önemli amacı da budur.

Yönetici ücretleri üzerine yapılan araştırmalar iki önemli mesele üzerinde odaklanmaktadır: Bunlar; yöneticiye ödenecek ücret seviyesi ve ödenen ücretin performans üzerindeki hassasiyetidir.

Yöneticilere ödenen ücretler dört başlık altında toplanmaktadır:

- Düzenli Maaş

- Performansa Bağlı Yıllık İkramiye
- Hisse Senedi Opsiyonları
- Uzun Dönemli Teşvik Planları

Yönetici ücret seviyesi ile ilgili olarak Murphy (1999) S&P 500 CEO'ların getirileri üzerine yaptığı araştırmasında 1970 yılından 1999 yılına kadar (dolar cinsinden sadece nakit olarak) ikiye katlandığını belirtmektedir. Nakit dışı unsurlar da hesaplamaya katıldığında -örneğin hisse senedi opsiyonlarından elde edilen getiri- yönetici kazançları dörde katlanmaktadır.

Murphy (1999) yönetici ücret seviyelerinin endüstriden endüstriye, büyük firmalardan küçük firmalara ve ülkeden ülkeye değişkenlik gösterdiğini ifade etmektedir. Elektrik alt yapı hizmetleri sektöründe çalışan CEO'ların aldıkları ücretler, finans sektöründe çalışan CEO'ların aldıkları ücretlere göre çok düşük kalmaktadır. Finansal hizmetler sunan sektör dışında kalan diğer bütün sektörlerde, büyük firmalarda çalışan CEO'lar küçük firmalarda çalışan meslektaşlarına göre daha fazla kazanmaktadır. Ancak yazar, son yıllardaki verilerin ışığında firma büyüklüğü ile CEO ücretleri arasındaki doğrusal ilişkinin değişmekte olduğunu da altını çizmektedir. Diğer bir deyişle, artık küçük firmalar da CEO'larına en az büyük firmalar kadar ücret ödemektedir. Ülke bazında CEO'ların aldıkları ücretler incelendiğinde ABD'de çalışan CEO'ların tartışmasız üstünlüğü ortaya çıkmaktadır. Murphy (1999) 23 ülkeyi kapsayan çalışmasında ABD'de çalışan CEO'ların aldığı ücret toplamının diğer ülke CEO'larının aldığı ücret toplamından iki kat fazla olduğunu göstermektedir. Ancak çalışmanın ortaya çıkardığı ilginç yan ise, ABD'li CEO'ların geliri içersinde en fazla pay hisse senedi opsiyonlarından elde edilen getiridir. Diğer ülkelerdeki CEO'ların geliri içersinde birinci sırayı düzenli maaş almaktadır.

Yönetim hissedarların değerini arttırmaya istekli olmalıdır. Bunu başarırса kendisi de bundan payını alır. Hissedar değerini arttırmanın en önemli yolu ise yönetim kademesinin firmaya ortak olması diğer bir deyişle,

firmanın hisse senedine ve/veya hisse senedi opsiyonuna sahip olmasıdır. Ancak bu, sanılanın aksine o kadar kolay değildir. Çünkü, yöneticiler de her insan gibi riskten kaçınırlar. Bir firmanın yöneticisi, tüm beşeri sermayesini zaten yöneticisi olduğu firmaya bağlamaktadır. Dolayısıyla, herhangi bir yönetici, rasyonel olarak tüm beşeri sermayesinin yanında finansal sermayesinin tamamını da bağlamaya hevesli olmayacaktır. Diğer bütün koşullar aynı iken, yönetici nakit ücreti tercih edecektir (Denis, 2001).

Her ne kadar yöneticilerin hissedar olmak konusunda isteksiz olması söz konusu ise de Murphy (1999), yönetici ücretleri içerisinde sermayeye dayalı ücretin (hisse senedi bağışları ve hisse senedi opsiyonlarının) artmakta olduğunu iddia etmektedir. Hissedarlara göre performansı artırmanın en etkili yolu budur. Bu yolun tercih edilmesinde en önemli faktör ise doğrudan nakit çıkışı gerektirmemesidir. Buna ek olarak, sermayeye dayalı ücret aynı zamanda ertelenmiş ücret olup hem firmaya hem de yöneticilere verginin zamanlaması noktasında avantaj da sağlamaktadır.

Yöneticiye ödenecek ücret seviyesinden sonra literatürde üzerinde durulan diğer konu da, ödenen ücretin performans üzerindeki etkisidir. Birçok farklı ülkede yöneticiye ödenen ücret üzerine araştırmalar yapılmıştır. Örneğin, Leonard (1990), 1981–1985 yılları arasında ABD’de faaliyet gösteren 439 büyük firmanın yönetici ücretlerinin performansla olan etkisini incelemiştir. Yazar, yönetici ücretleri içerisinde uzun dönemli teşvik planlarının diğer ücret çeşitlerine göre ÖG (özsermayenin getirisi) üzerinde istatistiksel olarak daha anlamlı etkisi olduğunu tespit etmiştir. Özellikle, uzun dönemli teşvik planlarına sahip olan firmaların olmayanlara göre ÖG oranı çok daha yüksek çıkmaktadır.

Firth v.d. (2006), Çin’de faaliyet gösteren firmalarda çalışan CEO’ların aldıkları ücretlerinin firma performansı üzerine etkisini incelemişlerdir. Yazarlar, Çin firmalarını üç kategoriye ayırmaktadır. Bunlar; tamamıyla devlet firmaları, devletin ortak olduğu firmalar ve tamamıyla özel teşebbüse ait firmalardır. Çin’de tüm firmalar hâkim ortağa sahiptir ve büyük çoğunluğunun

hâkim ortağı devlettir. Devletin hâkim ortağı olduğu işletmelerde yönetici ücretleri firma performansından bağımsızdır. Diğer taraftan, devletin ortak olduğu ve özel teşebbüse ait firmalarda performansa bağlı teşvik sistemi uygulanmaktadır. Bu firmalarda teşvik sisteminin firma ortaklarının servetinde ve firma kârında artışlar sağladığı yazarlar tarafından iddia edilmektedir. Ancak yazarlar, bu teşvik sisteminin batıda olduğu gibi ciddi rakamlardan oluşmadığının da altını çizmektedir.

Kato ve Kubo (2006), 1986–1995 yılları arasında Japon firmalarında çalışan CEO ve diğer yönetici ücretlerinin firma performansına olan etkisini incelemişlerdir. Yönetici ücreti olarak, düzenli maaş ve ikramiyeler olmak üzere iki değişkeni ele almışlardır. Bu iki ücret değişkeninin muhasebe ve pazar performans ölçütleriyle arasındaki ilişkiyi masaya yatırmışlardır. Muhasebe performans ölçütleri (AG) ile ücret değişkenleri arasında pozitif bir ilişki bulunmasına karşın, pazar performans ölçütleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir.

2.1.6.1.2. Şirket Dışı Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Şirket dışı kurumsal yönetim mekanizmaları işletmenin kendi iradesi dışında gerçekleşen mekanizmalardır. Özellikle, piyasa değeri ile olması gereken değer arasındaki fark oldukça fazla ise bu durumda, şirket dışı bir mekanizma olan “kontrolü ele geçirme” aktörleri devreye girer ve firmanın el değiştirmesi gündeme gelebilir. Diğer bir şirket dışı mekanizma ise “yasal ve düzenleyici uygulamalar” dır. Bu mekanizmanın baş aktörü ise kamu otoritesidir. Piyasanın etkin ve verimli işlemesi ve piyasadaki tüm paydaşların menfaatini koruması için devletin varlığına ihtiyaç vardır. Yasa koyucu adaleti ve düzeni sağlamak için yasaları yürürlüğe koyar. Herkesin buna uymasını bekler. Uymayanlar için yaptırımları devreye sokar.

Aşağıda bu iki şirket dışı kurumsal yönetim mekanizmasının nasıl işlediğini ortaya koymaya çalışacağız.

2.1.6.1.2.1. Kontrolü Ele Geçirme (Takeover)

İşletmenin piyasa değeri ile potansiyel değeri arasında dikkate değer bir negatif fark varsa, dışsal kesimler için firmanın kontrolünü ele geçirmeye yönelik teşvik var demektir (Kıyılar ve Belen, 2006: 100). Kontrolü ele geçirme gönüllü şekilde yani hedef işletmenin yönetim kurulu ile karşılıklı anlaşma şeklinde olursa buna “dostça ele geçirme” (friendly takeover) denilmektedir. Ancak, kontrolü ele geçirme hedef işletme yönetim kurulunun haberi olmaksızın hisse senetlerini sermaye piyasasından satın alarak da gerçekleşebilir. Yönetim kurulunun onayı alınmadan ele geçirme işlemi gerçekleşeceği için bu duruma, “düşmanca ele geçirme” (hostile takeover) denilmektedir.

Firmaların kontrolünün el değiştirmesi neredeyse her zaman hedef firmanın hissedarları için değer yaratan bir primle gerçekleşir. Daha da ötesi, kontrol üzerindeki çok küçük bir değişiklik tehdidi yönetimin firma değerini yüksek tutmasını sağlar ve bu sayede dışarıdan gelecek bir saldırı ihtimali söz konusu olması durumunda değer açığı (pazar değeri ile gerçek değer arasındaki fark) yeterli büyüklükte olmaz. Dolayısıyla kontrolü ele geçirme piyasası ABD gibi ülkelerde önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır (Kıyılar ve Belen, 2006: 100).

Morck v.d. (1989) düşmanca ele geçirmenin sorumlusunun yönetim kurulu olduğunu söylemektedir. Yönetim kurulu, yöneticilerin izlenmesi ve denetlenmesi noktasında üstüne düşen görevi yerine getirmediği zamanlarda düşmanca ele geçirmenin söz konusu olabileceğini vurgulamaktadırlar. 1980 Fortune 500 şirketinin 454'ünün yönetim değişikliğini ve ele geçirmelerini izleyen yazarlar, çalışmalarından elde ettikleri sonuçları şu şekilde özetlemektedirler: (i) Yönetim kurulu tarafından yönetim kademesinin tamamının değiştirildiği işletmelerin sektör ortalamalarının çok altında performansı olduğu, (ii) Bu değişimlerin yaşandığı işletmelerin bağlı olduğu sektörde de her şeyin yolunda gitmediği, (iii) Tamamıyla ele geçirmenin, kurucunun bizzat işlettiği veya tek adam yönetimi olan işletmelerde çok nadir

yaşandığı, (iv) Dostça ele geçirilen işletmelerin yine performans açısından kötü performans taşıdığı ancak bağlı olduğu sektörde her şeyin gayet normal olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

“Ele geçirme (takeover)” zihinlerde üç görüşün canlanmasına neden olmaktadır (Powell, 1997):

İlki, ele geçirme mekanizmasının firma için faydalı işlerle meşgul olmayan yöneticilerin disipline edilmesine yardımcı olması görüşüdür. Şayet ele geçirme gerçekleşirse, hissedarlar bu durumdan fayda sağlayacaktır. Çünkü, etkin olmayan yönetim kademesi gidecek yerine daha dinamik ve başarılı olmak zorunda bir yönetim gelecektir.

İkincisi, firmayı devralan ve devreden işletmeler arasındaki sinerji alış verişini düşüncesidir. Ele geçirme eylemini gerçekleştiren işletme boşu boşuna böyle bir işe kalkışmayacaktır. Elbette ki, bir potansiyel gördüğü için böyle bir yatırıma yönelmektedir. Dolayısıyla, bu durum ele geçirilen ve ele geçiren işletmenin hissedarları için olumlu katkılar sağlayacaktır.

Üçüncüsü, yöneticilerin, hissedarların aleyhine kendi menfaatleri lehine işletmeyi bir başka işletmeye devretme koşullarını oluşturma girişimidir. İşletmenin başında olan yönetici, hissedarların haberi olmaksızın kötü yönetiminin faturasını kendi yüklenmek istemeyebilir. Başarısız yönetimin sonucu işletmenin devredileceğini öngören art niyetli yönetici bu devir işleminden faydalanmak isteyebilir. Dolayısıyla süreci hızlandırmak koşuluyla süreç içerisinde yer alma girişiminde bulunabilir. Bu olumsuz düşüncenin varlığı ise ele geçirmelerin yasal otorite tarafından sınırlandırılmasını gündeme getirmektedir. Temel amaç, bu çıkar ilişkisinden hiç haberdar olmayan hissedarların korunmasıdır.

Ele geçirmenin üzerinde durduğu önemli konulardan bir tanesi de bu işlemin hisse senetleri fiyatlarına nasıl yansıtılacağıdır. Frank ve Harris’ in çalışmasından aktaran Powell (1997), ele geçirilmek istenen yani hedef işletmenin hisse senetleri fiyatında ele geçirme süresince önemli bir artış

olacağını söylemektedir. Buna göre, ele geçirilme teklifi ile karşı karşıya kalan firmanın hisse senetleri fiyatları teklif başlangıcından ele geçirme tamamlana kadar ciddi artışlar göstermektedir. Hisse senetlerinin getirisi, bu süreçte ortalama olarak yüzde 30 civarında gerçekleşmektedir. Ele geçirme şayet düşmanca gerçekleşiyorsa bu eylem dostça ele geçirmeye göre yüzde 14 daha fazla getiri sağlamaktadır. Bu veriler ışığında ele geçirme tekliflerinin duyuruları profesyonelce gerçekleştirilirse yatırım noktasında ciddi kazançlar sağlanacağı şüphesizdir.

Powell (1997), ABD’ de yapılan ele geçirmeleri konu alan çalışmaların ortak yanının, ele geçirme öncesi hedef işletmenin performansı olduğunu belirtmektedir. Bu çalışmaların ortaya koyduğu sonuca göre, ele geçirme öncesi tüm işletmelerin hisse senetlerinin piyasa fiyatı ve Tobin’ in q değeri performansı oldukça düşük olmaktadır. Yine aynı şekilde Powell (1997), çalışmasında Palepu’dan aktardığına göre, ele geçirilmesi söz konusu olan firmanın piyasa değerleri ne kadar kötü olursa ele geçirme sonrası bu firmadan o kadar çok getiri elde edileceği görüşünü savunmaktadır.

ABD’deki hedef firmaların diğer özelliklerini ortaya koymaya çalışan Powell (1997), bu konuda işletme büyüklüğünün ciddi bir faktör olduğunun altını çizmektedir. Buna göre, işletme ne kadar büyük olursa ele geçirme olasılığı o ölçüde azalmaktadır. Diğer taraftan, hedef işletmelerin büyüme ve kaynak açısından ciddi dengesizlikleri olduğunu da ifade etmektedir. Bu firmalar, düşük büyümeye sahip olup kaynak açısından zengindirler. Özellikle, yüksek likidite ve düşük kaldıraç belirgin nitelikleri arasındadır.

Weishbach (1993), ele geçirmenin nedenleri arasında kurumsal yönetimin etkili olduğu görüşündedir. Yazar, yönetimin hissedar olduğu şirketlerde ve aile şirketleri gibi işletmelerde ele geçirmenin azaldığını ifade etmektedir. Yazar özellikle, şirket dışından bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığı durumunda ele geçirme ihtimalinin gittikçe düştüğünü vurgulamaktadır. Çalışmada varılan sonuçlardan bir tanesi de, sermaye sahipliği ve kurumsal yönetimin ele geçirmenin maliyetini arttıracak ve

prosedürünü değiştirecek olmasıdır. Örneğin, aile şirketleri gibi hissedarların birbirine bağlı olduğu işletmelerde, kontrolü ele geçirme maliyetinin artacağı hususunun altını çizmiştir.

Diğer potansiyel kurumsal yönetim mekanizmalarında olduğu gibi, kontrolü ele geçirme piyasasının da hissedarlar için açık olmayan bir tarafı söz konusudur. Yönetici ile hissedar arasındaki temsil problemine potansiyel bir çözüm olmasının yanında, bu problemin çok açık işareti de olabilir. Şöyle ki, işletmelerin büyüklüğünü maksimize etmekle ilgilenen yöneticiler, şirket kaynaklarını hissedarlara nakit olarak döndürmek yerine ele geçirmeler (acquisitions) için fazla ödemeler (overpaying) yapmak suretiyle israf edebilirler (Kıyılar ve Belen, 2006: 100).

2.1.6.1.2.2. Yasal ve Düzenleyici Uygulamalar

En temel kurumsal yönetim mekanizması olan yasal ve düzenleyici uygulamalar işletme dışında mevcuttur. Her işletme, yasalara ve yasa koyucuların oluşturduğu düzenlemelere uymakla mükelleftir. Her türlü hissedarı korumak devletin görevleri arasındadır. Kurumsal yönetimin asıl çıkış noktası da budur. Ancak, devletin kurumsal yönetime olan ilgisi global anlamda yeni sayılır.

Becht v.d. (2001) yasal ve düzenleyici uygulamaların gerekliliği noktasında en temel argümanın, işletmenin tüm paydaşlarının işletme üzerindeki menfaatlerinin koruma altına alınması şeklinde özetlemektedir. Örneğin bir işletmenin kurucusu işletmenin ana sözleşmesini sadece kendi çıkarlarını gözetmek şeklinde oluşturabilir. Diğer hissedarların ve paydaşların haklarını kendi haklarından sonra şekillendirmek istemesi ortaya adaletsiz bir durumun çıkmasına neden olmaktadır. Şirketin kurucusuna diğer paydaşların haklarını gasp etme hakkı verilemez. Dolayısıyla, şirket sözleşmesi yasaların öngördüğü ölçülere uymak zorundadır. Hiç kimse yasaların dışına çıkacak faaliyet içine giremez. Girdiği takdirde yasa koyucu yine yasalara göre

gereken cezayı vermek zorundadır. Yazarlar, kurumsal yönetim düzenlemelerinin çoğunluğun hakkını gözetmekten ziyade işletme etkinliğinin artırılmasına yönelik olması gerektiğini vurgulamaktadır. Ayrıca, yasalar çoğunluğun menfaatlerini gözetmekten ziyade azınlığın haklarını gasp etmesine engel olacak şekilde düzenlenmelidir. Çoğunluğa sahip olma azınlığın önüne geçme hakkı tanımamalıdır. Ortak payda da birleştirici olan uyum sağlanmalıdır.

Kıyılar ve Belen (2006), farklı kurumsal yönetim düzenlemelerinin kaçınılmaz olduğunu ifade etmektedirler. Yazarlar, tek bir doğru kurumsal yönetim düzenlemesinin var olup olmadığını, varsa bu sistemin karakteristiklerinin neler olduğunu ve bu yöne doğru bir kayış olup olmadığını incelenmesi gerektiğini söylemektedirler. Yazarlar, şayet tek bir doğru kurumsal yönetim düzenlemesi yoksa, ülkelerin veya firmaların hangi karakteristik özelliklerinin kendileri için hangi sistemin optimal olduğunu belirlemesi gerektiği üzerinde durmaktadır.

Kurumsal yönetim konusunda ilk ciddi adımları atan ülke ABD'dir. Ancak, ABD'de yasal ve düzenleyici sistem politik sistemle iç içe geçmiş haldedir. Farklı seçmenleri etkilemek amacıyla kanun, hissedarlarla yöneticiler arasındaki temsilci sorununu daha da şiddetlendirmiştir. Örneğin, 1998 yılının ortalarında 50 ABD eyaletinin 41'inde değişik kontrolün ele geçirilmesini engelleme yasaları yürürlüğe girmiştir. Yasaların tümü istenilmeyen kontrolü ele geçirme tehditlerine karşı yöneticilerin gücünü artırmaktadır. Bu durum, muhtemelen yöneticilerle hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını üst düzeye çıkaran yasal düzenlemelerdir (Denis, 2001).

Denis' in (2001) yukarıdaki karamsarlığına karşın La Porta v.d. (2000) ABD'de yürürlükteki kanunlarla ilgili olarak şu ana kadarki yasaların, ABD hissedarlarını (ve kreditorlerini) en iyi koruyan yasal düzenlemeler olduğunu ifade etmektedir. Yazarlara göre, ABD'li hissedarlar ve kreditorler tüm dünyada en iyi korunan yatırımcılardır. La Porta v.d. (2000) sermaye sahipliğinde, sermaye piyasalarında, finanslamada ve temettü

politikalarındaki ülkeler arasındaki farklılıkların, yöneticiler ve baskın hissedarların mülksüzleştirilmesine maruz kalan yatırımcıların, korunma derecesini belirleyen en önemli etkenler olduğunu belirtmektedirler. Yazarlar, yatırımcının korunma derecesi ile bir ülkedeki sermaye yoğunluğu arasında ters bir ilişki mevcut olduğunu tespit etmişlerdir. Buna göre, sermaye ne kadar çok bir yerde yoğunlaşmışsa yatırımcının korunması konusunda hassasiyetin o ölçüde azaldığı sonucuna ulaşmışlardır. Shleifer ve Vishny (1997) ise çoğu ülkedeki temsilci probleminin yönetici ile hissedar arasında olmadığını iddia etmektedir. Onlara göre bu problem, kontrolü elinde tutan hissedarlar ile dışarıdaki yatırımcılar arasında yaşanmaktadır. Sonuç olarak, bir ülkedeki yasal sistem, kurumsal yönetim yapısının nasıl geliştiğini gösteren en temel göstergedir.

2.1.7. Kurumsal Yönetim Modelleri

Dünyada üç temel kurumsal yönetim modeli mevcuttur. Bunlar; Kıta Avrupa'sı modeli, Anglo-Saxon modeli ve Japon-Kore modelidir. Literatürde Kıta Avrupa'sı modeline büyük hissedar kontrol sistemi veya hissedar modeli, Anglo-Saxon modeline ise piyasa kontrol sistemi veya paydaş modeli de denmektedir (Cuervo, 2002) (Ooghe ve De Vuyst, t.y.). Japon-Kore modeli ise daha çok Keiretsu-Chaebol modeli veya büyük endüstri grubu modeli olarak da bilinmektedir. Kıta Avrupa'sı modelinin hüküm sürdüğü ülkelerin başında Almanya olmak üzere Fransa, İspanya ve Latin ülkeleri gelmektedir. Anglo-Saxon kelime itibarıyla İngilizce konuşan ülkeler anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, bu model ABD, İngiltere ve Kanada gibi gelişmiş ekonomilerde geçerlidir. Son model olan Japon-Kore modeli ise isminden de anlaşılacağı gibi Japonya ve Güney Kore'de faaliyet alanı bulmaktadır.

2.1.7.1. Anglo-Saxon Modeli

Gelişmiş ekonomilerin modeli olarak bilinen bu kurumsal yönetim modelinin özellikleri aşağıdaki gibidir:

Anglo-Saxon modelinde sermaye yoğunluğu azdır. Dağınık sermaye sahipliği yaygındır (Cuervo, 2002) (Ooghe ve De Vuyst, t.y.: 4). Hissedarlar kontrolü elinde tutacak miktarda hisse senetlerine tek başlarına sahip değildir.

Tablo 2.1. İngiltere'deki borsaya kayıtlı en büyük 200 şirketin sermaye sahipliği yoğunluğu

Büyük Hissedar %	Şirket Sayısı %
0-3	6
3-5	30
5-10	31
10-15	10
15-20	4
20-25	3
25-50	10

Kaynak: Frank ve Mayer'den aktaran Ooghe ve De Vuyst,(t.y.,: 25)

İşletmenin kontrolü yönetim kurulunun elindedir ve yönetim kurulu üyeleri hissedarlardan, dışarıdan ve bağımsız üyelerden oluşmaktadır (Cuervo, 2002).

Sermaye piyasaları çok likittir. İngiltere ve ABD'de hisseleri halka arz edilen işletme sayısı çok fazladır. Dolayısıyla işletmelerin hissedarlarla doğrudan kişisel temas içinde olmaları çok sınırlıdır. Anglo-Saxon ülkelerinde emeklilik sistemleri kurumsal yatırımcılar vasıtasıyla çok fazla kişiye çok fazla finansal kaynak sağlamaktadır (Ooghe ve De Vuyst, t.y.: 5).

Anglo-Saxon ülkelerinde yatırımcının kimliği açısından finans kurumları önemli bir yer teşkil eder. Ancak, bu ülkelerde finans kurumları yasal kısıtlamalardan dolayı kendileri ortak olmak yerine müşterisi adına hissedar olmaktadır.

Tablo 2.2. ABD ve İngiltere’de 1994 yılı itibariyle yatırımcının kimliği

	ABD %	İngiltere %
Özel Şahıs	30–35	22,40
Finans Kurumu- Aracı olarak	55–62	57,80
Finans Kurumu- Ortak olarak	2	0,70
Limited Şirketler	7	10,10
Yabancı Devletler	5,40	6,50
Devlet	0	2,50

Kaynak: Çeşitli yazarlardan aktaran Ooghe ve De Vuyst, (t.y.: 27)

Anti tröst yasaları ve birbirinden bağımsız olma kuralı (arm’s length rule) ana şirket ile yavru şirket arasında karmaşık sermaye sahipliği ilişkisini sınırlandırmaktadır. Anglo-Saxon ülkelerinde sermaye sahipliği yapısı tamamıyla şeffaf bir şekilde ifşa edilmektedir.

Şirket kontrol etme piyasası ve kontrolü ele geçirme (takeover) pazarı çok gelişmiştir.

2.1.7.2. Kıta Avrupa’sı Modeli

Bu modelin içerisindeki şirketler nispeten küçük ve kurucular veya kurucunun ailesi tarafından yönetilmektedir. Alman şirketleri ile özdeşleşen bu modelin özellikleri aşağıdaki gibidir:

Kıta Avrupa’ sı ülkelerinde yoğun bir sermaye sahipliği söz konusudur. Şirket kontrolü büyük hissedarların elindedir (Cuervo, 2002).

Tablo 2.3. Kıta Avrupa’sındaki ülkelerin sermaye sahipliği yoğunluğu (Borsaya kayıtlı işletmelerin %50’den fazla hisseye sahip hissedarların oranı)

Ülke	Yüzde
Almanya	63,50
Fransa	53,00
İtalya	65,80
Hollanda	50-60
Belçika	42,60

Kaynak: Van der Elst’den aktaran Ooghe ve De Vuyst, (t.y.: 26)

İşletmenin kontrolü büyük hissedarların elindedir. Sermaye fazla tabana yayılmadığı için büyük hissedarın kontrolüne tehdit olabilecek her

hangi bir unsur yoktur. Çünkü, büyük hissedar hisselerin genellikle %50'sinden fazlasına sahiptir. Büyük hissedarın yönetici olmadığı işletmelerde ise ya hissedarın ailesinden bir kişi, ya da hissedarın tayin ettiği ve hissedara sıkı sıkıya bağlı yöneticiler işletmeyi yönetmektedir (Cuervo, 2002).

Kıta Avrupa'sı ülkelerinde tüm işletmeler içinde halka arz edilen işletmelerin oranı çok düşüktür. Yatırımlar ise şirket hisselerinden ziyade daha farklı alanlara kaymaktadır. Dolayısıyla, bu piyasalar Anglo-Saxon ülkelerine göre çok fazla likit değildir (Ooghe ve De Vuyst, t.y.: 5).

Yatırımcının kimliği açısından aile şirketleri baskın niteliğe sahip olup limited şirketler şeklinde ilk sırayı almaktadır. Bunu sırasıyla, finans kurumları ve özel şahıs şirketleri takip etmektedir. Özel şahıs şirketleri yatırımlarında aracı kullanmadan doğrudan yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Diğer bir deyişle, ortaklık haklarından temsilci vasıtasıyla yararlanmaktan ziyade doğrudan kendileri iştirak etmek istemektedirler (Ooghe ve De Vuyst, t.y.: 5).

Tablo 2.4. Almanya (1994), Fransa (1992) ve İtalya'da (1993) Yatırımcının Kimliği

	Almanya %	Fransa %	İtalya %
Özel Şahıs	16,60	34	33,90
Finans Kurumu- Ortak olarak	29	23	11,30
Limited Şirketler	38,80	21	23
Yabancı Devletler	12,20	20	4,80
Devlet	3,40	2	27

Kaynak: Van der Elst'den aktaran Ooghe ve De Vuyst, (t.y.: 26)

Finans kurumları Kıta Avrupa'sında iki gruba ayrılmaktadır. Bir tarafta bankalar diğer tarafta ise sigorta şirketleri, yatırım ve emeklilik fonları yer almaktadır. Bankalar şirketlerin çok az oranında hisselerini elinde tutmaktadırlar, çünkü bu işletmelerle kredi alışverişinden dolayı çıkar çatışması yaşanması söz konusu olabilmektedir (Ooghe ve Vuyst, t.y.: 5). Kıta Avrupa'sında küçük sayıda güçlü ticari banka işletme finansmanında baskın rol oynamakta ve kurumsal yönetimde anahtar bir görev üstlenmektedir. Ayrıca bankerler işletmelerin yönetim kurullarında yer

almaktadır. Diğer grup olan sigorta şirketleri, yatırım ve emeklilik fonları önemli miktarda hisseye sahiptir (Megginson, 1997: 60).

Kıta Avrupa'sında tahvil piyasası küçük ve likit değildir. Genellikle, devlet tahvillerinin arzı söz konusudur (Megginson, 1997: 60).

Kıta Avrupa'sında karşılıklı hissedarlık yaygındır. Genellikle, bir işletme diğer işletmede büyük oranlarda hisseye sahip olduğu gibi diğer işletme de aynı şekilde ana işletmede hisseye sahip olabilmektedir. Bundaki amaç kontrolü elde tutmaktır (Ooghe ve De Vuyst, t.y.: 6).

Şirket kontrolünü ele geçirmeler hemen hemen hiç yoktur (Megginson, 1997: 60).

2.1.7.3. Japon-Kore Modeli

Birçok özelliği ile Kıta Avrupa'sı modeline benzeyen bu model bazı yazarlar tarafından farklı sınıflandırmaya tabi tutulmadan Kıta Avrupa'sı modelinin içinde gösterilmektedir. Ancak, Japon-Kore Modeli bazı özellikleriyle farklılaşmaktadır (Megginson, 1997: 63-65):

Asya'da büyük imalat, pazarlama ve banka şirketleri arasında yakın ittifaklar söz konusudur. Amaçları, satın alma, üretim ve perakende dağıtım konusunda kontrolü sağlamaya çalışmaktır.

İşletme grupları karşılıklı hissedarlık, ortak girişim ve üretim geliştirme anlaşmaları ile bir araya gelmektedir. Grubun merkezinde ticari bir banka yer almakta ve grup şirketlerinin finansal ihtiyaçlarını sağlamaktadır. Bunu, genelli olarak şirket özellikle faaliyet ve finansal sıkıntılar içerisine düştüğünde doğrudan yönetsel kontrolü elinde tutarak gerçekleştirmektedir.

Genellikle tüm grup şirketlerinin hisseleri halka açıktır. Bu şirketlerin yarıdan fazla hisse senetleri diğer grup şirketlerinin elindedir. Dolayısıyla,

halkın elinde olan diğer hisse senetleri ile şirket kontrolü ele geçirilemez. Kısaca, grup dışındaki hissedarlar azınlıktadır ve grup politikasını değiştirecek güce sahip değildir.

Güç, grubun öncü şirketi ile sıkı sıkıya bağlıdır. Öncü işletme yönetsel eğitimi ve yöneticilerin grup içerisindeki transferini koordine etmektedir.

Kendi pazarlarında baskın olabilmek için grup şirketleri yine kendi ülkelerinde ihracatta öncüdürler. Çoğu grup üyesi ulusal hükümetle yakın ilişki içerisinde. Ulusal hükümet grup üyelerini dış rekabetten korumakta ve onlara her konuda destek olmaktadır. Grup şirketlerin hisselerinin yabancı sermayedarlar tarafından alınması ya çok sınırlandırılmış ya da hiç izin verilmemiştir.

Aile işletmeleri noktasında Japonya'nın Keiretsu ve Kore'nin Chaebol modelleri farklılık göstermektedir. Kore'de aile şirketlerinde hala kurucunun kendisi veya aile fertleri etkinliği devam ettirilmektedir. Ancak, Japon şirketleri çok daha eski olduğu için kontrol yönetim takımı tarafından sağlanmaktadır.

Bu modelde ele geçirmeler çok nadirdir. Düşmanca ele geçirmeler ise hiç mevcut değildir.

Kore'de yönetici olan aile şirketi üyeleri hariç grup şirketlerindeki yöneticiler önemli oranda hisseye sahip değildir. Ayrıca, yönetici ücretleri özsermayeye dayalı değildir.

Tablo 2.5. Anglo-Saxon, Kıta Avrupa'sı ve Japon-Kore Modelinin Karşılaştırması

Kriter	Anglo Saxon	Kıta Avrupa'sı	Japon-Kore
Ortaklık	Dağınık	Yoğunlaşmış	Yoğunlaşmış
Ortak Kimliği	Kurumsal Yatırımcılar	Aileler, özel şirketler ve finansal Kurumlar	Aileler, özel şirketler ve finansal Kurumlar
Kontrol	Yönetim kurulunda	Büyük Hissedarlarda	Öncü işletmede
Yönetim Kurulu	Bağımsız, dış üyeler etkin	İç üyeler ve büyük ortaklarla bağlantılı dış üyeler	Öncü işletmenin atadığı dış üyeler
Sermaye Piyasaları	Likit	Göreceli olarak likit değil	Göreceli olarak likit değil
Kurumsal kontrol piyasası	Gelişmiş	Kısıtlı	Kısıtlı
Karşılıklı hissedarlık	Kısıtlı	Yaygın	Çok Yaygın
Koteli şirket sayısı	Çok	Az	Az
Hissedar yönetici ilişkisi	Kısıtlı, kişisel değil	Yoğun	Yoğun
Yatırımcı ilişkisi	Yaygın	Yaygın değil	Yaygın değil
Şirket sahipleri ile grup içi şirketlerin uzun süreli ilişkisi	Yaygın değil	Yaygın	Çok Yaygın
Yönetim faaliyetinin açıklanması	Yaygın	Yaygın değil	Yaygın değil
Hissedar etkinliği	Yaygın	Yaygın değil	Yaygın değil
En iyi uygulama kodu uygulaması	Etkin	Etkin değil	Etkin değil

Kaynak: Kula (2006: 44)¹.

2.2. SAHİPLİK VE KONTROL İLİŞKİSİ

Sahiplik, nakit akımı üzerindeki hakları ifade eden bir kavram olup temettü gelirlerinden pay almayı ifade etmektedir. Kontrol ise, hisse senedi sahibine yönetim kurulunun seçimi, imtiyazlı hisse senedi ihracı, hisse bölünmesi ve faaliyetlerde önemli değişiklikler gibi meselelerde oy kullanma imkânı sağlayan hakları ifade etmektedir. Kısaca, temettü geliri üzerindeki haklara nakit akım hakkı (cash flow right), şirket hissedarı olarak şirket kurullarının seçimi ve yapısal değişiklik konularında oy kullanma hakkına kontrol hakkı (control right) denilmektedir (Du ve Dai, 2005).

¹ Dördüncü sütun tarafımızdan oluşturulmuştur.

“Kontrol” kavramının özü bir kısım firma politikasını belirleme yetkisidir. Bunlar yüksek işlem maliyetleri ve mükemmel olmayan öngörüler nedeniyle önceden bir sözleşme ile belirlenemezler. Bunun yerine yetki devredilen kişilere bu konularda takdir yetkisi verilmek zorundadır (Kıyılar ve Belen, 2006: 107).

Herhangi bir firmada sahiplik ve kontrol nadir olarak tam anlamıyla ayrılmıştır. Çoğunlukla kontrolü elinde tutanlar, kontrol ettikleri firmalarda bir kısım özsermayeye sahiptirler. Bazı sahipler ise özsermaye pozisyonlarının büyüklüğünün sonucu olarak sahip oldukları firmalar üzerinde kontrolün bir kısmını ellerinde tutarlar. Sonuç olarak, sermaye sahipliği (bir firmanın özsermaye sahiplerinin kimlikleri ve bunların pozisyonlarının büyüklüğü) kurumsal yönetimin potansiyel olarak önemli bir ögesidir (Kıyılar ve Belen, 2006: 108).

Sahiplik ve kontrol ne kadar örtüşürse çıkar çatışmalarının o kadar azalacağı ve dolayısıyla firma değerinin artacağı söylenebilir. Fakat sahiplik, kontrol ve firma değeri arasındaki ilişkilerin bundan daha karmaşık olduğunu belirtmek gerekir. Örneğin, firmanın sahipleri tarafından oluşturulan yönetim, yöneticilerle hissedarların çıkarlarının paralelleşmesine yarayabilir. Bununla birlikte, yöneticilerle hissedarların çıkarları ne kadar az ayarlanmışsa, yüksek sermaye sahipliği yöneticilere, güçlü bir tepkiyle karşılaşma korkusu olmaksızın kendi amaçları peşinde koşma konusunda daha büyük serbestlik sağlayabilir. Diğer bir deyişle, yöneticilerin yerini sağlamlaştırabilir (entrenchment). Sonuç olarak, yönetsel sahipliğin firma değeri üzerindeki nihai etkisi, paralelleştirme (alignment) ve sağlamlaştırma etkilerinin dengelenmesine (trade off) bağlıdır (Kıyılar ve Belen, 2006: 108).

Sahiplik ve kontrol ilişkisini incelerken “nihai ortak” kavramı önemli olup, alt bölümde bu kavram incelenecektir. Diğer taraftan nihai ortağın kontrolü elinde tutmak için kullandığı yöntemler bir sonraki alt bölümde ele alınacaktır. Özellikle en yaygın kullanılan üç yöntem açıklanmaya

çalışılacaktır. Bunlar: Bir oy bir hisse uygulamasından sapmalar, piramit yapı oluşturmak ve karşılıklı hissedarlıktır.

2.2.1. Nihai Ortak Kavramı

Nihai ortak; kontrolü elinde tutmaya yetecek oranda hisse senedine sahip ortaktır. Matematiksel olarak %50'nin üzerinde hisseye sahip ortak nihai ortak sıfatını kazanır. Ancak, bu zorunluluk değildir. Faccio ve Lang (2002), nihai ortak tanımında farklılıklar olduğunu söylemiştir. Örneğin European Corporate Governance Network (ECGN), nihai ortağı oy haklarının mutlak çoğunluğunu (%50 üzeri) sağlayan ya da *de facto* kontrol sağlamaya yetecek oy hakkına sahip kişi olarak tanımlamıştır. Fransız yasalarında *de facto* kontrolü, bir kişi ya da kurumun dolaylı ya da dolaysız olarak oy haklarının %40'dan fazlasına sahip olduğu ve diğer hissedarların daha fazla oy hakkına sahip olmadığı durumlarda söz konusu olduğu belirtilmiştir. Yazarlar çalışmalarında nihai ortak kavramını diğer çalışmalarla tutarlı olmak üzere %20 üzerinde oy sahibi olan ortağın kontrolü elde edeceğini varsayarak kontrol hakkını bu oran olarak tanımlamışlardır. Özellikle, dağınık ortakları organize etmedeki zorluk dikkate alındığında, çoğunluk oranından az bir ortaklık oranının etkin kontrolü mümkün kılacağı açıktır. La Porta v. d. de (1999) %20 ve %10 üzeri oy hakkına sahip hissedarları çalışmalarında nihai ortak olarak nitelendirmişlerdir.

Nihai ortak kontrolü elinde tutmanın özel faydalarından yararlanmak arzusundadır. Örneğin, nihai ortak yönetim kurulunun seçiminde ve CEO olacak kişinin atanmasında etkin konumda olmayı istemektedir. Bunun yanında nihai ortak ayrıca, kendi menfaatini şirket menfaatleri üzerinde görerek diğer ortakların haklarının da olduğu şirket varlıklarını sadece kendisinin olarak görebilir. Bu özel faydaların sadece şirketin nihai ortağa hizmet eden bir yapısı vardır (Nenova, 2003).

Nihai ortağın elinde tuttuğu oyun bir değeri mevcuttur. Buna “oy değeri” denilmektedir. Nenova’ ya (2003) göre, oy değeri nihai ortak tarafından özel yararların elde edilmesine bağlıdır ve hissedarlar hisseleri için kontrolden bekledikleri değere kadar pozitif bir fiyat arzusundadır. Oy değeri kontrol yararlarının asgari sınırının saptanmasını mümkün kılar; zira teorik olarak taraflar kontrol için asla kontrolden bekledikleri yarardan fazla ödeme yapmazlar. Yazar, kuvvetli yasal koruma olduğunda kontrol bloğu oylarının daha az değerli olduğunu bulmuştur. Anglo-Saxon ülkelerinde kontrol bloğu oylarının değeri şirket değerinin %1,6’sı iken bu oran yatırımcı korunmasının zayıf olduğu Fransız Kıta Avrupa’sı hukuku ülkelerinde %22,6’dır. Bu sonuç da şirketin kontrol edici hissedarlarının azınlık hissedarlarının aleyhine olmak üzere kontrolden özel yarar sağladığı hipotezi ile paraleldir. Zayıf yasal koruma yüksek kontrol yararını arttırarak sömürü maliyetini azaltır ve böylece kontrol değerini arttırır. Nenova (2003) kontrol bloğu oyların değerinin yasal korunmanın derecesi ile ters orantılı olduğunu belirtmiştir. Kontrol bloğu oylarının değeri, gücü nihai ortakta yoğunlaştıran şirket ana sözleşmesi hükümlerinin varlığı ile doğru orantılıdır.

La Porta v.d. (1999) yasal korumanın zayıf olduğu ülkelerde gönülsüzce kontrolü kaybetmek ve azınlık hissedar olmak, kontrolün özel yararlarını teslim etmek anlamına geleceğinden hissedarların daha çok kontrol sahibi olmak istediklerini ifade etmektedir. Bu nedenle yazarlar, ortaklık yoğunlaşması ile azınlık hissedarı koruması arasındaki ilişkiyi incelerken, kontrol edici hissedarın nakit akım haklarını değil de kontrol haklarını ele almışlardır.

Krishnamurti v.d. (2005), Asya’daki şirketler üzerine yaptıkları analizlerde, azınlık hissedarlarının yasal korunmasının düşük olduğu ülkelerdeki yüksek kontrole sahip işletmelerin gönüllü olarak kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmediklerini saptamışlardır. Bunun aksine; daha iyi yasal koruma olan ülkelerdeki yüksek kontrole sahip işletmeler (Hong Kong ve Singapur gibi) kurumsal yönetimleri geliştirmek için açıkça destek vermektedirler.

2.2.2. Şirket Kontrolünü Elde Tutma Yöntemleri

Hissedar elinde tuttuğu hisse senetleri sayesinde hem işletme gelirlerinden hakkına düşen payı almaktadır hem de işletme meselelerinde oy kullanma hakkına sahiptir. Daha önce de belirttiğimiz gibi temettü üzerindeki hakka nakit akım hakkı, oy kullanma hakkına da kontrol hakkı denilmektedir. Nihai ortağın, kontrolü elinden bırakmamak için yeterli çoğunlukta hisseye sahip olması gerekmektedir. Bunu sağlamanın yollarından bir tanesi de salt çoğunluğu sağlayacak hisse oranına sahip olmaktır. Ancak, nakit akım haklarına oranla daha fazla miktarda kontrol hakkı elde etmeyi sağlayan bazı yöntemler de mevcuttur. Bu yöntemler sayesinde nihai ortağın salt çoğunluğu sağlamasına gerek kalmamaktadır.

Şirket kontrolünü sağlayan bu yöntemler nihai ortağın nakit akım hakkının ötesinde etkinliğini arttıran araçlardır. Ayrıca, bu araçların gücü küçük bir sermayedar grubuna şirket kontrolünde özel faydalar sağlamasından gelmektedir (Grant ve Kirchmaier, 2005: 65).

Nakit akım hakkı ile oy hakkı arasındaki uçurum Yeh'e (2005) göre firma değerini olumsuz etkilemektedir. Tayvan üzerine yaptığı çalışmasına göre, nihai ortağın elindeki nakit akım hakkı ne kadar yüksekse firma değeri de yüksek, ancak nakit akım hakkı düşükse firma değeri de düşük çıkmaktadır.

Bebchuk v.d. (1999: 3) bu tür araçlar kullanarak kontrolün elinde tutulmasına “azınlığın kontrol ettiği yapı (controlling-minority structure” ismini vermektedirler. Bu yapının ABD dışında, aile işletmelerinin hâkim olduğu ülkelerde daha çok kullanıldığını belirtmektedirler.

Çalışmamızda bu yöntemlerden en yaygın kullanılan şu üç yöntem ele alınacaktır: Bir oy bir hisse uygulamasından sapmalar, piramit yapı ve karşılıklı hissedarlık.

2.2.2.1. “Bir-Hisse Bir-Oy” Kuralından Sapmalar

Bir-hisse bir-oy kuralı sayesinde nakit akım haklarının büyük kısmına sahip olmadan işletme kontrolüne de sahip olunmaz. Bu durum, kontrol edici ortak ve yöneticilerin nakit akımını kendilerine yönlendirme iştahını azaltır. La Porta v.d. aktaran Kula (2006), hissedarlar güçlerini oy kullanarak kullandıklarından, hissedar hakları değerlendirilirken oylama prosedürleri üzerine yoğunlaşıldığını belirtmiştir.

Bir-hisse bir-oy kuralından sapma gösteren hisse senetleri yatırımcısına nakit akım hakkından bağımsız oy hakkı sağlayabilen hisselerdir. Diğer bir deyişle, nakit akım hakkıyla oy hakkı arasında doğru bir orantı mevcut değildir. Örneğin, şirketin kontrolünü elinde tutabilmek için nakit akım hakkının %51'ini elinde tutmak, bu tip hisse senetleri ile zorunlu olmayacaktır (Grant ve Kirchmaier, 2005).

Bir-hisse bir-oy kuralından sapma gösteren hisse senetlerine “kâr payında imtiyazlı hisse senetleri”, “oy hakkından yoksun hisse senetleri” “oy hakkında imtiyazlı-iki özellikli hisse senetleri” (dual class shares) ve “altın hisseler (golden shares)” örnek olarak verilebilir. Aşağıda bu kavramlar ve çeşitli ülkelerdeki uygulamaları açıklanmaya çalışılacaktır.

2.2.2.1.1. Kâr Payında İmtiyazlı Hisse Senetleri

Kâr payında imtiyaz tanınan pay sahipleri, diğer pay sahiplerine nazaran onlardan önce, belirli bir yüzde oranında kâr payına iştirak ederler. Kârda imtiyaz, başlıca üç noktada pay sahiplerine üstünlük sağlar (Karşlıoğlu,2006):

- Kârdan daha fazla pay almak,
- Kâr öncelikle yararlanmak,
- Kâr imtiyazının birikir nitelikte olması.

Ortaklık esas sözleşmesiyle bu alternatiflerden birini, ikisini veya hepsini içeren düzenlemelerin getirilmesi mümkündür.

İmtiyazın birikir nitelikte olması; esas sözleşmede öngörülen miktarı (yani belirli yüzde kâr oranı) karşılamaya, o yılın kârının yetmemesi halinde, kâr hakları birikerek ileriki yıllarda şirket kâr ettiği zaman toptan ödenebilmesi ve pay sahibinin de geçmiş yıl veya yıllara ilişkin bu ödemeyi talep edebilmesidir.

Kârda imtiyazlı paylar ihdas edilerek, özellikle kuruluştaki kurucuların sermaye katılımlarının yanı sıra emeklerini ödüllendirme ve böylece müteşebbislere kârda imtiyaz tanımak suretiyle, ortaklığın kurulmasını ve hayata geçirilmesini gerçekleştirmek için gerekli motivasyon sağlanmış olmaktadır. Ayrıca sermaye artırımlarında ve özellikle ortaklığın mali açıdan yetersiz kaldığı durumlarda kârda imtiyazlı paylar çıkarılmasının, hem yeni yatırım alanlarının finansmanı için gerekli mali kaynakları teminde, hem de ortaklığın ıslahında önemli yararları vardır. Sermayenin tabana yayılmasında ve gerekli finansman kaynaklarının yaratılmasında önemli rol oynayan halka açık anonim ortaklıklarda kârda imtiyazlı payların varlığı haklı olarak benimsenmektedir (Karslıoğlu, 2006).

İMKB'ye kote birçok şirket bu tür farklı grup senetlere sahiptir. Örneğin, en bilinenleri İş Bankası, Adana Çimento ve Kardemir'dir. Adana Çimento'yu ele alacak olursak, bu şirketin üç farklı grup senedi bulunmaktadır; A, B ve C olarak adlandırılan bu senet sahipleri farklı tutarlarda temettü geliri elde etmektedirler; A grubu senet sahipleri toplam temettünün %54'üne hak kazanırken, B grubu %36'sına ve C grubu da %10'una hak kazanmaktadır.

2.2.2.1.2. Oy Hakkından Yoksun Hisse Senetleri

Oydan Yoksun Hisse Senetleri (OYHS), ortaklıkların sermaye artırımları ile ihraç edebilecekleri, oy hakkı hariç, sahibine kâr payından ve istendiğinde

tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir.

OYHS, hamiline veya nama yazılı şekilde ihraç edilebilir. Ayrıca, OYHS' ye tanınan imtiyazlar ile oy hakkının doğması şartları, OYHS' nün üzerine yazılır.

OYHS ihraç eden ortaklığın yönetim kurulu başkan ve üyeleri, denetçileri, murahhas müdür, genel müdürleri ve yardımcıları, yetki ve sorumluluk bakımından belirtilen görevlere benzer görevde bulunan kişiler ile bu kişiler veya ihraççıların yönetim veya denetim veya sermaye bakımından ilişkili bulunduğu diğer teşebbüs ve şahıslar OYHS' yi iktisap edemezler.

Ortaklıkların çıkarabilecekleri OYHS itibari değer toplam tutarı, ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin % 75'ini geçmemek üzere esas sözleşmelerinde gösterilir. Limitin belirlenmesinde, daha önce ihraç edilmiş OYHS miktarı hesaba katılır.

Oydan Yoksun Hisse Senetlerinin sağladığı haklar şu şekilde sıralanabilir (Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği Seri:I No: 30)*:

Kâr payında imtiyaz: OYHS sahipleri diğer ortaklarla birlikte, Kanun, tebliğ ve esas sözleşmede belirtilen miktarda kâr payı alırlar. Ayrıca OYHS sahipleri için, esas sözleşmede gösterilecek oranda kâr payında imtiyaz tanınması zorunludur. OYHS sahiplerine, imtiyazlı kâr payları nakden dağıtılır. OYHS sahiplerine tanınan imtiyazlı kâr payı dağıtılmadıkça, başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara kârdan pay dağıtılmasına karar verilemez.

* Bu Tebliğ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 14/A maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Bu Tebliğin amacı, oydan yoksun hisse senetlerinin ihracı, halka arzı ile senet sahiplerine tanınan haklar ve bu hakların kullanım şartlarına ilişkin esasları düzenlemektir.

Tasfiye bakiyesinde imtiyaz: Ortaklık, esas sözleşmesinde hüküm bulunmak koşuluyla, OYHS sahiplerine tasfiye bakiyesinde imtiyaz tanınabilir. Bu halde tasfiye halinde bulunan ortaklığın borçları ödendikten sonra kalan mevcut, öncelikle tasfiye bakiyesinde imtiyazlı OYHS sahiplerine, ortaklığa koydukları sermayenin ödenmesi için tahsis edilir.

Oy hakkının doğması: Ortaklık, ard arda 3 yıl kâr dağıtamazsa veya mevzuat uyarınca izin verilmediği halde, herhangi bir nedenle bir yıl OYHS' nin imtiyazına ilişkin kâr dağıtımını yapmazsa, OYHS sahipleri, bu durumların kesinleştiği genel kurul toplantı tarihini izleyen yıl, esas sermayeye katılmaları ile orantılı olarak oy hakkını elde ederler ve buna bağlı olarak imtiyazlı bu paylar adi pay haline dönüşür. Ayrıca esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydıyla, belirlenecek bir süre sonunda OYHS adi hisse senedine dönüşebilir.

Yeni pay alma hakkı kullanımı: Ortaklıkların yapacakları sermaye artırımlarında, OYHS sahiplerinin diğer ortaklarla birlikte, sermaye payları ile orantılı olarak yeni pay alma hakları vardır.

Esas sözleşmede, OYHS veya adi pay ihraçlarında, OYHS sahiplerinin yeni pay alma haklarına ilişkin esaslar düzenlenebilir. Esas sözleşmede bu konuda bir düzenleme bulunmaması halinde, ortaklıkların sermaye artırımlarında, OYHS sahiplerinin esas sermaye içindeki payını korumak üzere OYHS ihraç etmeleri esas olup, bu durumda, OYHS ve adi paylar kendi içlerinde yeni pay alma haklarını kullanırlar.

Bedelsiz pay alma hakkı: İç kaynaklı sermaye artırımlarında OYHS sahipleri, artırım tarihindeki sermaye payları oranında bedelsiz oydan yoksun pay alma hakkına sahiptirler.

Ortaklık, esas sözleşmesinde hüküm bulunmak koşuluyla, iç kaynaklı sermaye artırımlarında, oy hakkına sahip bedelsiz pay da verebilir. Bu durumda OYHS sahiplerine tanınan imtiyazlar, bedelsiz pay alma hakkında geçerli değildir.

Genel kurula katılma hakkı: OYHS sahipleri esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydıyla, ortaklık genel kuruluna oy hakkı bulunmaksızın katılabilirler ve oylamalardan önce görüşlerini açıklayabilirler.

2.2.2.1.3. Oy Hakkında İmtiyazlı Hisse Senetleri-Çift Özellikli Hisse Senetleri (Dual Class Shares)

Paylar arasında eşitlik ilkesinin istisnalarından birisi, oyda imtiyazlı pay veya pay senetleridir. TTK m. 401 ve m.373/1 hükümlerindeki en az bir rey hakkı ifadesinden birden fazla oy hakkının tanınabileceği anlaşılmaktadır. Oy hakkında imtiyazlı paylarda, bu paylara esas sözleşmedeki hüküm ile bir yerine birden fazla, örneğin 10, 20 veya 100 oy hakkı verilebilir. Böylece, şirket yönetiminde, genel kurul kararları yolu ile daha etkin rol oynama imkânı elde edilir. Ayrıca, oy hakkında imtiyaz her türlü karar için verilebileceği gibi, sadece bir veya birkaç konuda da verilebilir. Örneğin yönetim kurulu üyelerinin veya denetçilerin seçiminde, ya da şirket kârının dağıtılmasına ilişkin genel kurulda alınacak kararlar için imtiyaz öngörülebilir. TTK.m. 373/1 hükmü çok oylu payları esas alan bir düzenleme öngörmüştür. Buna göre, çok oylu paylar, şirket sözleşmesine konulacak bir hükümle, esas sermayeyi oluşturan ve birbirine eşit nominal (itibari) değerde pay senetlerinin bir kısmına birden fazla oy hakkı verilmek suretiyle yaratılabilir. Örneğin, bir anonim şirkette paylar (A), (B) ve (C) gruplarına ayrılrsa ve (A) grubu pay senetlerine 1 oy, (B) grubu pay senetlerine ise 2 oy tanınmış ise, (B) grubu paylar (A) grubuna nazaran oy hakkında imtiyazlıdır. Buna karşın, (A) grubu da kârdan %8 oranında daha fazla kâr payı alıyorsa imtiyazın konusu oy değil kâr payındadır. Böylece iki grup, yani (A) ve (B) grubu da imtiyazlı paylardır. Ancak imtiyazın konuları değişiktir. Oyda imtiyaz, ilke olarak her türlü karar için tanınabilir. Örneğin yönetim kurulu üyeleri veya denetçilerin seçiminde, kârın dağıtılmasında, ücretlerin tespitinde vs. gibi imtiyaz öngörülebilmesi mümkündür (Karslıoğlu, 2006).

Oy hakkına tanınan imtiyazlar ile ilgili doktrinde yapılan önemli bir tartışma da; farklı itibari değerdeki hisselerin her ikisine de eşit oy hakkı vermek suretiyle düşük itibari değerdeki pay lehine yaratılan ayrıcalığın imtiyaz kabul edilip edilmeyeceği konusudur. Örneğin 50 YTL değerinde (A) grubu hisseler 1 oy hakkı verilirken, esas sözleşme ile 25 YTL değerindeki (B) grubu hisseler de 1 oy verilmesi, (B) grubu hisseler 1 örtülü bir imtiyaz tanımaktadır. Bu tip bir ayrıcalığın TTK. 401. maddesinde düzenlenen, paylara tanınan imtiyaz olarak kabul edilip edilmeyeceği tartışması açıklığa kavuşmamakla birlikte genel yaklaşım bu şekildeki paylar arasındaki ayrıcalıkların TTK. 401. maddesinde düzenlenen imtiyaz olarak kabul edilmesi yönündedir (Karslıoğlu, 2006).

Bir firmanın, hissedarına farklı oy hakkı sunma özelliği olan bu hisseler yabancı literatürde “çift özellikli hisse senetleri (dual class shares)” denilmektedir (Pajuste, 2005: 6). Bu hisseler genellikle A sınıf hisseler ve B sınıf hisseler şeklinde olmaktadır. Örneğin bir internet şirketi olan Google firmasının B sınıf hisselerinin bir tanesi 10 oy hakkına sahipken, A sınıf hisselerinin bir tanesi sadece bir oy hakkına sahiptir. Yine aynı şekilde Ford ailesi Ford şirketinin %40 oranındaki oy gücünü sadece %4 hisseyi elinde tutarak sağlamaktadır. Bunlara ek olarak, Echostar şirketi örnek olarak verilebilir. Bu şirketin kurucusu ve CEO’su Charlie Ergen işletmenin %5 hissesine sahip olmasına rağmen kontrolün (oy hakkının) %90’nı elinde tutmaktadır (McClure, 2004).

Bir işletmenin çift özellikli hisse senedine sahip olmasının ardında yatan en önemli sebep, hiç şüphesiz, işletme nihai ortağının kontrolü elinden bırakmak istemeyişidir. Bununla birlikte kontrolü elinde tutan nihai ortak bu yolla piyasadan daha fazla finansmanı daha az oranda hisseyle sağlama olanağı elde etmektedir (McClure, 2004) (Pajuste, 2005: 6).

Pajuste (2005: 9) çift özellikli hisse senetlerine sahip olan işletmelere sermaye piyasasını olumsuz tepki verebileceğini iddia etmektedir. Yazara göre, bu tip işletmeler yeni ortak bulma arayışı içine girdiklerinde nihai ortağın

gücü potansiyel yatırımcılara cazip gelmeyecektir. Dolayısıyla, halka arza gitmeyi düşünen işletmeler sahip oldukları çift özellikli hisse senetlerinden vazgeçerek bir hisse bir oy kuralına dönmelidir. Ancak bu kanuni otoritenin yaptırım gücü kullanılarak yasaklanma şeklinde olmamalıdır. Yazar, bu tip işletmelerin zaten eninde sonunda ortaklar arasında ayırma yol açan bu yapıdan gönüllü olarak vazgeçeceklerini söylemektedir. Çalışmasında, çift özellikli hisse senetlerinden vazgeçen işletmelerin pazar değerinin ve satışlarının arttığını ortaya koymaya çalışmıştır.

Gompers v.d. (2004: 8) ABD’de faaliyet gösteren çift özellikli hisse senetlere sahip olan ve olmayan işletmeleri masaya yatırmışlardır. Buna göre: (1) Çift özellikli hisse senetlerine sahip olan işletmelerin piyasa değeri / defter değeri oranı diğerlerine oranla düşüktür. (2) Çift özellikli hisse senetlerine sahip olan işletmeleri kaldıraçtan daha fazla yararlanmakta yani borç / toplam varlıklar oranının medyanı sahip olanlarda 0,21 olmayanlarda 0,09 dur. Yazarlar, bunun muhtemel nedenini, çift özellikli hisse senetlerine sahip olan işletmelere ortak bulma güçlüğü yani yatırımcıların bu tip hisse senetlerini satın almada isteksiz davranabileceği gerekçesine bağlamışlardır. Dolayısıyla, bu tip işletmelerin borçla finansman yolunu tercih etmek zorunda kaldıkları vurgulanmıştır. (3) Çift özellikli hisse senetlerine sahip olan işletmeler firma yaşı açısından diğerlerine göre daha büyüktür. İki özellikli hisse senetlerine sahip olan işletmeler ortalama 2001 yılında 16.30 yaşında iken sahip olmayanlar ortalama 12.62 yaş civarındadır. Kriter olarak medyan alındığında sahip olanlar 12.79 yaşında, sahip olmayanlar 7.75 yaşındadır. (4) 2001 yılında piyasa değeri açısından çift özellikli hisse senetlerine sahip olan on işletme sıralandığında ilk beş işletme iletişim işiyle ilgilenen (communication firms) işletmelerdir. (5) Tobin’in Q’su ile ölçülen firma değeri açısından çift özellikli hisse senetlerine sahip işletmelerin değeri sahip olmayan işletmelere kıyasla daha düşüktür.

2.2.2.1.4. Altın Hisseler (Golden Shares)

Altın hisse; stratejik önemi olan, ekonomi açısından büyük önem taşıyan kuruluşların özelleştirilmeleri halinde, bu kuruluşlarda kamu çıkarlarının korunması, ülke güvenliğine zarar verebilecek gelişmelerin önlenmesi, az gelişmiş yörelere yönelik hizmetlerin sürdürülmesi gibi amaçlarla oluşturulmaktadır. Altın hisse, söz konusu kuruluşların kritik kararlarında devlete 'veto' hakkı vermektedir (Kilci, 1998).

Teletaş' ın PTT'den Kamu Ortaklığı İdaresi' ne (KOİ'ye) devredilen yüzde 40 oranındaki iştirak payından %22 oranına tekabül eden kısmı Şubat 1988'de halka arz edilmiştir. Şirket hisselerinin halka arzından önce toplanan olağanüstü genel kurulda şirketin ana sözleşmesinde bazı değişiklikler yapılarak, şirket hisseleri A, B, C ve D olmak üzere dört gruba bölünmüştür. A grubu hisseler yüzde 39 oranındaki yabancı ortak payını, B grubu hisseler KOİ dahil yerli ortakların payını, C grubu hisseler de halka arz edilmesi öngörülen yüzde 22'lik payı temsil etmektedir. D grubu hisse senedi, sermayede temsil edilmeyen, ancak KOİ'ye şirket üzerinde bir takım imtiyazlar sağlayan Altın Hisse'dir. Böylece Türkiye'de ilk kez Altın Hisse uygulaması başlatılmıştır (Kilci, 1998).

Altın Hisse imtiyazı ile KOİ'ye; şirketin, ana statüsünde belirlenen amaçlara uygun olarak yönetilmesini ve küçük hissedarların haklarının korunabilmesini sağlamak, A ve B grubu hisselerin, Hükümetin stratejik politikalarını olumsuz yönde etkileyecek biçimde devrini önlemek ve KOİ'nin payı %3'ün altına düşünceye kadar bu konularda veto hakkını kullanmak yetkisi verilmiştir (Kilci, 1998).

2.2.2.1.5. Çeşitli Ülkelerde Bir-Hisse Bir-Oy Kuralından Sapma Uygulamaları

Bir-hisse bir-oy kuralından sapma gösteren hisse senetleri Fransa'da 1966 yılında kabul edilen Ticaret Kanunuyla yürürlüğe girmiştir. Fransız Ticaret Kanununa göre adi hisse senetlerinin yanında imtiyazlı, oydan yoksun

ve çift özellikli hisse senetlerini ihraç etme yönünden hiçbir engel yoktur. İmtiyazlı hisse senetleri, şirket kazançlarının büyük çoğunluğuna hak kazanacağı gibi bu kazançların dağıtımında da öncelik hakları vardır. Ayrıca, bunlar oy hakkından yoksun olabileceği gibi oy hakkına da sahip olabilme özelliğini taşıyabilmektedir. Oydan yoksun imtiyazlı hisse senetleri temettü ödemelerinde önceliğe sahiptir ancak şirket 3 sene üst üste temettü ödemesi yapmaz ise bu hisse senetleri oy hakkına sahip imtiyazlı hisse senetleri özelliği kazanmaktadır. Bunun yanında, Fransa'da bir şirket toplam sermayesinin %25'inden fazla oy hakkından yoksun hisse senedi çıkaramamaktadır. Oydan yoksun hisse senetlerin olumlu özellikleri olmasına rağmen Fransız sermaye piyasasında şirketler tarafından çok fazla tercih edilmemektedir (Grant ve Kirchmaier, 2005).

Yine aynı şekilde, çift özelliğe sahip (dual class shares) hisse senetleri de Fransa'da çok fazla itibar gören menkul kıymetler değildir. Grant ve Kirchmaier (2005), bu hisse senetlerine sahip işletmelerin oranının %2 civarında olduğunu ifade etmektedir. Yazarlar, başka çalışmalara atıfta bulunarak büyük Avrupa şirketleri içerisinde çift özellikte hisse senetlerine sahip Fransız işletmelerin 12 ila 15 arasında değiştiğini belirtmektedirler.

Avrupa Adalet Divanı altın hisse uygulamasının taraflar arasındaki eşitlik ilkesine zarar getirdiği gerekçesi ile bu uygulamanın yasal olmadığını belirtmiştir. Ancak, Fransız Hükümeti bu uygulamayı halen devam ettirmektedir (Grant ve Kirchmaier, 2005).

İtalya'da adi ve imtiyazlı hisse senetlerinin yanında "tasarruf hisseleri (saving shares)" isimli bir hisse senedi çeşidi daha mevcuttur. Ancak, bu hisselerin oy hakkı yoktur. Tasarruf hisseleri aslında İtalyan hükümetinin çıkarmış olduğu tahvillere yatırım yapan yatırımcıları çekmeye yöneliktir. Bu yüzden tahvil özelliklerini taşır, likiditesi yüksektir ve sabit ödemelidir. Ayrıca, bu hisselerin bir diğer özelliği de tasfiye sırasında öncelikli hakkının bulunmasıdır. Ancak, İtalyan şirketleri tasarruf hisselerini adi hisse senetlerinden daha fazla halka arz edemez (Grant ve Kirchmaier, 2005).

Çift özellikli hisse senetlerinden İtalyan şirketleri oldukça fazla kullanmaktadır. Gibbs, Bennedsen ve Nielsen'in çalışmasından aktaran Grant ve Kirchmaier (2005), çalışmalara konu olan İtalyan şirketlerinin sırasıyla 54 ve 85'inde çift özellikli hisse senetlerinin varlığına işaret etmektedir.

İtalyan hükümeti de altın hisselerden yararlanmaktadır. Örneğin, ENI SpA ve Telecom Italia SpA özelleştirmesinde hükümet bu hisselerden sahip olma yoluna giderek azınlık hissedarın korunmasını sağlamaktadır.

Almanya'da üç tür hisse senedi vardır: Adi, imtiyazlı ve alış verişi düşük hisse senetleri (restricted shares). Alışverişi düşük hisse senetleri misli oy hakkına sahiptir. Örneğin, Siemens bu hisselerle sahip olup Siemens ailesine 6 kat fazla oy hakkı tanımıştır. Ancak bu hisseler 1998 yılında çıkarılan bir kanunla borsada işlem gören şirketler için kademeli olarak yürürlükten kaldırılmıştır. Almanya'da imtiyazlı hisse senetlerinin oy hakkı olabileceği gibi oy hakkından yoksun da olabilir. Bu hisselerin temettü ödemelerinde öncelik hakları vardır. Bunun yanında, oy hakkı olmayan hisse senetleri şirket sermayesi toplamının %50'sinden daha fazla halka arz edilemez (Grant ve Kirshmaier, 2005).

Çift özellikli hisse senetleri açısından en zengin ülke Almanya'dır. Alman şirketlerinin çoğu bu yapıda hisse senetlerine sahiptir. Gibbs, Bennedsen ve Nielsen'in çalışmasından aktaran Grant ve Kirchmaier (2005) çalışmalara konu olan Alman Şirketlerinin sırasıyla 84 ve 123'ünde çift özellikli hisse senetlerinin varlığına işaret etmektedir. Diğer taraftan Gibbs'in çalışmasından aktaran Grant ve Kirsmaier (2005) oyda imtiyaz sağlayan hisse senetlerinin büyük çoğunluğunun işletme kurucularının elinde olduğunu ve bu hisselerin halka arz edilmediğinin altını çizmektedir.

Altın hisse uygulamasından dolayı Avrupa Adalet Divanı Almanya hükümetini eleştirmektedir. Volkswagen firmasının %13,7'sine sahip olan yerel bir Alman resmi kurumu oy hakkının %20'sine sahiptir. Bundan

dolayısıdır ki şirket ortakları bu durumdan rahatsız olmaktadır (Grant ve Kirchmaier, 2005).

New York Borsası ABD’li firmalara çift özellikli hisse senetleri noktasında sınırlama getirmemektedir. Ancak bir firma bir kez borsaya kote olduktan sonra, şirket mevcut olan oy hakkını azaltamaz veya yeni imtiyazlı oy hakkı sağlayan hisse senedi halka arz edemez (McClure, 2004). Diğer taraftan, ABD’de genellikle çift özellikli hisse senedine sahip işletmeler 1’e 10 oy hakkı sağlayan özellikteki yapıyı tercih etmektedir (Gompers v.d., 2003: 11).

Deminor Rating Şirketinin (2005: 11) FTSE Eurofirst 300 Endeksinde yer alan işletmeler üzerine yaptırdığı araştırmasına göre bu endekste yer alan 300 Avrupalı firmanın %20’sinde (59 şirket) çift özellikli hisse senedi mevcuttur. Ülke bazındaki değerlendirmeye göre İsveçli firmalar başı çekmektedir.

Aşağıdaki Tablo 2.6 da çeşitli ülkelerdeki bir hisse bir oy kuralından sapmaya yönelik yasal kısıtlamalar görülmektedir.

Tablo 2.6. Çeşitli Ülkelerde Bir Hisse Bir-Oy Kuralından Sapmaya Yönelik Yasal Kısıtlamalar

Ülke	Koşullar	Kısıtlama Detayları	Şirket Sayısı	Oyların %20'sine Sahip Olmak İçin Gerekli Hisse Oranı	Çift Özellikli Hissesi Olan Şirket Oranı
Belçika	Bir Hisse Bir Oy		130	20,00	0,00
Portekiz	Oy Hakkından Yoksun Hisse oranında üst sınır	Oy hakkından yoksun hisse oranı hisselerin %50'sini aşamaz	87	20,00	0,00
İspanya	Oy Hakkından Yoksun Hisse oranında üst sınır	Oy hakkından yoksun hisse oranı hisselerin %50'sini aşamaz	632	20,00	0,16
Fransa	Oy Hakkından Yoksun Hisse oranında üst sınır	Oy hakkından yoksun hisse oranı hisselerin %50'sini aşamaz	607	19,93	2,64
İngiltere	1968'den beri oy hakkından yoksun hisse çıkarımı yasak, Şirketler yeterli oy hakkı verilmesi şartı ile imtiyazlı hisse senedi çıkarabilirler	İmtiyazlı hisse senetleri için minimum oy hakları şunları içerir: (1) Kâr paylarının bakaya kalmasını oylama, (2) Sermaye azaltmada ve şirketin tasfiye kararlarında oylama ve (3) Oy sınıfı haklarını engelleyecek konularda oylama	1,953	19,14	23,91
Norveç	Bir Hisse Bir Oy	İstisnalar için resmi onay gerekli	155	19,05	13,16
Avusturya	Sınırlama Yok		99	18,96	23,23
İrlanda	Sınırlama Yok		69	18,91	28,07
Almanya	Oy Hakkından Yoksun Hisse oranında üst sınır	Oy hakkından yoksun hisse oranı hisselerin %50'sini aşamaz	704	18,38	17,61
İtalya	Oy Hakkından Yoksun Hisse oranında üst sınır	Oy hakkından yoksun hisse oranı hisselerin %50'sini aşamaz	208	18,38	41,35
Finlandiya	En az oy oranı	En az oy oranı: onda bir	129	15,42	37,60
İsviçre	Sınırlama yok		214	15,26	51,17
İsveç	En az oy oranı	En az oy oranı: onda bir	245	9,83	66,07

Kaynak: Facio ve Lang (2002, 386–387) Tablo 6

2.2.2.2. Piramit Yapı

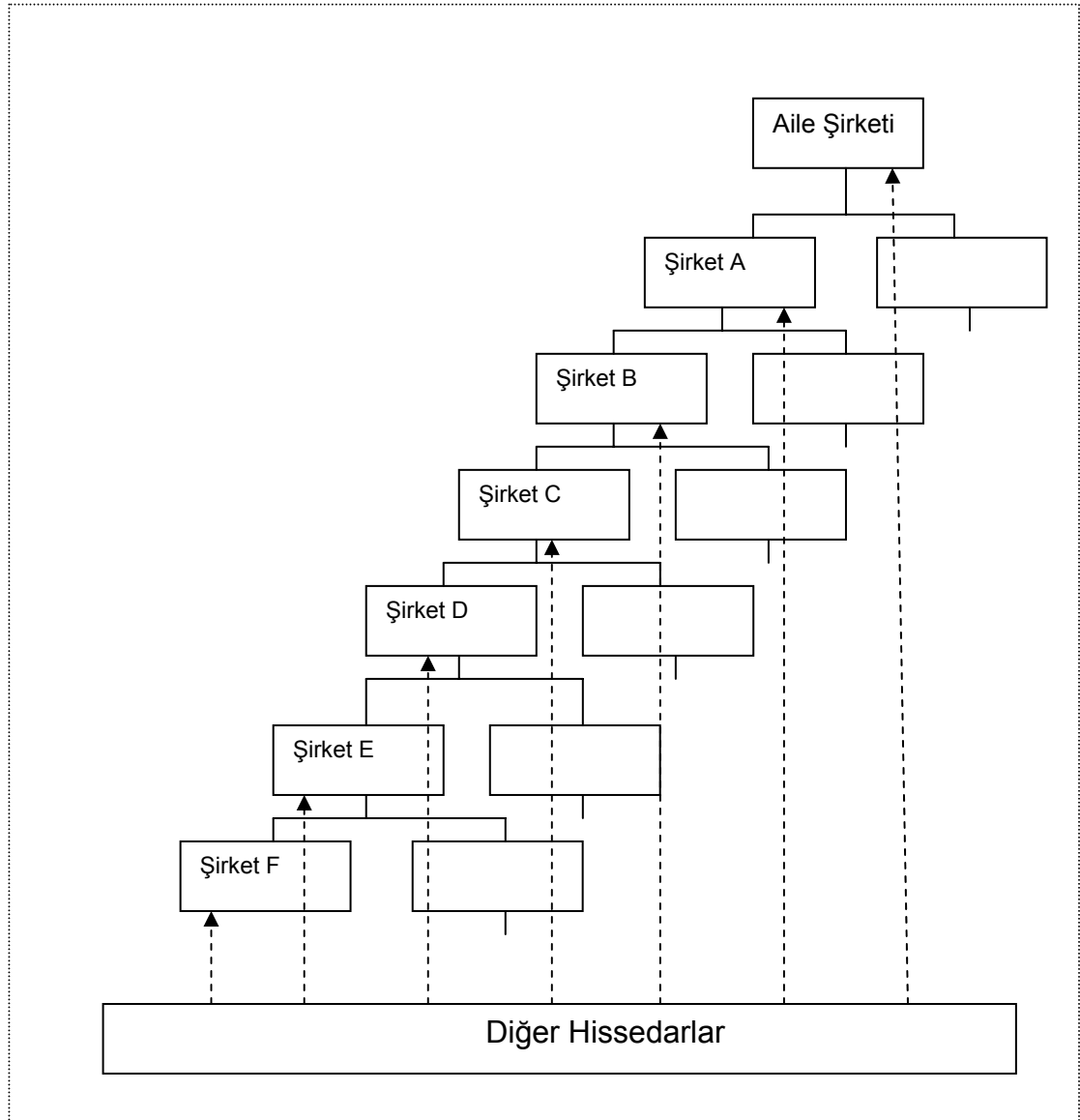
Şirket kontrolünü belirli ellerde tutmak için kullanılan araçlardan bir tanesi de “piramit yapıdır”. Eğer bir kişi ya da kurum, halka açık bir şirkete, hissedarı olduğu bir başka şirket ya da şirketler zinciri ile ortak oluyorsa piramit yapı söz konusudur.

Faccio ve Lang (2002) piramit yapı tanımı için, kontrol hakkının oy hakkından farklı olması için baştaki firmanın aradaki firmanın hepsini değil, hepsinden azına sahip olması gerektiği koşulunu koymuşlardır.

La Porta v.d. (1999) piramit ortaklığı şöyle tanımlamıştır: Eğer halka açık B şirketi, A şirketi oylarının %43'üne sahip ve C şahsı da B' nin %27'sine sahip ise C kişisi A şirketine piramit yapı ile ortaktır. Ama eğer B şirketi A şirketine %100 sahip ise piramit yapı yoktur; zira arada halka açık şirket yoktur. Buna göre, piramit yapıdan bahsedebilmek için en az üç firmanın var olması ve birbirleri ile hissedarlık ilişkisi içerisinde olması gerekmektedir.

Kontrolü elinde tutan piramit yapının başındaki işletme “ana işletme” olarak adlandırılmaktadır (Thesmar, 2001: 1). Ana işletme zaman içerisinde gelişip büyüme göstermeye başladığında yeni işletmeler kurma ihtiyacı doğmuş ve bunun sonucunda da ana işletmeye bağlı işletmeler ortaya çıkmıştır. Ana işletme, yeni işletmelerin kuruluşunu sermayelerinin ya tamamına sahip olarak - yani yatay büyüme şeklinde - ya da kontrolü elinde tutacak oranda sermayeye sahip olarak - yani piramit yapı şeklinde – gerçekleştirmektedir (Almeida ve Wolfezon, 2005: 2).

Şekil 2.1. Piramit Yapılanma Örneği



Kaynak: Kula (2006: 96)

Piramit yapıyı tercih eden ana işletme yeni (ara) işletmenin sermayesinin tamamına sahip olmadan kontrolü elinde tutabilmektedir. Dolayısıyla, kontrolü elinde tutmanın özel faydalarından yararlanmaktadır. Bu faydaların başında, ana işletmenin ara işletmelerin yönetim kademesini belirlemesi gelmektedir (Almeida ve Wolfezon, 2005: 3).

Piramidin tepesindeki ana işletme piramitteki tüm şirketleri kontrol etse de piramidin alt tabakalarındaki gerçek yatırımı çok azdır. Örneğin yukarıdaki şekilde de görüldüğü gibi F şirketinin değerindeki 1 milyon dolarlık değer düşüşü, E şirketinin değerinde 510.000 dolarlık düşüşe ($1.000.000 \times \%51$), D şirketinde 261.000 dolarlık düşüşe ($510.000 \times \%51$) ve sonuçta silsile şeklinde piramidin tepesine doğru daha azalan değer düşüşlerine neden olur. Yani F şirketin değerindeki 1 milyon dolarlık değer düşüşü, piramidin tepesindeki şirkette 17.596 dolarlık değer düşüşüne neden olur ki bu da F şirketinin nihai ortaklarının, gerçekte şirkette %1,76'lık finansal payının olduğunu gösterir (Kula, 2006: 95).

Piramit yapı ana işletmeye nakit akımından ziyade kontrol hakkı üzerinde daha fazla imkân sağlamaktadır. Bunun nasıl olduğunu basit bir örnek piramit yapı üzerinde görelim. A firması B firmasının %51'ine sahip olsun. B firması da C firmasının %51'ine sahip olsun. Bu örnekte A firması C firmasının kontrolünü elinde tutmasına rağmen A firması C firmasının nakit akım hakkının %25'ini talep edebilir. Görüldüğü üzere asıl amaç nakit akım hakkına sahip olmak yerine kontrol hakkına sahip olmaktır.

Kontrolü elinde tutmanın özel faydaları olabileceği gibi maliyetleri de söz konusudur. Piramit yapı kontrol hakkına öncelik verdiği için nakit akım hakkı ile ayrımın artmasına neden olmaktadır. Bu durum ise ara işletmelerin performansının azalmasına yol açmaktadır. Thesmar (2001: 1) bunun iki muhtemel sebepten kaynaklandığını iddia etmektedir. Birincisi; piramidin tepesindeki ana işletme ile piramidi oluşturan ara (alt) işletmeler arasındaki bilgi asimetrisidir. Bu bilgi asimetrisi sonucunu ortadan kaldırmanın maliyeti ise yüksektir. İkincisi, ana işletmenin alt işletmelerdeki azınlık hissedarlarının haklarını gasp etme gücü ve isteğidir. Azınlık hissedarları haklarının gaspı ya örtülü sermaye ile ya da örtülü kazanç yolu ile olmaktadır. Örtülü kazanç, ana işletmenin alt işletmenin ürünlerini piyasa koşullarının altında satın alarak veya alt işletmeye piyasa koşullarının üstünde fiyatla mal satarak gerçekleşmektedir. Örtülü sermaye ise, ana işletmenin alt işletmelerden piyasa koşullarının üstünde faizle borç alması veya alt işletmelere piyasa

koşullarının altında faizle borç vermesiyle gerçekleşmektedir. Hangi mekanizma kullanırsa kullanılsın piramit yapı sahiplik ve kontrolün ayrılması problemini büyötmektedir.

Buysschaert v.d.' den aktaran Kula (2006: 96) piramit yapıda ortaklık ve kontrolün ayrımını, azınlık hissedarlarının kontrol edici hissedarlar tarafından mülksüzleştirmesine neden oluşunu şu örnekle anlatmaktadır: Varsayın ki A şirketi aynı zamanda tedarikçisi olan B şirketinin hisselerinin %60'ına sahiptir. Eğer B şirketi piyasa fiyatından A şirketine mal satarsa 100 birimlik kârın 60'ı A şirketine 40'ı ise azınlık hissedarına gider. Eğer A şirketi B şirketine malı sözgelimi %10 indirimle satmaya zorlarsa bölüşecek kâr 100 birimden 90 birime düşecek, azınlık hissedarın kârı 36 birim ($90 \times 0,40$) olacaktır. A şirketinin kârı ise iki etkiye maruzdur: Düşük hammadde alımından dolayı 10 birimlik artış, B şirketinden kaynaklanan 6 birimlik kâr azalışı ($90 \times 0,60$) ki bu da A şirketinin kârında net 4 birimlik artışa neden olmaktadır. Bu 4 birimlik artış B şirketindeki azınlık hissedarlarının 4 birimlik kaybı ile aynı miktardır. Dört birim böylece azınlık hissedarlarından kontrol edici hissedara aktarılmış olmaktadır. Ortaklık yapısındaki herhangi bir değişim, hortumlama miktarını da değiştirir.

ABD 1930'lu yıllarda koyduğu vergi yasaları ile piramit yapıda sık görölen örtölö kazanç ve örtölö sermayeye karşı önlem almıştır. Devlet bu önlemi piramit içerisindeki şirketleri çifte vergilendirme (double taxation) yoluyla sağlamıştır. Buna göre, piramit içerisindeki şirketler kendi aralarında yaptıkları her temettü ödemesi sonrası devlete vergi ödemektedir. Yasayı eleştirenler devletin çifte vergilendirmeden vazgeçerek sadece şirketin şahıslara yaptığı temettü ödemelerinden vergi alması gerektiğini savunmaktadır. Şirketlerin şirketlere yaptığı temettü ödemesinin vergi kapsamı dışında tutulması istenmektedir. Diğer taraftan bu tür bir vergi reformu piramit yapıların 1930'lu yılların başında olduğu gibi çok güçlü yapılar olmaları ihtimalini doğurmaktadır. Dolayısıyla, bu durum azınlık hissedarların korunmasına engel teşkil edebilecektir (Morck, 2003: 1).

Örtülü sermaye ve örtülü kazanç dışında Morck (2003: 12) aile işletmeleri bağlamında piramit yapının dezavantajlarını şu şekilde sıralamaktadır: (1) Piramidin dibindeki şirketlerde çok az finansal payı olduğu için bu alttaki şirket fonları şirkete değer katan faaliyetler için değil ailelere yarar getirecek şekilde harcanabilir. (2) Aile şirketlerinde başarısız yöneticilerin atılması söz konusu olmaz. (3) Ana işletme menfaatine piramidi oluşturan diğer işletmelerin kurban edilme ihtimali her zaman vardır.

Yazar, şirketleri yöneten kontrol edici ailelerin pek çok ülkede siyasi bağlantılarının olabileceğini aktarmıştır. Ayrıca, piramit yapıdaki aile işletmeleri, yozlaşmış politikacılar için tercih edilen ticari taraflardır. Yazar, bu yoğun iş ve hükümet işbirliğinin muhtemelen birçok durumda yolsuzluğa neden olacağını belirtmiştir.

Bu dezavantajlarına rağmen işletmelerin piramit yapının içersinde yer almayı tercih etme sebepleri arasında firmanın yapısal özellikleri başta gelmektedir. İşletmelerin büyük yatırımlara ihtiyacı varsa ve kârlılığı da düşükse işletmeler piramitsel yapının içinde yer almaktadır. Bu özelliklerdeki işletmeler yatırımcısını tatmin etme noktasında sorunlar yaşadığından finansman ihtiyacını tepedeki ana işletme sağlamaktadır. Bu kolaylık sayesinde işletmeler piramit yapıyı tercih etmektedir (Almeida ve Wolfezon, 2005: 4). Dış finansman bulmakta zorluk yaşayan işletmeler faaliyetlerini sürdürebilmek için piramit yapıda olduğu gibi bir ana işletmeye ihtiyaç duyabilirler. Çünkü ana işletme, alt işletmelerin ucuz ve uzun vadeli finansman ihtiyacını rahatlıkla karşılayabilir. Ancak bu yolun kullanılması ile daha önce de belirttiğimiz gibi azınlık hissedarın istismarı söz konusu olabilecektir. Lakin işletme yaşamını devam ettirmek için ucuz ve uzun vadeli fonlara muhtaçsa bu duruma azınlık hissedarın da itirazı olmayacaktır.

La Porta v.d. (1999), Faccio ve Lang (2002), Almeida ve Wolenzon (2005) piramit yapının hissedar koruması düşük olan ülkelerde yaygın olduğunu belirtmişlerdir. Morck (2003) özellikle ailelerce kontrol edilen

şirketlerde yoğun olarak kullanıldığını belirttiği piramit yapı ile kontrolün ABD ve İngiltere dışında çok yaygın olduğunu belirtmiştir.

Claessens v.d.nin (2000: 93) 9 Doğu Asya ülkesinde faaliyet gösteren 2,980 işletme üzerine yaptıkları çalışmalarında bu işletmelerin %38,7' sinin piramit yapı içerisinde yer aldığı tespit edilmiştir. Tablo 2.7'de görüldüğü üzere Endonezya'da piramit yapı içerisinde yer alan işletmeler %66.9'lık bir paya sahiptir ve dokuz ülke içerisinde ilk sırayı almaktadır. Tayvan'da ise bu oran %12.7 ve son sırada yer almaktadır.

Tablo 2.7. Dokuz Doğu Asya Ülkesinde Piramit Yapı İçersinde Yer Alan İşletmelerin Oranı

Ülke	Nihai Ortaklı Piramit Yapı %	Kontrolün Tek Elde Toplandığı %
Hong Kong	25,1	69,1
Endonezya	66,9	53,4
Japonya	36,4	87,2
Kore	42,6	76,7
Malezya	39,3	40,4
Filipinler	40,2	35,8
Singapur	55,0	37,6
Tayvan	49,0	43,3
Tayland	12,7	40,1

Kaynak: Claessens v.d. (2000: 92)

Claessens v.d. (2000: 93) piramit yapının başındaki ana işletmelerin Doğu Asya'da belirli aileler çevresinde toplandığını öne sürmektedir. Piramit yapıyı kullanarak kontrolü elinde tutan bu ailelerin aslında devletin teşvikleri ile bu güçlerine kavuştukları iddia edilmektedir. Devlet bu ailelere ithalatta ve ihracatta geniş haklar tanımış, dış rekabetten koruyan geniş bir zaman dilimi sağlamış, yerel pazarda monopol güç olmasını garanti etmiş ve devlet ihalelerinde öncelik tanımıştır.

Faccio ve Lang (2002) 13 Batı Avrupa ülkesinde 5232 işletme üzerinde yaptıkları çalışmada piramit yapı içersinde olan firmaların ortalaması % 19,13' olarak tespit edilmiştir. Bu ülkelerden Norveç firmalarının %33,9'u bu yapı içersinde yer alarak birinci sırayı, %25 ile Belçika ikinci, %21.13 ile İngiltere üçüncü ve %7,46 ile Finlandiya son sırayı almıştır.

Aşağıdaki Tablo 2.8. diğer Avrupa Ülkelerindeki durumu gözler önüne sermektedir.

Tablo 2.8. On Üç Batı Avrupa Ülkesinde Piramit Yapı İçersinde Yer Alan İşletmelerin Oranı

Ülke	Şirket Sayısı	Piramit Yapı Oranı %	Kontrolün Tek Elde Toplanma Oranı %
Avusturya	88	20,78	81,82
Belçika	104	25,00	71,15
Finlandiya	92	7,46	41,30
Fransa	522	15,67	64,75
Almanya	631	22,89	59,90
İrlanda	26	9,09	42,31
İtalya	181	20,27	58,76
Norveç	98	33,90	38,78
Portekiz	68	10,91	60,29
İspanya	465	16,00	44,30
İsveç	149	15,91	48,32
İsviçre	155	10,91	68,39
İngiltere	721	21,13	43,00
Toplam	3,300	19,13	53,99

Kaynak: Faccio ve Lang (2002)

Gadhoum (2005) Kuzey Amerika'da faaliyet gösteren 5089 işletme (1,120 Kanadalı ve 3969 ABD'li) üzerine yaptığı çalışmasında piramit yapı içersinde olan Kanadalı işletmelerin oranını %33,81 ve ABD'li işletmelerin oranını ise %8,52 olarak tespit etmiştir.

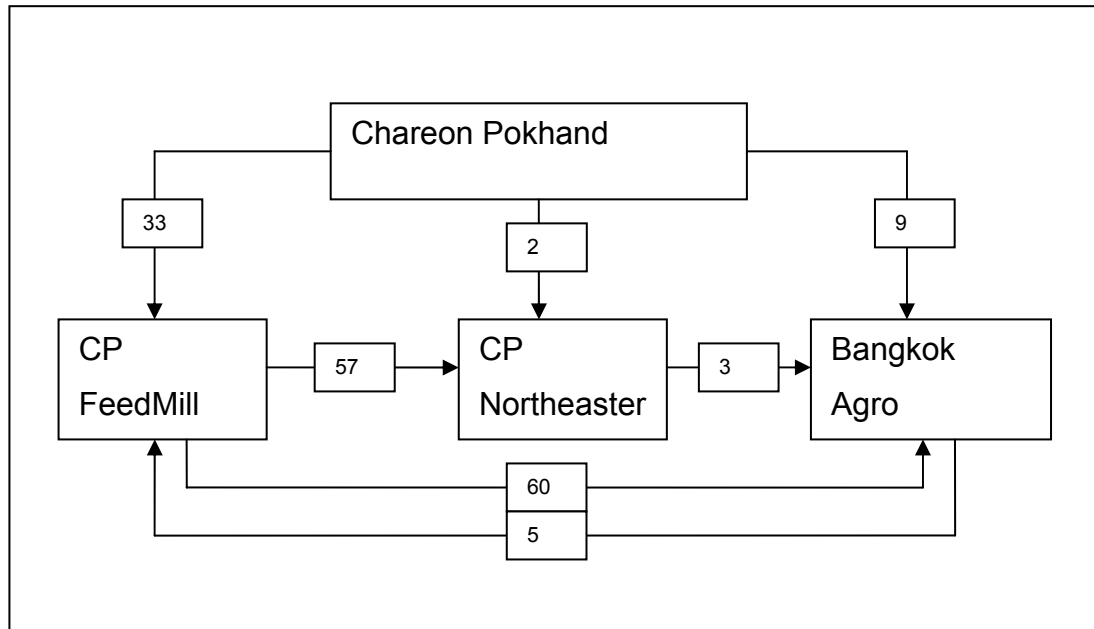
2.2.2.3. Karşılıklı Hissedarlık (Cross Ownership)

La Porta v.d. (1999) eğer şirketin hem kontrol edici hissedarı varsa hem de bu şirket kontrol edici hissedarının şirket veya şirketlerinde hisselerle sahipse bunu karşılıklı hissedarlık olarak adlandırmıştır.

Grant ve Kirchmaier' e (2005: 67) göre karşılıklı hissedarlık, iki işletmenin birbirlerinin hisselerine sahip olarak, yaşça büyük sahiplerinin birbirlerinin yönetim kurullarında yer alıp, birlikte oy kullandıkları, düşmanca ele geçirmelere karşı savunmaya dönük hissedarlık ilişkisidir.

Karşılıklı hissedarlık Asya'da yaygın olarak kullanılmaktadır. Bunun en önemli nedeni kontrolü elinde tutan nihai ortağın kimliğini kamufle etmektir. Nihai ortak kontrolü elinde tuttuğu (hissesi olduğu) bir başka şirket vasıtasıyla diğer bir şirkete ortak olabilir. Bu konuda Tayland'da faaliyet gösteren Chareon Pokhand Group (CP) güzel bir örnektir. CP, CP Feedmill şirketinin (tarım, perakende ve emlak alım satımı yapan bir şirket) %33 hissesine doğrudan sahiptir. Ayrıca CP, CP Northeastern (tarım) şirketinin %21'ine ve Bangkok Agro-Industrial (tarım) şirketinin %9'una sahiptir. Diğer taraftan, CP Feedmill, CP Northeastern şirketinin %57'sine ve ayrıca Bangkok Agro-Industrial şirketinin %60'ına sahiptir. CP Northeastern ise Bangkok Agro-Industrial şirketinin %3'üne, Bangkok Agro-Industrial şirketi de CP Feedmill şirketinin %5'ine sahiptir. Bu şirketlerin hepsi Bangkok Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı olup aralarındaki ilişki aşağıdaki şekilde gösterilmeye çalışılmıştır (Bebchuck v.d., 1999: 7).

Şekil 2.2. Karşılıklı Hissedarlık İlişkisi



Kaynak: Bebchuck v.d. (1999: 7)

1990' lı yılların başına kadar büyük Japon firmalarının çoğunluğu karşılıklı hissedarlık sayesinde hissedarların sıkı denetimine maruz kalmadılar. Karşılıklı hissedarlık bugün olduğu gibi o zamanlarda da firmanın

düşmanca ele geçirilmesine karşı bir savunma aracı idi. Şirketlerin bu yöntemi kullanması nedeniyle kontrolü elinde tutamayan hissedarların eli kolu bağlanmaktaydı. Dolayısıyla, kontrolü elinde tutan hissedar kontrolün özel faydalarından yararlanarak kendisine fayda sağlamaktaydı (Arikawa ve Kato, 2004: 2).

1990'lı yılların ortalarına doğru Japonya'da sermaye sahipliği ve kurumsal yönetim anlayışı önemli ölçüde değişiklik göstermeye başladı. Özellikle, kurumsal yatırımcılar ve yabancı sermaye, hissedar değerinin artırılması hususunda yöneticiler üzerinde baskılarını artırdılar ve dolayısıyla bu dönemde karşılıklı hissedarlık oranları önemli ölçüde azalma gösterdi. Kurumsal yönetim uygulamalarındaki iyileşme azınlık hissedarlarının menfaatine olmuş, Japon hissedarların bilinçlenmesi sağlanmıştır. Artık potansiyel yatırımcı karşılıklı hissedarlık gibi kriterleri de yatırım analizine dâhil etmektedir (Arikawa ve Kato, 2004: 2).

Claessens v.d.'nin (2000) Doğu Asya'da faaliyet gösteren işletmeler üzerine yaptıkları çalışma karşılıklı hissedarlık ilişkisinin bu ülkelerde sık görülen bir yöntem olduğunu kanıtlar niteliktedir. İnceledikleri dokuz Doğu Asya ülkesinde tüm işletmeler içerisinde karşılıklı hissedarlık ilişkisinde olan işletme oranına göre birinci sırayı %15,7 ile Singapur, ikinciliği %14,9 ile Malezya ve üçüncülüğü ise %11,6 ile Japonya almaktadır. Aşağıdaki tablo 2.9.' da ise dokuz ülkenin sıralaması görülmektedir.

Tablo 2.9. Dokuz Doğu Asya Ülkesindeki Karşılıklı Hissedar İlişkisi İçerisinde Olan Firma Oranı

Ülke	Karşılıklı Hissedarlık Oranı %
Hong Kong	9,3
Endonezya	1,3
Japonya	11,6
Kore	9,4
Malezya	14,9
Filipinler	7,1
Singapur	15,7
Tayvan	8,6
Tayland	0,8
Dokuz Asya Ülkesi	10,1

Kaynak: Claessens v.d. (2000: 93)

Doğu Asya'daki işletmelerle benzer özellikler gösteren bir diğer ülke ise Kanada'dır. Gadhoun (2005: 23) Kuzey Amerika'da faaliyet gösteren 5089 (1,120 Kanadalı ve 3969 ABD'li) işletme üzerine yaptığı çalışmasında Kanada'da karşılıklı hissedarlık ilişkisi içerisinde olan firmaların %8,18 olduğunu vurgulamaktadır. ABD'li firmalarda ise bu oran %1,15 civarındadır.

Faccio ve Lang (2002) 13 Batı Avrupa ülkesinde 5,232 işletme üzerine yaptıkları çalışmalarında karşılıklı hissedarlık ilişkisi içerisinde olan, Almanya'da faaliyet gösteren firmaların oranının %2,69, Norveç'te %2,04, İtalya'da ise %1,13 civarında olduğunu tespit etmişlerdir. Aşağıdaki tabloda diğer 10 ülkenin oranları gösterilmiştir.

Tablo 2.10. On Üç Batı Avrupa Ülkesinde Karşılıklı Hissedarlık İlişkisi İçerisinde Olan İşletmelerin Oranı

Ülke	Karşılıklı Hissedarlık Oranı
Avusturya	1,14
Belçika	0,00
Finlandiya	0,00
Fransa	0,00
Almanya	2,69
İrlanda	0,00
İtalya	1,13
Norveç	2,04
Portekiz	0,00
İspanya	0,22
İsveç	0,67
İsviçre	0,00
İngiltere	0,00
Ortalama	0,73

Kaynak: Faccio ve Lang (2002: 389)

İtalya'da karşılıklı hissedarlık ilişkisine yasal sınırlandırma getirilmiştir. Buna göre, hisse senetleri borsaya kote olmuş iki işletmenin birbirlerinin hisselerine doğrudan sahip olma oranı %5'in üzerinde olamaz. Şayet %5'in üzerinde ise bu durumda %5'i aşan oy hakkını kullanamaz. Ancak bu kısıtlamaya karşı İtalyan işletmeler yeni bir yol bulmuş ve A ile B arasına bir C firması ekleyerek bu %5'lik sınırlamayı aşmıştır (Grant ve Kirshmaier, 2005).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İMALAT SANAYİ İŞLETMELERİNİN SERMAYE SAHİPLİK YAPILARI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ

Bu bölümde İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB'de) faaliyette bulunan imalat sanayi işletmelerinin sermaye sahiplik yapıları ve firma değeri ilişkisi bilimsel yönden açıklanmaya çalışılacaktır. Araştırmamızda kullanılan yöntem ve modeller hakkında belirleyici bilgiler yine bu bölümde sunulacaktır.

3.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU

Araştırmamızda, sermaye sahiplik yapısının firma değerini açıklayabileceği ve sermaye yapısı değişkenlerinin tümünün firma değeri üzerindeki etkisinin aynı şekilde olmadığı varsayılmaktadır. Bu nedenle çalışmamızın konusu, sermaye sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya yönelik çalışmalardan oluşmaktadır.

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Araştırmanın amacı 2002 – 2006 yılları arası İMKB'de faaliyet gösteren 170 imalat sanayi işletmesinin sahiplik yapılarını ortaya koymak ve bu yapının firma değeri ile ilişkisini belirleyebilmektir.

3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Araştırmaya konu olan şirketler İMKB'de işlem gören şirketlerden seçilmiştir. Bu şirketler belirlenirken tek bir sektör içerisinde gelmesi

hedeflenmiştir. Bundaki amaç; sektör farklılıklarının kurulacak olan modele yapacağı olumsuz etkiyi bertaraf etmektir. Modelde kullanılacak değişkenler, mali sektör hariç diğer sektörlerde aynı şekilde hesaplansa da sektörlerin kendine özgü yapılarından dolayı ortalamalar farklılaşmaktadır. Sektörel farklılıklar analizin tutarlılığı açısından yanıltıcı sonuçlara götürebileceğinden tek bir sektörün analize tabi tutulmasına karar verilmiştir. Bundan dolayı İMKB’de en fazla şirkete sahip olan imalat sanayi şirketleri inceleme konusu olmuştur.

İMKB içerisinde imalat sanayi kendi içerisinde bölümlere ayrılrsa da tüm alt kollar tek bir şemsiye altında “003000 sektör numaralı imalat sanayi” (2) altında toplanmıştır. Biz de çalışmamızda bu sektörü oluşturan şirketleri incelemeyi uygun bulduk. Ayrıca, tüm sektörler içerisinde en fazla şirkete sahip olmasından dolayı imalat sanayini seçmemiz diğer bir nedendir.

Sektör içerisinde faaliyette bulunan toplam 175 şirket bulunmaktadır. Öncelikle analize bu şirketlerin tamamı eklenmiştir. Ancak daha sonra bu şirketlerden altısı analizin dışına çıkarılmıştır. Çıkarılan altı işletmeden dördü, uygulamaya konu olan 2002 – 2006 yılları arasında İMKB’ye kote oldukları için beş yıllık verinin tamamına sahip olamamaktadır. Bu da, yöntem olarak seçtiğimiz panel veri analizinde yanıltıcı sonuçlara götürebileceği ihtimalini doğurmaktadır. Diğer çıkarılan iki işletmeden bir tanesinin verileri aşırı uç değer taşıdığı, diğerinin de verilerinde gereğinden fazla kayıp değer (missing values) olduğu için analiz kapsamına alınmamıştır. Sonuç olarak, 169 şirketin beş yıllık verisi toplam 845 (169x5) veri analiz edilmiş olup, tüm veriler İMKB’nin internet sitesinde yayınlanan halka açık bilgilerden derlenmiştir.

Çalışmada sermaye sahipliği yapısının firma değeri üzerindeki etkisi sahiplik yapısının dışsal olduğu varsayımına göre panel veri analizi ile incelenmiştir. Sahiplik yapısının içsel olabileceği ihtimali göz ardı edilmiştir.

2 003000 sektör numaralı şirketlerin sıralı listesi ve imalat sanayinin alt kollarının yer aldığı listeye <http://kap.gov.tr/Yay/GenelBilgiler/Sektorler.aspx#A3> internet sitesinden ulaşılabilir.

3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmada, işletmelerin sermaye sahiplik yapıları ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olup olmadığını, bu ilişkinin yönünün ve derecesinin ne şekilde olduğunu ortaya koyabilmek için panel veri analizi yapılacaktır.

Ekonomik araştırmalarda farklı veri türleri kullanılmaktadır. Bu veri türleri ancak yapılarına uygun modellerle incelenebilmektedir. Zaman serisi ve yatay dikey kesit verileri ile ayrı ayrı analizler yapılabilmektedir. Zaman boyutuna sahip kesit serilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine “panel veri analizi” adı verilmektedir. (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007) Bu analizde de zaman serileri ile kesit serileri bir araya getirilerek, hem zaman hem de kesit boyutuna sahip veri seti oluşturulmaktadır. Araştırmamızda zaman serisi 2002 – 2006 yıllarını kapsarken, kesit serilerini 169 şirket oluşturmaktadır.

Panel veri incelemelerinde yatay kesit ve zaman serisi analizlerine oranla daha çok bilgi yansıtılabilmektedir. Özellikle, mikro bazda firma davranışlarına dayanarak türetilmiş olan modellerin ölçümü açısından, yine aynı mikro birimler bazında bilgiyi yansıtabilen panel veri ile ölçüm yapmak toplulaştırmadan kaynaklanacak birçok bilgi kaybını önlemekte ve daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. Panel veri kullanan analizlerin toplulaştırılmış verilere dayanan çalışmalara nazaran konu ile ilgili çok daha fazla bilgiyi içermesi, kararları firma düzeyinde alınan ekonomik faaliyetlerin analizinde panel veri kullanılmasını gittikçe daha çok tercih edilen bir yöntem haline getirmiştir. (Fıratoglu 2005: 13)

Bir panel veri regresyonu tipik olarak

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_i \quad (1)$$

şeklindedir. Burada $i=1,...,N$ yatay kesit boyutunu, $t=1,...,T$ zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. Genellikle panel veri ölçümlerinde kullanılan modeller tek-yönlü hata terimi (oneway error component) varsayımına dayanmaktadır. Bu durumda hata terimi

$$\varepsilon_{it} = \mu_t + v_{it}$$

şeklinde tanımlanmaktadır ve μ_t gözlemlenemeyen ve yatay kesite özel etkileri içermekte, v_{it} ise hata teriminin geri kalan kısmını ifade etmektedir (Bahşeyiş, 2005).

Panel veri sadece yatay kesit ya da sadece zaman serisi ile karşılaştırıldığında çeşitli avantajlara sahip bulunmaktadır. Panel veri kullanmanın avantajları şunlardır (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007):

Panel veri modellerinde gözlem sayısı kesit ve zaman serilerine göre daha fazla olacaktır. Bu durumda elde edilecek parametre tahminleri daha güvenilir olacak ve tahmin edilen modeller daha az kısıtlayıcı varsayıma dayanacaktır. Gözlem sayısının artmasından dolayı ölçümlerde serbestlik derecesi artmakta ve açıklayıcı değişkenler arasında çoklu bağıntı azalmaktadır. Oysa sadece zaman serisi veya kesit verisi ile yapılan çalışmalarda, sapmalı sonuçlar elde etme riski söz konusu olacağından birimlerin farklılıkları ayrıntılı olarak kontrol edilemez.

Panel veri modelleri tamamıyla kesit ya da zaman serilerinden daha karmaşık davranış modellerinin kurulmasına ve test edilmesine olanak tanır. Ayrıca panel veri, sadece yatay kesit veya zaman serisi analizleri ile incelenemeyecek problemlerin de incelenebilmesine olanak vermektedir. Bununla birlikte dışlanan değişkenler, zaman serisi veya yatay kesit verisi kullanılarak yapılan çalışmalarda tahmin sonuçlarında sapmaya yol açarken; dışlanan değişken veya değişkenlerin birimlere veya zamana göre değişmeyen değişkenler olması durumunda, panel veri kullanımı sapmanın kontrol altına alınmasını sağlamaktadır.

Panel veri kullanmanın diğ er bir avantajı da; yatay kesit verisi kullanarak yapılan tahminlerde, sadece birimler arasındaki farklılıklar incelenebilirken, panel veri kullanılarak hem birimler hem de bir birim içerisinde zaman içerisinde meydana gelen farklılıklar birlikte incelenebilmektedir.

Panel veri modellerinde genel olarak uygulama, bütün yatay kesit ve zaman serisi gözlemlerini bir araya toplayarak klasik zaman serisi yöntemlerini bu toplulaştırılmış veri setine uygulamak şeklinde olmaktadır. Ancak bu yaklaşımla yapılan ölçümlerde ortaya çıkan katsayılarda, (hem eğimler hem de sabit terimler için) yatay kesit değişkenlerinin heterojenliğinden kaynaklanan sapmalar gündeme gelmektedir. Aslında panel veri setleri daha çok, yatay kesit sayısının yüksek, zaman serisi verisinin ise nispeten kısa bir dönemi kapsadığı verilerden oluşmaktadır. Bu durumda kullanılan ekonometrik tekniklerin zaman serilerindeki değişikliklerden çok yatay kesit serileri ile ilgili farklılıklara ( r. heterojenlik) odaklanabilmesi önem taşımaktadır (Fıratöğlu, 2005: 14).

Denklem (1) ile ifade edilen modelde, katsayılar farklı birimler için farklı zaman periyotlarında farklı değerler almaktadır. Bu durumda tahmin edilen parametre sayısı, kullanılan gözlem sayısını aşmakta, yani model tahmin edilememektedir. Bu dezavantaj yüzünden panel veri ile yapılan çalışmalarda daha çok hata terimlerinin özellikleri ve katsayıların değişebilirliği ile ilgili farklı varsayımlarda bulunarak farklı modeller elde edilebilmektedir. Farklı varsayımlarla elde edilen modeller ‘‘Sabit Etkili’’ ve ‘‘Tesad  fi Etkili’’ modellerdir. Her iki modelde de, eit hatalarının tüm zaman dönemlerinde ve tüm bireyler için bağımsız ve $N(0, \sigma^2)$ şeklinde dağıldığı varsayılmaktadır (Pazarlı ğlu ve Gürler, 2007).

Sabit etki modelinde (fixed effects model) regresyonun sabit teriminin yatay kesit birimleri arasındaki farklılıkları içerdiği varsayılmaktadır. Bu modelde, yatay kesit birimleri arasındaki farklılıklar regresyonun parametrik ‘‘shift’’leri olarak algılanmaktadır. Bu durumda

$$Y_{it} = \beta_0 D + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

şeklinde ifade edilen ve en küçük kareler (EKK) yöntemiyle ölçülebilen regresyon denkleminde yer alan D matrisi yatay kesit kukla değişkenlerinden oluşmaktadır. Bu yapıda sabit terimlerin birbirine eşit olduğu hipotezi bilinen F-testiyle sınanabilmektedir (Fıratöğlu, 2005: 14).

Rassal etki modelinde ise (random effects model) yatay kesit değişkenlerinin arasındaki farklılıklar rassal değişken olarak varsayılmaktadır. Bu durumda yukarıdaki denklemin yerine, regresyon

$$Y_{it} = \beta_0 U + \beta_1 X_{it} + u_{it} + \varepsilon_{it}$$

şeklinde ifade edilmektedir. Burada u_{it} , i'inci gözlemin rassal hata terimini ifade etmektedir. Sabit etki modelinde kullanılan yatay kesit kukla değişkenleri dolayısıyla serbestlik derecesi düşmektedir. Buna karşılık rassal etki modeliyle yapılan ölçümlerin sapmasız sonuç verebilmesi ise her sabit terimin diğer açıklayıcı değişkenlerden bağımsız olması şartına bağlıdır. Sabit etki ve rassal etki modelleri arasında yapılacak bir seçimde bu iki konu arasında seçim yapmak bu iki zorluk arasında da seçim yapma zorunluluğunu getirmektedir (Fıratöğlu, 2005: 14).

Birim veya birim ve zaman farklılıklarını temsil eden katsayıların yani tesadüfî etkili modelin hata terimi bileşenlerinin modeldeki bağımsız değişkenlerden ilişkisiz olduğu hipotezinin geçerliliği, Hausman tarafından önerilen test istatistiği ile incelenebilmektedir. Bu durumda sabit etki model parametre tahmincileri ile tesadüfî etkili modelin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. İki model arasında tercih yapabilmek için Hausman test istatistiği kullanılmaktadır. Hausman test istatistiği “Tesadüfî etkiler tahmincisi doğrudur” sıfır hipotezi altında k serbestlik dereceli ki-kare dağılımı göstermektedir. Gerçekleşmesi durumunda tesadüfî etkili modelin hata terimleri bileşenlerinin bağımsız değişkenler ile ilişkili olmadığı kararı

verilebilecektir. Bu durumda sabit etkili model tercih edilecektir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007).

Modellerin ölçüm teknikleri açısından, basit birleştirme (simple pooling) ve sabit etki modelleri En Küçük Kareler yöntemi (EKK) ile ölçülebilmekte, rassal etki modelinin ölçümü için ise Genelleştirilmiş EKK yöntemi kullanılmaktadır (Fıratoğlu, 2005: 14).

Panel veri ölçümlerinde kullanılan sabit etki ve rassal etki modelleri ile sabit terimdeki sapmaların kontrol edilebilmesi mümkün hale gelse de açıklayıcı değişkenlerin katsayıları, yani eğim ile ilgili sapmalar yine de kalmaktadır. Bu durum özellikle bir açıklayıcı değişkenin etkisinin farklı firmalar, mesela büyük ve küçük firmalar için değişiklik göstermesi halinde belirginleşmektedir. Bu tarz muhtemel sapmaların kontrol edilebilmesi ise, firma büyüklüğü gibi firmalara özel değişkenlerin açıklayıcı değişkenler arasına dahil edilmesiyle mümkün olabilmektedir (Fıratoğlu, 2005: 14).

3.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN MODEL

Çalışmamızda “sermaye sahipliği” kavramı “sermaye yoğunluğu” (ownership concentration) ve “sermayedar kimliği” (ownership identity) boyutuyla ele alınacaktır. Sermaye yoğunluğu; bireysel veya kurumsal hissedarların şirketlerin hisse dağılımında sahip oldukları hisse oranına karşılık gelmektedir. Diğer taraftan sermayedar kimliği; işletme hissedarlarının bireysel veya kurumsal olarak kimlerden oluştuğunu ortaya koymaktadır. Örneğin, işletmenin hâkim ortakları belirli bir aile ve/veya ailelerin bireylerinden oluşuyorsa bu işletmenin sermayedar kimliği “aile işletmesi” olarak adlandırılmaktadır. Şayet işletmenin hâkim ortakları arasında kurum veya kuruluşlar yer almakta ise bu kurum veya kuruluşların niteliğine göre holding, yabancı veya devlet işletmesi sermayedar kimliğini oluşturmaktadır. Bu iki kategorinin hem hissedarların gücünü hem de yönetim

üzerindeki öncelik haklarını ve teşvik mekanizmalarını birleştirici bir yapısı vardır.

“Büüklük” ve “Kaldıraç” kontrol değişkenlerinin firma değeri ile istatistiksel olarak anlamlı korelasyona sahiptir. Çalışmamızda bu değişkenlerin de yardımıyla firma değeri üzerinde “sermaye yoğunluğu” ve “sermayedar kimliği” kavramlarının etkisini araştırmaya çalışacağız. Dolayısıyla, aşağıdaki hipotezleri önermekteyiz:

Hipotez 1: Firma değeri “sermaye yoğunluğunun” bir fonksiyonudur. Dolayısıyla sermaye yoğunluğunun artması firma değerinin de artmasına neden olmaktadır.

Firma Değeri: (Büüklük , Kaldıraç , Sermaye Yoğunluğu

Hipotez 2: Farklı “sermayedar kimlikleri” kendine özgü farklı güdülere sahiptir. Bu güdüler de firma değerini etkilemektedir.

Firma Değeri: (Büüklük , Kaldıraç , Sermayedar Kimliği

Sermaye yoğunluğunun firma değerini etkilediği hipotezi (H1) kontrol değişkenlerinin de yardımıyla aşağıdaki çok değişkenli regresyon modeli ile açıklanmaya çalışılacaktır:

$$DEGER = + KALD + BUYK + YOG + (1)$$

Modelde “i” şirketleri, “t” zamanı ve “ ” değişkenlerin katsayılarını ve “ ” de hata terimini ifade etmektedir.

Değer (DEGER) bağımlı değişkenini, göreceli değerlendirme değişkenleri olan Tobin’in Q’su (TOBQ), piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD), fiyat kazanç oranı (F/K), fiyat nakit akışı oranı (F/N), hisse başına kâr (HBK), aktiflerin getirisi (AG) ve özsermayenin getirisi (ÖG) oluşturmaktadır. Bu

değişkenlerden PD/DD, F/K ve F/N yapısı gereği doğal logaritması alınarak analize devam edilmiştir.

Yine aynı şekilde, brüt satışlar büyüklük (BUYK) ve toplam borçların toplam varlıklara oranı olan kaldıraç (KALD) kontrol değişkenlerinin de doğal logaritması alınarak modelde yerini almıştır.

Sermaye yoğunluğu (YOG) bağımsız değişkenleri, en büyük ortağın sahip olduğu pay (EBO), en büyük üç hissedarın payı (EBO3) ve halka açıklık oranından (HAO) oluşmaktadır.

$$DEĞER = + KALD + BÜYK + KİM + (2)$$

İkinci hipotezimiz olan “sermayedar kimliği (KİM) firma değerini etkilemektedir” modelindeki KİM değişkeni;

- Aile sahipliği şirketleri (AİLE),
- Bir holdinge veya gruba bağlı işletmeler (HOLD),
- Aile ve holdinge bağlı işletmeler birlikteliği (AHOB),
- Herhangi bir aileye, holdinge veya gruba bağlı olmayan bağımsız işletmeler (BSİR),
- Yabancı sermayedarla işbirliği yapan işletmeler (YİS),
- Yabancıların hâkim ortak olduğu işletmeler (YAB),
- Devletin ortağı olduğu işletmeler (KİT),
- Hâkim ortağın olmadığı dağınık işletmeler (DAĞ) ve
- Yöneticilerin ortaklığı bulunduğu yönetici sahipliği işletmeler (YÖN) olarak toplam dokuz değişkenden oluşmaktadır.

KİM değişkeninin asıl belirleyici unsuru o şirketin hakim ortağıdır. Bir şirketin birden fazla türde sermayedarı olabilir. Bu durumda hakim ortak kimse şirketin sermayedar kimliğini de bu ortak belirlemektedir.

Çalışmamızda değişken sayısının fazla olması ölçümlerdeki hassasiyeti artırma düşüncesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin yabancı

sermayedarla işbirliği yapan işletmelerin (YİS) yabancıların hâkim ortak olduğu işletmelerden (YAB) öncelikleri, güdüler, hareket tarzları ve birçok konu farklılıklar göstermektedir. Ancak literatürde bu farklılaşma çoğu zaman göz ardı edilmiş her iki değişken tek bir değişken çatısı altında toplanmıştır (Önder, 2000) (Gürsoy, 2001) (Gençtürk, 2004). Literatürde şu ana kadar sürekli bu tarzda ele alınan “yabancı sahipliği” bu çalışmada ayrıştırılarak iki farklı değişkende incelenecektir.

Gürsoy (2001) çalışmasında aile işletmeleri ile holding işletmelerini ayrı ayrı değişkenlerde incelediği gibi bu değişkenleri tek bir çatı altında da toplamaktadır. Gerekçe olarak da, bu sahiplik türünün aslında çok farklı anlama gelmediğini ileri sürmektedir. Çünkü, İMKB’de faaliyet gösteren her holding işletmesi yönetim tarzı olarak kökeninde yine aile işletmesi felsefesine dayanmaktadır. Diğer bir deyişle, her holdingin arkasında zaten belli başlı aileler bulunmaktadır. Bu çalışmada da aile işletmeleri (AİLE) ve holdinge veya bir gruba bağlı işletmeler (HOLD) ayrı ayrı ele alınacak ve Gürsoy’ un (2001) çalışmasında olduğu gibi iki değişken birleştirilerek tek bir değişken haline getirilecektir (AHOB). Bununla birlikte kimi şirketler ne aile işletmeleri (AİLE) ne de holdinge bağlı işletme statüsündedir (HOLD). Bu açıdan farklı özellik arz etmektedirler. Bu şirketler yine bir tüzel kişiliğin iştirakidir ancak bağlı bulunduğu işletme her hangi bir holdinge veya gruba bağlı değildir. Bundan dolayı çalışmamızda bu işletmeler için bağımsız işletmeler (BSİR) şeklinde bir sınıflandırmaya gidilecektir. İncelemelerimiz ışığında yerli literatürde bu tür bir tasnife ilk defa yine bu çalışmada değinilecektir.

Çalışmamızda sermayedar kimliğini temsil eden KİM değişkenleri kukla değişkenleridir (dummy variable). KİM değişkeni hâkim ortağa veya o değişkenin ifade ettiği özelliğe sahipse “1” değerini almakta, aksi takdirde “0” olmaktadır. Örneğin KİM değişkenlerinden aile sahipliğini temsil eden AİLE değişkeni şayet işletmenin hâkim ortakları aile üyelerinden oluşuyorsa “1”, aksi takdirde “0” değerini almaktadır.

3.5.1. Modelde Kullanılan Değişkenler

Modelde kullanılan değişkenler dört gruba ayrılmaktadır. Bunlar: Sermaye yoğunluğu (YOG), sermayedar kimliği (KİM), kontrol ve firma değeri (DEGER) değişkenleridir. Her bir değişken grubu kendi içerisinde birden fazla değişkeni içermektedir. Tüm bu değişkenlerin içerdiği alt değişkenlerin ayrıntılı bilgisi aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

3.5.1.1. Sermaye Yoğunluğu Değişkenleri

Sermaye yoğunluğu hissedarların yönetim üzerindeki etkin gücünü ölçmeye yaramaktadır. Sermaye yoğunluğu değişkenleri (YOG), mevcut hissedarlar arasında toplam sermaye payının ne şekilde dağıldığını ortaya koyan değişkenlerdir. Bu çalışmada sermaye yoğunluğunu üç değişkenle açıklamaya çalışacağız. Bunlar:

- En büyük hissedarın sahip olduğu hisse oranı (EBO)
- En büyük üç hissedarın sahip olduğu toplam hisse oranı (EBO3)
- Halka açıklık oranı (HAO)

Bundan sonraki alt başlıklarda sermaye yoğunluk değişkenlerinin (YOG) nasıl hesaplandığı ve 2002 – 2006 yılları arası imalat sektörü yoğunluğunun ne şekilde gerçekleştiğini ayrıntılı bir şekilde göstermeye çalışacağız.

3.5.1.1.1. En Büyük Hissedar Sahipliği (EBO)

Sermaye yoğunluğu değişkeni olan EBO firmanın en büyük hissesine sahip olan bir hissedarın toplam hisse senetleri içindeki payını göstermektedir. Aşağıdaki tablo 3.1. incelendiği zaman EBO' nun merkezi eğilim ölçüsünü gösteren ortalama değerinin %47 ve medyan (ortanca) değerinin %45 olduğu görülmektedir. Bu oranlar Karakaya (2004), Gürsoy (2001), Önder (2000), Yurtoğlu (2000) ve Uğurlu' nun (1998) sonuçları ile

benzerdir. Yazarlar çalışmalarında en büyük hissedarın ortalama değerlerinin %40-%46 arasında olduğunu tespit etmişlerdir.

Tablo 3.1. En Büyük Hissedarın (EBO) Tanımlayıcı İstatistikleri

	EBO
Ortalama	47.00
Ortalamanın Standart Sapması	0.75
Medyan	45.05
Medyanın Standart Sapması	22.03
Çarpıklık	0.203
Basıklık	-0.694
Minimum	1.80
Maksimum	97.53
Kartiller	
%25	29.77
%50	45.05
%75	62.89

Bu oran, Türk firmalarında en büyük hisseye sahip olan hissedarın gücünü gösteren en önemli ölçüttür. Tüm firmalar içerisinde en büyük hissedar (EBO) ortalama olarak hisselerin %47'sini elinde bulundurmaktadır. Dolayısıyla, sermaye yoğunluğu açısından Türk firmaları sermaye yoğun olarak nitelendirilmektedir.

Aşağıdaki tablo 3.2. yıllar itibari ile en büyük hissedarın tanımlayıcı istatistik bilgilerini göstermektedir. 2002 – 2006 yılları arasında EBO oranlarında istatistikî açıdan anlamlı değişiklikler olmadığı göze çarpmaktadır. Herhangi bir azalma veya artma trendi olduğunu söylemek bu veriler ışığında zordur.

Tablo 3.2. EBO Değişkeninin Yıllar İtibari ile Tanımlayıcı İstatistikleri

EBO	2002	2003	2004	2005	2006
Firma Sayısı	169	170	174	175	175
Ortalama	47.40	47.44	45.87	46.72	46.77
Ortalamadaki Değişiklik		%0,08	%-3,30	%1,85	%0,10
Medyan	46.10	45.87	43.45	44.38	45.05
Medyandaki Değişiklik		%-0,49	%-5,27	%2,14	%1,50
Standart Sapma	22.05	21.99	22.00	21.88	22.03
Çarpıklık	0.141	0.123	0.281	0.334	0.243
Basıklık	0.187	-0.737	-0.695	-0.558	-0.620
Minimum	1.8	2.92	2.40	4.33	4.33
Maksimum	96.39	96.39	97.46	97.53	97.53

En büyük hissedarın (EBO) sahip olduğu hisse oranı ortalama %47 dir. 2006 yılı verileri incelendiğinde firmaların en büyük hissedarının elinde tuttuğu sahiplik oranı minimum %4.33 ile maksimum %97.53 şeklinde geniş bir alana yayılmıştır.

%50 kesim noktası oluşturarak bu oranının altında ($EBO < \%50$) en büyük hissedara sahip olan firmalarla, bu orandan büyük ($EBO > \%50$) en büyük hissedara sahip firmaların oranı aşağıdaki tablo 3.3.' te gösterilmektedir. Buna göre tüm firmalar içerisinde en büyük hissedara sahip olan firmaların oranı yaklaşık %44 tür. Bu oranlar, her 100 işletmeden 44'ünde en büyük hissedarın toplam hisselerin %50'sinden fazlasını elinde bulundurduğunu göstermektedir. Diğer bir deyişle, en büyük hissedar tek başına karar alma noktasında en büyük güç olmaktadır.

Tablo 3.3. En Büyük Hissedarın (EBO) %50'den Fazla Hisselerini Elinde Tuttuğu İşletmelerin Yıllar İtibari Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
$EBO < \%50$	%55	%54.7	%58	%57.7	%56,6	%56,4
Yıllık Değişme		%-0,54	%6,03	%-0,51	%-1,90	
$EBO > \%50$	%45	%45.3	%42	%42.3	%43,4	%43,6
Yıllık Değişme		%0,66	%-7,28	%0,71	%2,6	

En büyük hissedarın %50'den fazla ve %50'nin altında hisseye sahip olduğu işletmelerin ana özellikleri, bağımsız örneklem t testi (independent sample t tests) yardımıyla aşağıdaki tablo 3.4.' te karşılaştırılmıştır. Bunu yaparken de finansal oranlardan yararlanılmıştır.

Tablo 3.4. En Büyük Hissedar Yoğunluğunun %50 Kesim Noktasına Göre Karşılaştırılması

Oranlar	EBO>%50	EBO%<50	t-istatistiği
Aktiflerin Defter Değeri	3x10 ⁸	4x10 ⁸	-0.905
Piyasa Değeri	2x10 ⁸	3x10 ⁸	-1.496
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	1.8850	1.4516	2.308**
Fiyat/Kazanç Oranı	64.5088	26.3807	1.362
Fiyat/Nakit Akışı Oranı	9.4051	22.7618	-1.020
Hisse Başına Kâr (HBK)	1.3330	0.1422	2.854***
Aktiflerin Getirisi (AG)	2.6007	-1.8368	1.205
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	-19.9054	-3.6364	-0.658
Tobin'in Q Oranı	2.7052	2.3748	1.314
Likidite Oranı	1.2089	1.2914	-0.673
Nakit Oranı	0.4952	0.5002	-0.054
Brüt Kâr Marjı	23.7825	20.1532	3.724***
Esas Faaliyet Kâr Marjı	5.5303	1.7028	2.213**
FVÖK Marjı	12.0966	20.4131	-1.479
Net Kâr Marjı	0.5512	-31.2854	1.469
Aktif Büyüme	28.32	24.46	1.294
Özsermaye Büyümesi	56.72	46.43	0.718
Net Satış Büyümesi	27.46	23.61	1.276
Kaldıraç Oranı	54.64	74.22	-1.861*
Borçlanma Oranı	39.95	20.40	0.127
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	24.24	26.97	-0.583
Toplam Borç Büyümesi	23.70	24.56	-0.200
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	48.60	137.11	-1.940*
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	72.56	71.53	0.754
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	27.43	28.46	-0.754
Özsermaye Devir Hızı	3.64	5.13	-0.864
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	25.59	21.60	2.323**

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Yukarıdaki tablo 3.4.'e göre piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı en büyük hissedarın %50'den fazla hisseye sahip olduğu işletmelerde istatistikî olarak anlamlı oranda büyüktür. EBO>%50 olan işletmelerde PD/DD oranı ortalama 1.88 iken EBO<%50 olan işletmelerde bu oran ortalama 1.45 seviyelerindedir. Yine bir performans göstergesi olan hisse başına kârda (HBK) da durum aynıdır. Yoğunluğun fazla olduğu işletmelerin (EBO>%50) ortakları diğerlerine (EBO<%50) göre istatistikî olarak anlamlı ölçüde (%99 güven aralığında) daha fazla hisse başına kâr elde etmektedirler.

Dört başlık altında incelenen kâr marjları (brüt, esas faaliyet, FVÖK ve net kâr) açısından EBO>%50 olan işletmelerde “brüt” ve “esas faaliyet” kâr

marjları anlamlı ölçüde diğerlerine göre daha büyüktür. Ancak diğer kâr marjlarında istatistikî olarak anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.

Kaldıraç oranına baktığımızda $EBO > \%50$ olan işletmelerde bu durum ortalama $\%54.72$ iken, $EBO < \%50$ olan işletmelerde ortalama $\%74.22$ dir. EBO yoğunluğun azaldığı işletmelerde yabancı kaynaklardan daha fazla yararlanıldığı tespit edilmiştir. Bu durum, kaldıraçtan daha fazla yararlandıklarını göstermektedir. Ancak kaldıraç oranı madalyonun diğer yüzü olan riski ise artırmaktadır. Dolayısıyla EBO yoğunluğu ile risk arasında da ters yönlü bir ilişki karşımıza çıkmaktadır. Diğer bir deyişle, yoğunluk azaldıkça işletmenin riski artmaktadır. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Net Satışlar oranını kaldıraç oranı ile birlikte incelediğimizde EBO yoğunluğunun düşük olduğu işletmelerde ortalama olarak $\%137.11$ gibi yüksek bir oran karşımıza çıkmaktadır. Bunun anlamı, bu işletmelerde kısa vadeli borçların net satışlarının bile üstüne çıktığının ifadesidir. Dolayısıyla, risk faktörünün önemli ölçüde arttığını işaret etmektedir. Diğer taraftan, $EBO > \%50$ olan işletmelerde kısa vadeli yabancı kaynaklar, neredeyse net satışların yarısına (ortalama $\%48.60$) denk gelmektedir.

Toplam satışlar içerisinde yurt dışına yapılan satışlar oranına baktığımızda $EBO > \%50$ olan işletmelerin, $EBO < \%50$ olan işletmelere göre istatistiksel olarak ihracatının daha fazla olduğunu görmekteyiz.

3.5.1.1.2. En Büyük Üç Hissedar Sahipliği (EBO3)

Bir firmanın en büyük üç hissedarının elindeki kümülatif hisselerinin toplam hisse senetleri içindeki payını en büyük üç hissedar sahipliği (EBO3) göstermektedir. EBO3' ün tanımlayıcı istatistiki bilgileri aşağıdaki tablo 3.5.'te ayrıntısıyla gösterilmektedir.

Tablo 3.5. En Büyük Üç Hissedarın (EBO3) Tanımlayıcı İstatistikleri

	EBO3
Ortalama	62.08
Ortalamanın Standart Sapması	0.66
Medyan	63.81
Medyanın Standart Sapması	19.31
Çarpıklık	-0.495
Basıklık	-0.079
Minimum	4.07
Maksimum	99.36
Kartiller	
%25	51.22
%50	63.81
%75	76.31

Sermaye yoğunluğu ölçütü olan EBO3'ün ortalama değeri %62 ve Medyan (ortanca) değeri ise yaklaşık %64 dür. Bu oranlar Karakaya (2004), Gürsoy (2001), Önder (2000), Yurtoğlu (2000) ve Uğurlu' nun (1998) sonuçları ile benzerdir. Yazarlar çalışmalarında En büyük hissedar ortalama değerlerinin %59-%71 arasında olduğunu tespit etmişlerdir. Dolayısıyla Türk işletmelerinin sermaye yoğun işletmeler olduğuna dair hiçbir şüphe yoktur.

Aşağıdaki tablo 3.6. yıllar itibari ile en büyük üç hissedarın tanımlayıcı istatistik bilgilerini göstermektedir. 2002 – 2006 yılları arasında EBO3 oranlarında EBO oranlarında olduğu gibi istatistiki açıdan anlamlı değişiklikler olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.6. EBO3 Değişkeninin Yıllar İtibari ile Tanımlayıcı İstatistikleri

EBO3	2002	2003	2004	2005	2006
Firma Sayısı	169	170	174	175	175
Ortalama	63.49	63.01	61.27	61.78	61.52
Ortalamadaki Değişiklik		%-0,75	%-2,76	%0,83	%-0,42
Medyan	65.73	65.07	63.31	62.75	62.75
Medyandaki Değişiklik		%-1,00	%-2,70	%-0,88	%0
Standart Sapma	19.41	19.22	19.64	19.04	19.46
Çarpıklık	-0.659	-0.597	-0.424	0.393	-0.453
Basıklık	0.268	0.116	-0.258	-0.200	-0.181
Minimum	4.07	8.19	5.26	10.57	10.57
Maksimum	99.09	99.39	99.36	99.36	99.36

2006 yılı incelendiğinde şirketlerin en büyük üç hissedarının (EBO3) sahip olduğu minimum hisse oranı %10.57 buna karşılık maksimum sahip olduğu hisse oranı ise %99.36 dır.

En büyük üç hissedarın (EBO3) %50'den fazla hissesini elinde tuttuğu işletmelerin oranı yıllar itibari ile aşağıdaki tablo 3.7. de gösterilmektedir. Buna göre, EBO3 tüm işletmelerin ortalama olarak yaklaşık %80'ine sahiptir. En büyük üç hissedara sahip her on işletmenin sekizinde bu ortakların alacağı kararlar diğer ortakların önünde gelmektedir. Bu ortaklar şirket genel kurullarında çok az bir sayıyla çoğunluğa hükmedebilecek güce sahiptir. %80 işletmede geleceğin planlanmasında üç hissedarın payı yeterli olabilmektedir.

Tablo 3.7. En Büyük Üç Hissedarın (EBO3) %50'den Fazla Hisselerini Elinde Tuttuğu İşletmelerin Yıllar İtibari Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
EBO3<%50	%19.5	%20	%24.1	%21.1	%21.7	%21,28
		%2,56	%20,5	%-12,44	%2,84	
EBO3>%50	%80.5	%80	%75.9	%78.9	%78.3	%78,72
		%-0,62	%-5,12	%3,95	%-0,76	

En büyük üç hissedarın %50 kesim noktasına göre %50'nin altında ve %50'nin üstünde hisseye sahip olduğu işletmelerin finansal oranlarının ortalama değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Her iki grubun farklılaştıkları oranlar bağımsız örneklem "t" testi ile belirlenmiş olup tablonun son sütununda "*" işareti ile ortaya konmaktadır.

Tablo 3.8. En Büyük Üç Hissedar Yoğunluğunun %50 Kesim Noktasına Göre Karşılaştırılması

Oranlar	EBO3>%50	EBO3<%50	t-istatistiği
Aktiflerin Defter Değeri	4x10 ⁸	1x10 ⁸	3.399***
Piyasa Değeri	3x10 ⁸	1x10 ⁸	3.718***
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	1.73	1.28	2.335***
Fiyat/Kazanç Oranı	46.99	29.30	0.521
Fiyat/Nakit Akışı Oranı	17.86	13.21	0.293
Hisse Başına Kâr (HBK)	0.96	-0.42	3.459***
Aktiflerin Getirisi (AG)	0.81	-2.43	0.726
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	-17.23	12.83	-1.003
Tobin'in Q Oranı	2.63	2.09	2,274**
Likidite Oranı	1.22	1.38	-1.096
Nakit Oranı	0.47	0.58	-0.994
Brüt Kâr Marjı	22.89	17.57	4.505***
Esas Faaliyet Kâr Marjı	5.92	-5.99	5.384***
FVÖK Marjı	16.39	17.99	-0.234
Net Kâr Marjı	-8.22	-50.46	1.609
Aktif Büyüme	28.00	19.39	2.882***
Özsermaye Büyümesi	49.04	58.09	-0.521
Net Satış Büyümesi	27.52	17.18	2.832***
Kaldıraç Oranı	66.55	63.29	0.248
Borçlanma Oranı	102.52	-242.14	1.850
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	24.81	29.26	-0.784
Toplam Borç Büyümesi	24.17	24.21	-0.008
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	74.23	185.93	-2.021**
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	72.22	71.13	0.656
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	27.77	28.86	-0.656
Özsermaye Devir Hızı	3.89	6.60	-1.304
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	21.94	28.62	-3.092***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

En büyük üç hissedarın %50'den fazla hisseye sahip olduğu işletmeler tüm işletmelerin yaklaşık %80'nini oluşturmaktadır. Bu işletmelerin yukarıdaki tabloya göre ilk ayrıştığı nokta firma aktif büyüklüğü ve piyasa değerleridir. İstatistikî olarak bu %80 oranındaki firmalar gerek aktif değeri gerekse de piyasa değeri açısından anlamlı ölçüde diğer %20'den daha büyüktür. Dolayısıyla, bu farklılık kendisini PD/DD oranında da ortaya çıkarmaktadır. EBO3>%50 olan işletmelerin PD/DD ortalama 1.73 iken bu oran EBO3<%50 olan işletmelerde ortalama 1.28 seviyesindedir. Performans göstergelerinden olan HBK ve Tobin'in Q oranı yine aynı şekilde anlamlı farklılıklar göstermektedir. EBO3>%50 olan işletmelerde her iki oran diğer gruba göre daha büyüktür. Kısaca, performans açısından EBO3>%50 olan işletmeler üç performans ölçütünde de iyi bir karneye sahiptir.

Kâr marjları açısından $EBO3 > \%50$ olan işletmeler $EBO > \%50$ olan işletmelerle aynı özellikleri taşımaktadır. Özellikle, brüt ve esas faaliyet kâr marjları yoğunluğun artmasıyla anlamlı ölçüde artmaktadır.

Yoğunluğun yüksek olması aktif ve net satış büyümesinde de kendisini göstermektedir. $EBO3$ yoğun işletmeler yoğunluğun az olduğu işletmelere göre bu iki büyüme kriteri açısından istatistikî olarak oldukça anlamlı ölçüde daha çok büyüme göstermektedir. Yoğunluğun artması gerek aktifler ve gerekse de net satışların büyümesi açısından işletmeye pozitif katkı sağlamaktadır.

Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar açısından $EBO3 > \%50$ olan işletmelerin net satışları borçlarını karşılamaya yeterken (ortalama $\%74,23$) $EBO < \%50$ olan işletmelerde ise net satışların kısa vadeli borçları ödemeye yetmediği görülmektedir (ortalama $\%185,93$).

Bir oran var ki $EBO3 < \%50$ işletmelerde diğer gruba göre daha iyi performans sergilemektedir. Bu oran Yurt Dışı Satışlar / Toplam Satışlar oranıdır. Yoğunluğun $\%50$ 'nin altında olduğu işletmelerin toplam satışları içerisinde yurt dışı satışlar hacminin daha büyük olduğu yukarıdaki tablo 3.8.'de gözler önüne serilmektedir.

3.5.1.1.3. Halka Açıklık Oranı (HAO)

Anonim şirketler birden fazla ortaklığa sahip şirketlerdir. Bazı ortaklar kontrolü elinde tutacak hisse miktarına sahipken bazı ortaklar ise büyük oranlarda hisseye sahip olamayabilir. Kontrolü elinde tutamayan ve elindeki hisse oranı $\%1$ 'in üstüne çıkamayan hissedarlara azınlık veya dağınık hissedar denilmektedir. Halka açıklık oranı bu hissedarların oranını etkileyen en önemli ölçüttür.

Yoğunlaşmanın fazla olmadığı şirketlerde halka açıklık oranı yüksek olurken yoğunlaşmanın az olduğu şirketlerde ise bu oran artmaktadır. Çünkü

bu oran ne kadar yüksek olursa o oranda hisselerin birden fazla hissedar arasında paylaşılması gerçekleşmiş olur. Kısaca, yoğunlaşma ile halka açıklık oranı ters orantılıdır.

Halka açıklık oranı ile ilgili merkezi eğilim ölçüleri aşağıdaki tablo 3.9'da gösterilmektedir. Buna göre, İMKB'de faaliyet gösteren imalat sanayi işletmelerinin halka açıklık oranı ortalaması %34.30 ve medyan değeri %31.40 dır. Halka açıklık oranının ortalama değerini gösteren bu oranlar, dağınık hissedarların yönetim üzerinde çok fazla söz sahibi olamadığının önemli bir göstergesidir.

Tablo 3.9. Halka Açıklık Oranı (HAO) Tanımlayıcı İstatistikleri

	HAO
Ortalama	34,30
Ortalamanın Standart Sapması	0,62
Medyan	31,40
Medyanın Standart Sapması	18,14
Çarpıklık	0,522
Basıklık	-0,092
Minimum	0,64
Maksimum	87,28
Kartiller	
%25	20,00
%50	31,40
%75	47,22

Aşağıdaki tablo 3.10. yıllar itibariyle HAO' deki değişmeyi göstermektedir. Diğer yoğunluk değişkenlerinde olduğu gibi bu değişkende de durum aynıdır. Değişiklikler, istatistikî ölçüde anlamlı değildir.

Tablo 3.10. HAO Değişkeninin Yıllar İtibari ile Tanımlayıcı İstatistikleri

HAO	2002	2003	2004	2005	2006
Firma Sayısı	169	170	174	175	175
Ortalama	34,71	34,22	33,87	34,03	34.67
Ortalamadaki Değişiklik		%-1.41	%-1.02	%0.47	%1.88
Medyan	18.18	18.12	18.18	18.10	18.14
Medyandaki Değişiklik		%-0.33	%0.33	%-0.44	%0.22
Standart Sapma	0.60	0.64	0.63	0.61	0.62
Çarpıklık	0.522	0.488	0.512	0.400	0.521
Basıklık	-0.092	0.001	0.081	-0.012	-0.011
Minimum	0.64	0.64	0.68	0.68	0.68
Maksimum	87.28	87.28	88.02	88.02	88.00

Halka açıklık oranı (HAO) %50'den fazla olan işletmelerin oranı yıllar itibari ile aşağıdaki tablo 3.11.'de gösterilmektedir. Buna göre, işletmelerin yaklaşık %18'i hisselerinin yarıdan fazlasını halka arz etmiştir. Diğer bir deyişle, her yüz işletmeden 18'i hisselerinin büyük çoğunluğunu halkla paylaşıma yoluna gitmekte herhangi bir sıkıntı duymamıştır. Bu oran diğer yoğunluk değişkenleri ile birlikte değerlendirilince Türk işletmelerinin sermaye yoğun işletmeler olduğunu pekiştirmektedir.

Tablo 3.11. %50 Kesim Noktasına Göre Halka Açıklık Oranının Yıllar İtibari ile Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
HAO<%50	% 83,1	% 82,3	% 81,2	% 83	% 82,3	%82,38
		%-0,96	%-1,33	%2,21	%-0,84	
HAO>%50	% 16,9	% 17,7	% 18,8	% 17	% 17,7	%17,62
		%4,73	%6,21	%-9,57	%4,11	

Halka açıklık oranının %50'nin altında ve üstünde olduğu işletmelerin özellikleri aşağıdaki tablo 3.12' de kıyaslanmıştır.

Tablo 3.12. Halka Açıklık Oranının %50 Kesim Noktasına Göre Karşılaştırılması

Oranlar	HAO>%50	HAO<%50	t-istatistiği
Aktiflerin Defter Değeri	9x10 ⁷	4x10 ⁸	-3,728***
Piyasa Değeri	6x10 ⁷	3x10 ⁸	-3,993***
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	1.67	1.63	0,183
Fiyat/Kazanç Oranı	41.22	43.55	-0,062
Fiyat/Nakit Akışı Oranı	14.87	17.24	-0,135
Hisse Başına Kâr (HBK)	-0.98	0.99	-3,628***
Aktiflerin Getirisi (AG)	-14.83	3.08	-3,663***
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	-28.63	-7.26	-0,646
Tobin'in Q Oranı	2.69	2.48	0,605
Likidite Oranı	1.55	1.19	2,232**
Nakit Oranı	0.74	0.44	2,316**
Brüt Kâr Marjı	16.07	22.86	-4,551***
Esas Faaliyet Kâr Marjı	-10.77	6.17	-6,993***
FVÖK Marjı	19.82	16.11	0,491
Net Kâr Marjı	-115.52	2.18	-4,096***
Aktif Büyüme	15.83	28.22	-3,594***
Özsermaye Büyümesi	59.51	49.25	0,535
Net Satış Büyümesi	12.45	27.86	-3,840***
Kaldıraç Oranı	130.61	53.05	5,456***
Borçlanma Oranı	-44.95	43.69	-0,431
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	25.52	25.85	-0,05
Toplam Borç Büyümesi	20.87	24.83	-0,641
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	388.55	40.61	5,807***
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	74.67	71.49	1,741*
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	25.32	28.50	-1,741*
Özsermaye Devir Hızı	3.17	4.72	-0,679
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	29.55	22.14	3,241***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Halka açıklık oranı %50'den fazla olan işletmeler değer açısından yoğunlaşmış işletmelere kıyasla daha düşüktür. Aktiflerin defter değeri ve piyasa değeri ortalama olarak yoğunlaşmış işletmelerde daha büyüktür.

Performans oranlarına bakıldığında HAO>%50 olan işletmeler hisse başına getiri ve aktiflerin getirisi (AG) açısından önemli ölçüde düşüktür. Hatta her iki oran HAO>%50 olan işletmelerde sırasıyla ortalama -0.98 ve -14.83 olarak negatif çıkmıştır. Bu işletmelerin söz konusu yıllarda faaliyet dönemini kâr yerine zararlar kapatmış olması sonuçların negatif çıkmasına neden olmuştur.

Likidite ve nakit oranı açısından $HAO > \%50$ olan işletmelerin daha likit bir yapıda olduğu görülmektedir. Her iki oran da anlamlı ölçüde diğer gruba göre daha büyüktür.

Kâr marjları açısından $HAO < \%50$ olan işletmelerin $HAO > \%50$ olan işletmelere göre önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Brüt kâr marjı dışında gerek esas faaliyet ve gerekse de net kâr marjı $HAO > \%50$ olan işletmelerde negatif çıkmaktadır. Brüt kâr marjı ise pozitif çıkmasına rağmen $HAO < \%50$ olan işletmelerden anlamlı ölçüde daha küçüktür.

Büyüme kriterleri açısından $HAO > \%50$ olan işletmeler, aktif ve net satış büyümesi diğer gruba göre daha düşük seviyelerde kalmaktadır.

Sermaye yapılarına bakılacak olursa her iki grubun da kısa vadeli borçları $\%70$ 'ler gibi yüksek seviyelerdedir. Ancak bu oran $HAO > \%50$ olan işletmelerde daha da yüksektir. Diğer taraftan, kaldıraç oranının $HAO > \%50$ olan işletmelerde yüzde yüzlerin de üstüne çıktığı görülmektedir. Bunun en önemli nedeni, bu işletmelerin özsermayesinin negatif olmasındandır. Kısa vadeli borç/net satışlar oranı ise $HAO > \%50$ olan işletmelerde $\%388$ 'lere ulaşmıştır. Bu durum, bu grup işletmelerin kısa vadeli borçlarının ne boyutlara geldiğinin önemli bir göstergesidir. İşletmenin net satışları artık borçlarını karşılayamaz hale geldiği gibi borç tutarının net satışların neredeyse dört katına ulaştığını göstermektedir.

Yukarıdaki olumsuzluklara rağmen bu işletmelerin toplam satışlar içerisinde yurt dışı satışlar toplamı diğer grup, $HAO < \%50$ olan işletmelere kıyasla daha fazla yer tutmaktadır. $HAO > \%50$ olan işletmeler toplam satışlarının hemen hemen $\%30$ 'unu yurt dışı gelirlerinden sağlamaktadır.

3.5.1.2. Sermayedar Kimliği Değişkenleri

Sermaye yoğunluğu kavramı sermaye sahipliği kavramını tek başına açıklama noktasında yetersiz kalmaktadır. Sermaye yoğunluğu sermayeyi

elinde tutanın yüzde kaç hisse oranı ile şirket yönetimini kontrol altında tuttuğunu göstermektedir. Ancak, sermayedarın kimliği noktasında bilgi vermemektedir. Çalışmamızda sermaye yoğunluğu ile birlikte sermayedar kimliğinin de üzerinde duracağız.

Her sermayedarın yönetim üzerindeki gücü, beklentileri, uzun ve kısa vadeli planları farklı olmaktadır. Bu farklılıklar o ülkedeki kurumsal yönetim tarzını şekillendirdiği gibi potansiyel yatırımcı üzerinde de tasarrufunu yönlendirme noktasında etkili olmaktadır.

Çalışmamızda sermayedar kimliği (KİM) değişkenleri dokuz başlıkta toplandı. Bunlar:

- Aile sahipliği şirketleri (AİLE),
- Bir holdinge veya gruba bağlı işletmeler (HOLD),
- Aile ve holdinge bağlı işletmeler birlikteliği (AHOB),
- Herhangi bir aileye, holdinge veya gruba bağlı olmayan bağımsız işletmeler (BSİR),
- Yabancı sermayedarla işbirliği yapan işletmeler (YİS),
- Yabancıların hakim ortak olduğu işletmeler (YAB),
- Devletin ortağı olduğu işletmeler (KİT),
- Hakim ortağın olmadığı dağınık işletmeler (DAĞ) ve
- Yöneticilerin ortaklığı bulunduğu yönetici sahipliği (YÖN) işletmelerden oluşmaktadır.

3.5.1.2.1. Aile Şirketleri

Aile şirketleri (AİLE) değişkeni; bir firmanın kontrolü bir veya birden fazla ailenin elinde olduğu işletmelerden oluşmaktadır. Şirketin hâkim ortakları olan aile bireyleri gerçek kişilerdir. Tüzel bir ortağa sahip olan aile işletmelerinde bu ortaklığın hâkim ortak sıfatı olmamalıdır. Hâkim ortağın tüzel kişilik olması değişkeni farklı bir yapıya götürmektedir. Anlaşılacağı gibi

bir değişkenin asıl belirleyici unsuru o şirketin hâkim ortağıdır. Bir şirketin birden fazla türde sermayedarı olabilir. Bu durumda hâkim ortak kimse şirketin sermayedar kimliğini de bu ortak belirlemektedir.

Yıllar itibari ile çalışmamıza konu olan aile işletmelerinin oranları aşağıdaki tablo 3.13' te gösterilmektedir. Buna göre aile işletmeleri tüm işletmelerin yaklaşık %15'ini oluşturmaktadır. Diğer bir deyişle imalat sanayinde her 100 işletmeden 15'i aile şirketlerinden meydana gelmektedir.

Tablo 3.13. Aile Şirketlerinin (AİLE) Yıllar İtibari İle Oranı

AİLE	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
AİLE (1)	% 14,2	% 14,7	%15,5	% 14,8	% 15,4	%14,92
AİLE (1) Değişim		%+3,5	%+5,4	%-4,5	%+4,1	
AİLE (0)	% 85,8	% 85,3	% 84,5	% 85,2	% 84,6	%85,18
AİLE (0) Değişim		%-0,6	%-0,9	%+0,8	%-0,7	

AİLE (1) aile şirketlerini, AİLE (0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

Aile şirketlerinin diğer sermayedar kimliklerinden ayrıldığı özellikler aşağıdaki tablo 3.14' te açıklanmaya çalışılmıştır. Farklılıklar bağımsız örneklem t testi yöntemi ve finansal oranlar aracılığıyla ortaya konulmuştur.

Tablo 3.14. Aile Şirketlerinin (AİLE) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması

Oranlar	AİLE(1)	AİLE(0)	t-istatistiği
EBO	24,90	50,82	-13,413***
EBO3	47,36	64,63	-9,755***
HAO	37,98	33,65	2,595***
Aktiflerin Defter Değeri	7x10 ⁷	4x10 ⁸	-3,818***
Piyasa Değeri	4x10 ⁷	3x10 ⁸	-3,915***
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	1,43	1,67	-1,569
Fiyat/Kazanç Oranı	36,89	44,27	-0,390
Fiyat/Nakit Akışı Oranı	57,38	9,72	2,628***
Hisse Başına Kâr (HBK)	-0,72	0,91	-3,403***
Aktiflerin Getirisi (AG)	-1,42	0,40	-0,742
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	43,29	-20,28	1,104
Tobin'in Q Oranı	2,07	2,59	-1,502
Likidite Oranı	0,95	1,30	-2,089**
Nakit Oranı	0,31	0,52	-1,634
Brüt Kâr Marjı	18,05	22,40	-3,196***
Esas Faaliyet Kâr Marjı	1,92	3,66	-1,219
FVÖK Marjı	8,73	18,13	-2,757***
Net Kâr Marjı	-10,85	-18,35	0,507
Aktif Büyüme	22,68	26,76	-1,250
Özsermaye Büyümesi	62,35	48,93	0,543
Net Satış Büyümesi	20,46	26,16	-1,756*
Kaldıraç Oranı	65,84	65,82	0,002
Borçlanma Oranı	-324,57	91,22	-1,945*
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	23,91	26,13	-0,419
Toplam Borç Büyümesi	22,92	23,44	-0,308
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	65,35	103,73	-1,171
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	75,23	71,45	2,163**
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	24,76	28,54	-2,163**
Özsermaye Devir Hızı	9,52	3,58	2,494
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	22,96	23,44	-0,195

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. AİLE (1) aile şirketlerini, AİLE (0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

Aile şirketleri yoğunluk açısından diğer sermayedar türlerine göre düşük seviyededir. Aile şirketlerinde en büyük ortak ortalama %25 civarında hisseye sahip iken aile şirketi olmayan şirketlerde bu oran yaklaşık iki katına kadar çıkmaktadır. Yine aynı şekilde en büyük üç hissedar aile işletmelerinde ortalama %47.36 iken bu oran diğer sermayedar türlerinde ortalama %64.63 dür. Halka açıklık oranında aile şirketlerinde tersi bir durum söz konusudur. Aile işletmelerinde halka açıklık oranı diğer gruba göre daha yüksektir.

Aile işletmelerinde aktiflerin defter değeri ve piyasa değeri aile işletmesi olmayan şirketlere göre düşük seviyelerde kalmaktadır. Büyüklük kriterlerine göre diğer sermayedar kimliklerinin göreceli üstünlüğü söz konusudur.

Göreceli değerlendirme yöntemlerinden fiyat/nakit akışı ve hisse başına kâr (HBK) oranına göre aile şirketleri diğer sermayedar kimliklerine göre iyi bir performans sergilememektedir. Her ne kadar fiyat/nakit akışı³ aile işletmelerinde yüksek çıksa da bu durum o faaliyet dönemi içerisinde aile şirketlerinin zarar açıklamasından kaynaklanmaktadır. Bu durumu aile şirketlerinin negatif hisse başına kâr oranı daha net bir şekilde gözler önüne sermektedir. Net dönem kârı veya zararının hisse senedi sayısına bölümü ile ortaya çıkan HBK aile şirketlerinde negatif çıkmaktadır. Dolayısıyla, fiyat/nakit akışı oranının aile şirketlerinde çok yüksek olmasının sebebi budur.

Aile şirketlerinde likidite oranı ortalama 0.95 iken bu oran diğer sermayedar türlerinde ortalama 1.30 dur.

Brüt kâr ve FVÖK marjı kriterlerine göre aile şirketi olmayan grupların aile şirketlerine göre üstünlüğü söz konusu olmaktadır.

Net satış büyümesi aile şirketlerinde ortalama %20.46 iken diğer grupta bu oran %26.16 seviyelerindedir.

Gerek aile şirketlerinde gerekse de diğer sermayedar kimliklerinde toplam borçlarının içerisinde kısa vadeli borçlarının oranı yüksek seviyelerdedir. Aile şirketlerinde bu oran ortalama %75,23 iken diğer grupta ise bu oran ortalama %71,45 tir. Toplam borçların özsermayeye oranı olan borçlanma oranı aile işletmelerinde ortalama olarak -324,57 dir. Bu durum aile şirketlerinin yüksek tutarlarda borçlanma yolunu tercih ettiğinin ve/veya söz konusu yıllarda faaliyetlerini zararla kapattıklarının göstergesidir.

³ Fiyat/Nakit Akışı= Piyasa Değeri / (Dört Çeyreğin Ortalama Bilanço Net Dönem Karı veya Zararı + Dört Çeyreğin Ortalama Bilanço Amortisman Giderleri ve İtfa ve Tükenme Payları) dır.

3.5.1.2.2. Bir Holdinge veya Gruba Bağlı İşletmeler (HOLD)

Bir holdinge veya gruba bağlı işletmeleri kısaca holding işletmeleri (HOLD) şeklinde tanımlayabiliriz. Bu işletmelerin en önemli özelliği ortakları arasında hâkim ortak sıfatında bir holding veya grup bulunmasıdır. Holdingin kendisi doğrudan hâkim ortak olabileceği gibi holdinge bağlı diğer işletmeler vasıtasıyla da kontrolü elinde tutabilmektedir.

Holding işletmeleri bağlı olduğu holdingden birçok açıdan büyük faydalar sağlamaktadır. Örneğin, uzman yönetici holding tarafından atandığı, bilgi transferi aktarması olduğu gibi borç bulma noktasında da holdinglerin kendilerine bağlı işletmelere önemli katkıları olmaktadır. Elbette ki bu avantajlarının yanında bazı dezavantajları da olabilmektedir. Dezavantajlara örnek olarak, hareket esnekliğinin az olması ve yöneticilerin izlenmesinin yetersiz kalması verilebilir. Diğer taraftan, en önemli sorun holding işletmelerinin hâkim ortakları tarafından azınlık hissedarlarının sömürülme riskidir.

Çalışmamızda imalat sanayinde faaliyet gösteren holding işletmelerinin sayısının oldukça fazla olduğu aşağıdaki tablo 3.15.' te açıkça görülmektedir. Buna göre, tüm işletmeler içersinde holding işletmeleri %60 civarındadır. Diğer bir deyişle her 10 işletmeden 6'sı holdinge bağlı işletme konumundadır. Bu durum holdinglerin Türk imalat sanayinde kontrolü elinde tuttuğunun önemli bir göstergesidir.

Tablo 3.15. Holding İşletmelerinin (HOLD) Yıllar İtibari İle Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
HOLD(1)	% 60,4	% 60	%60,3	% 61,1	% 58,9	%60,14
HOLD(1) Değişim		%-0,7	%0,5	%1,33	%-3,6	
HOLD (0)	% 39,6	% 40	% 39,7	% 38,9	% 41,1	%39,86
HOLD (0) Değişim		%1,01	%-0,75	%-2,01	%5,66	

HOLD(1) Holding İşletmelerini, HOLD(0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

Holding işletmelerinin diğer sermayedar kimliklerinden ayrıldığı özellikler aşağıdaki tablo 3.16.' da belirtilmiştir. Buna göre, ilk farklılık

yoğunluk değişkenlerinde görülmektedir. Holding işletmelerinin en büyük ve en büyük üç hissedarının şirkette sahip olduğu hisse oranı holding işletmesi olmayan şirketlere göre daha fazladır.

Holding işletmelerinin gerek aktiflerinin defter değeri gerekse piyasa değerleri diğer gruptaki işletmelere kıyasla daha büyüktür. Ancak bu büyüklük kendisini PD/DD oranında gösterememektedir.

Göreceli Değerleme kriterlerinden hisse başına kâr ve Tobin'in Q oranı holding işletmelerinde daha küçük çıkmaktadır. Özellikle HBK' nın holding işletmelerinde küçük çıkması düşündürücüdür. Daha önce belirtildiği gibi holding işletmelerinin azınlık hissedarını sömürdüğü iddiasını bu oran kanıtlar niteliktedir. HBK, holding işletmelerinde ortalama 0,37 çıkarken holding işletmesi olmayan şirketlerde bu oran ortalama 1.11 dir.

Likidite ve nakit oranına göre holding işletmeleri daha fazla likit bir yapı arz etmektedir.

Kâr marjlarını incelediğimizde holding işletmeleri brüt ve FVÖK marjlarında diğer işletmelere göre daha iyi bir performans sergilemektedir.

Toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçlar holding işletmelerinde ortalama %70 olmasına karşın diğer işletmelerde bu oran ortalama %75 seviyelerindedir. Kısa vadeli borçlar / net satışlar oranını incelediğimizde ise holding işletmelerinde kısa vadeli borçların net satışların üstüne çıktığını görmekteyiz. Diğer bir deyişle holding işletmelerinin net satışları kısa vadeli borçlarını ödeyemez durumdadır. Ancak şunu da belirtmekte fayda vardır; holding işletmelerinin arkasında bu borçlarına teminat olabilecek holdingler mevcuttur.

Yurt dışı satışlar / toplam satışlar oranına bakıldığında holding işletmelerinin diğer işletmelere göre daha çok iç piyasaya yönelik satışta bulunduğunu görmekteyiz. Holding işletmelerinde bu oran ortalama %21,35 iken diğer işletmelerde ise bu oran ortalama %26,40 dır.

Tablo 3.16. Holding İşletmelerinin (HOLD) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması

Oranlar	HOLD(1)	HOLD(0)	t-istatistiği
EBO	48,96	43,98	3,247***
EBO3	64,76	58,00	5,061***
HAO	34,16	34,50	-0,265
Aktiflerin Defter Değeri	4x10 ⁸	2x10 ⁸	4,466***
Piyasa Değeri	3x10 ⁸	1x10 ⁸	4,140***
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	1,54	1,79	-1,407
Fiyat/Kazanç Oranı	28,36	65,48	-1,309
Fiyat/Nakit Oranı	9,39	28,11	-1,412
Hisse Başına Kâr (HBK)	0,37	1,11	-1,748*
Aktiflerin Getirisi (AG)	-0,22	0,67	-0,287
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	-9,30	-13,02	0,124
Tobin'in Q Oranı	2,22	2,96	-2,891***
Likidite Oranı	1,36	1,08	2,252**
Nakit Oranı	0,56	0,39	1,713*
Brüt Kâr Marjı	22,97	19,90	3,178***
Esas Faaliyet Kâr Marjı	3,00	3,99	-0,527
FVÖK Marjı	20,55	10,96	1,684*
Net Kâr Marjı	-26,01	-3,94	-1,003
Aktif Büyüme	25,37	27,40	-0,660
Özsermaye Büyümesi	40,26	67,03	-1,847*
Net Satış Büyümesi	24,18	27,02	-0,921
Kaldıraç Oranı	69,95	59,61	1,110
Borçlanma Oranı	156,28	-162,62	1,780
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	24,51	27,73	-0,693
Toplam Borç Büyümesi	23,02	25,94	-0,673
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	129,61	50,17	1,718*
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	70,00	75,05	-3,716***
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	29,99	24,94	3,716***
Özsermaye Devir Hızı	3,49	5,96	-1,24
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	21,35	26,40	-2,908***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.
HOLD (1) Holding İşletmelerini, HOLD (0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

3.5.1.2.3. Aile ve Holding İşletmeleri Birlikteliği (AHOB)

Türkiye’de holdinglerin hâkim ortaklarını incelediğimizde aile işletmelerinde olduğu gibi bu işletmelerin hissedarları arasında belirli ailelerin olduğunu görmekteyiz. Aile şirketleri kurulduktan sonra büyüyüp belirli bir hacme ulaştığında yatay büyüme veya dikey büyüme yoluyla kendine bağlı şirket sayısını çoğaltmaktadır. Kendine bağlı işletmelerin sayısı arttıkça kontrolü elinde tutmak amacıyla aile şirketleri holdingleşme yoluna

gitmektedir. Dolayısıyla, holdinglerin arkasında belirli aileler yer almaktadır. Çalışmamızda aile ve holding işletmelerini ayrı ayrı incelemenin yanında bu iki grubun aslında temel felsefesinin aynı olmasından dolayı birleştirilerek tek bir değişken hale getirmeyi uygun bulduk. Çalışmamızda bu işletmeleri AHOB değişkeni temsil etmektedir.

Çalışmamızda AİLE değişkenini belirlerken hâkim ortağın gerçek kişilerden olmasına dikkat edildi. Şayet bir şirketin hâkim ortağı her hangi bir holding veya gruba bağlı başka bir tüzel kişilik ise bu durumda HOLD değişkeni ortaya çıktı. Ancak holdinglerin arkasında belirli ailelerin veya grupların olması bu işletmelerin benzer özellikleri olacağı düşüncesiyle tek bir değişken AHOB haline getirilmiştir. Daha önce AİLE ve HOLD değişkeninde yer alan şirketler tek bir değişken altında toplanarak AHOB değişkeninde de incelemeye tabi tutulmuştur.

Türkiye'deki işletmelerin sahiplik yapılarına yönelik yapılan çalışmalarda Gençtürk (2004) ve Gürsoy' da (2001) benzer bir uygulamaya gitmiş, her iki değişkeni birleştirmiştir. Gençtürk (2004) her iki değişkeni ayrı ayrı incelemek yerine her iki değişkeni tek çatı altında toplamış, ancak Gürsoy (2001) AİLE ve HOLD değişkenlerini ayrı ayrı incelediği gibi tek değişken olarak da analize dâhil etmiştir.

Aile ve holding işletmeleri imalat sanayinde önemli orandadır. Aşağıdaki tablo 3.17 incelendiğinde bu işletmelerin tüm işletmelerin yaklaşık %75'ini oluşturduğunu görmekteyiz. Her dört işletmeden üçü AHOB işletmelerinden oluşmaktadır. Bu oran Gürsoy'un (2001) çalışmasındaki oranla örtüşmektedir.

Tablo 3.17. Aile ve Holding İşletmelerinin (AHOB) Yıllar İtibari İle Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
AHOB (1)	% 74,6	% 74,7	%75,9	% 76	% 74,3	%75,1
AHOB (1) Değişim		%0,13	%1,6	%0,13	%-2,23	
AHOB (0)	% 25,4	% 25,3	% 24,1	% 24	% 25,7	%24,9
AHOB (0) Değişim		-0,39	-4,74	-0,41	7,08	

AHOB (1) Holding ve Aile İşletmelerini, AHOB (0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

Aile ve holding işletmelerinin (AHOB) diğer sermayedar kimliklerinden ayrıldığı özellikler aşağıdaki tablo 3.18.'de belirtilmiştir. Buna göre, sermaye yoğunluğu AHOB işletmelerinde diğer işletmelere kıyasla daha azdır. En büyük hissedarların elinde tuttuğu hisse oranı AHOB işletmelerinde ortalama %44 civarında iken bu oran diğer sermayedar kimliklerinde %55 civarındadır. En büyük üç hissedarın ellerinde tuttukları hisse oranı (ortalama % 61,32) diğer sahiplik türlerine (ortalama %64,32) yaklaşmış olsa da istatistiksel olarak %95 anlamlılık seviyesinde daha azdır. Ancak, halka açıklık oranı AHOB işletmelerinde ortalama %34,92 diğer işletmelerde bu oran ortalama %32.41 dir.

AHOB işletmelerinin aktif büyüklüğü diğer sermayedar kimliklerine göre daha fazladır.

Göreceli değerlendirme kriterlerini incelediğimiz zaman AHOB işletmelerin özsermayenin getirisi (ÖG) dışında diğer kriterlerde üstünlük sağlayamamaktadır. Örneğin, piyasa değeri/defter değeri, hisse başına kâr ve Tobin'in Q oranı AHOB işletmelerinde diğer kimliklere göre daha düşüktür.

Kâr marjları açısından bir tek esas faaliyet kâr marjı AHOB işletmelerinde diğer sermayedar kimliklerine göre istatistiksel olarak daha düşüktür.

Büyüme kriterleri içerisinde net satış büyümesinin diğer sermayedar kimliklerinde daha fazla olduğu göze çarpmaktadır. AHOB işletmelerinde bu oran, ortalama %23.45 iken diğer işletmelerde ise ortalama %30.91 dir.

Toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçlar AHOB işletmelerinde ortalama %71.04 seviyelerindeyken, diğer sermayedar kimliklerinde ise ortalama %74.95 dir.

Tablo 3.18. Aile ve Holding İşletmelerinin (AHOB) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması

Oranlar	AHOB(1)	AHOB(0)	t-istatistiği
EBO	44,20	55,31	-6,513***
EBO3	61,32	64,32	-1,962**
HAO	34,92	32,41	1,748*
Aktiflerin Defter Değeri	4x10 ⁸	2x10 ⁸	1,887*
Piyasa Değeri	3x10 ⁸	2x10 ⁸	1,444
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	1,51	2,00	-2,280**
Fiyat/Kazanç Oranı	30,06	82,62	-1,638
Fiyat/Nakit Oranı	18,95	10,50	0,972
Hisse Başına Kâr (HBK)	0,15	2,21	-4,337***
Aktiflerin Getirisi (AG)	-0,46	1,92	-0,898
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	1,16	-46,76	1,694*
Tobin'in Q Oranı	2,19	3,49	-4,539***
Likidite Oranı	11,28	1,16	1,080
Nakit Oranı	0,51	0,44	0,802
Brüt Kâr Marjı	21,99	21,02	0,910
Esas Faaliyet Kâr Marjı	2,78	5,24	-1,686*
FVÖK Marjı	18,19	12,29	1,496
Net Kâr Marjı	-23,01	0,17	-1,611
Aktif Büyüme	24,83	30,22	-1,387
Özsermaye Büyümesi	44,66	69,84	-1,371
Net Satış Büyümesi	23,45	30,91	-1,965**
Kaldıraç Oranı	69,13	55,87	1,600
Borçlanma Oranı	60,56	-65,59	0,872
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	24,39	30,03	-1,028
Toplam Borç Büyümesi	23,00	27,73	-0,903
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	116,82	41,03	1,446
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	71,04	74,95	-2,492**
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	28,95	25,04	2,492**
Özsermaye Devir Hızı	4,69	3,82	0,628
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	21,67	28,46	-3,462

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

AHOB (1) Holding ve Aile İşletmelerini, AHOB (0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

3.5.1.2.4. Bağımsız İşletmeler

Bağımsız işletmelerin en temel özelliği herhangi bir gruba veya holdinge ait olmamasıdır. Bu işletmelerin hâkim ortakları tüzel kişilik olmasına karşın tüzel kişiliklerin holdinglerle bir ortaklığı söz konusu değildir. Diğer taraftan, hâkim ortakları arasında herhangi bir ailenin de ağırlığı yoktur.

Bağımsız işletmelerin ortakları incelemeye tabi tutulduğunda hâkim ortak olan tüzel kişiliğin borsaya açılmamış olması da diğer önemli bir kriterdir.

İmalat sanayini oluşturan bağımsız işletmelerin sayısı azdır. Aşağıdaki tablo 3.19.' da bu işletmelerin oranının %7.88 olduğunu görmekteyiz. 2006 yılında 175 işletme içerisinde 14 işletmenin hâkim ortağı bağımsız bir tüzel kişiliktir.

Tablo 3.19. Bağımsız İşletmelerin (BSİR) Yıllar İtibari İle Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
BSİR (1)	% 8,3	% 7,6	%7,5	% 8	% 8	%7,88
BSİR (1) Değişim		%-8,4	%-1,3	%6,7	%0	
BSİR (0)	% 91,7	% 92,4	% 92,5	% 92	% 92	%92,12
BSİR (0) Değişim		%0,76	%0,10	%-0,54	%0	

BSİR (1) Bağımsız İşletmeleri, BSİR (0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

Aşağıdaki tablo 3.20. incelendiğinde bağımsız işletmeleri diğer işletmelerden ayıran özellikler görülmektedir. İlk farklılığın bağımsız işletmelerde en büyük hissedarın elinde tuttuğu hisse oranı olduğu tespit edilmiştir. Bağımsız işletmeler sermayedar yoğun işletmeler kategorisindedir. En büyük hissedar bağımsız işletmelerde ortalama %58.33 hisseyi portföyünde tutmaktadır. Diğer taraftan HAO bağımsız işletmelerde ortalama %38,17 iken diğer işletmelerde bu oran ortalama %33,97 dir.

Gerek aktiflerin defter değeri gerekse de piyasa değeri açısından bağımsız işletmeler diğer sermayedar kimliklerine göre daha küçüktür.

Göreceli değerlendirme kriterlerini incelediğimizde Tobin'in Q oranı dışında PD/DD ve HBK' ya göre diğer işletmelerin bağımsız işletmelere göre göreceli üstünlüğü söz konusudur. PD/DD oranı bağımsız işletmelerde ortalama 1,08 iken diğer işletmelerde ortalama 1,68 dir. Yine aynı şekilde, HBK sırasıyla ortalama 0,13'e karşılık ortalama 0,71 dir.

Kâr marjları açısından bağımsız işletmeler diğer işletmelere göre daha avantajlı bir konumdadır. İstatistiksel olarak hem esas faaliyet kâr marjı hem de net kâr marjı bağımsız işletmelerde daha yüksektir.

Kâr marjlarındaki bağımsız işletmelerin üstünlüğü, büyüme kriterinde de kendini göstermektedir. Aktif ve net satışlardaki büyümenin bağımsız işletmelerde daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Bağımsız işletmelerin kısa vadeli borçları net satışlarının ortalama %41.53 dür. Diğer bir deyişle, bu işletmelerin net satışları kısa vadeli borçlarının iki katından fazladır. Bağımsız işletmelerin kıyaslandığı diğer sermayedar kimliklerinde ise bu oran ortalama %102.67 dir. Görüleceği üzere net satışlar kısa vadeli borçları karşılayamamaktadır. Bağımsız işletmelerin kısa vadeli borçlarının toplam borca oranına baktığımızda ortalama %74 civarındadır. Dolayısıyla buradan, bağımsız işletmelerin net satış hacminin oldukça iyi olduğunu görmekteyiz.

Net satışlar hacminin iyi olduğunun bir diğer göstergesi olan özsermaye devir hızında da bağımsız işletmelerin üstünlüğü söz konusudur. Bunlara ek olarak, bağımsız işletmelerin toplam satışları içerisinde yurt dışı satışlarının oranı diğer işletmelere göre oldukça fazladır. BSİR’de bu oran ortalama %36.84 iken diğer işletmelerde ortalama %22.24 dir.

Tablo 3.20. Bağımsız İşletmelerin (BSİR) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması

Oranlar	BSİR(1)	BSİR(0)	t-istatistiği
EBO	58,33	46,02	4,405***
EBO3	64,03	61,90	0,858
HAO	38,17	33,97	1,807*
Aktiflerin Defter Değeri	84,529,283	4x10 ⁸	-2,519**
Piyasa Değeri	60,177,295	3x10 ⁸	-2,547**
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	1,08	1,68	-1,734*
Fiyat/Kazanç Oranı	35,011	43,85	-0,425
Fiyat/Nakit Oranı	8,57	17,54	-1,254
Hisse Başına Kâr (HBK)	0,13	0,71	-2,260**
Aktiflerin Getirisi (AG)	1,49	0,02	0,450
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	2,61	-11,91	1,067
Tobin'in Q Oranı	4,33	2,36	4,253***
Likidite Oranı	1,31	1,25	0,323
Nakit Oranı	0,56	0,49	0,587
Brüt Kâr Marjı	20,72	21,83	-0,688
Esas Faaliyet Kâr Marjı	8,03	3,01	2,857***
FVÖK Marjı	16,63	16,73	-0,019
Net Kâr Marjı	2,76	-18,90	1,826*
Aktif Büyüme	38,56	25,13	2,435**
Özsermaye Büyümesi	78,01	48,66	0,910
Net Satış Büyümesi	39,80	24,09	2,817***
Kaldıraç Oranı	73,00	65,22	0,530
Borçlanma Oranı	80,66	24,75	0,665
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	32,16	25,2	0,699
Toplam Borç Büyümesi	33,87	23,36	1,103
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	41,53	102,67	-2,413**
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	74,14	71,83	0,842
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	25,85	28,16	-0,842
Özsermaye Devir Hızı	2,26	-11,91	-2,504**
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	36,84	22,24	4,687***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

BSİR(1) Bağımsız İşletmeleri, BSİR (0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

3.5.1.2.5. Yabancı Sermayedarla İşbirliği Yapan İşletmeler (YİS)

Bazı işletmelerin ortakları arasında yabancı yatırımcılar bulunabilmektedir. Ancak bu ortaklar her zaman hakim ortak olmayabilmektedir. Karakaya (2004), Gürsoy (2001) ve Önder (2000) sermayedar arasında yabancı ortakların bulunması durumunda bu sermayedar kimliğinin de başlı başına analize dâhil etmenin doğru olacağı kanaatindedirler. Karakaya (2004) ve Önder (2000) çalışmalarında her hangi bir işletmenin ortakları arasında %1 ve üzeri hisseye sahip olan yabancı

ortaklı işletmeleri “yabancı” olarak nitelendirmişlerdir. Ancak, Gürsoy (2001) ise yabancı ortağın %10 ve üzeri hisseye sahip olduğu işletmeleri “yabancı” statüsünde değerlendirmiştir.

Bu çalışmada da Gürsoy’un (2001) çalışmasındaki gibi yabancı ortağın %10 ve üzeri hisseye sahip olduğu işletmeler “Yabancı Sermayedarla İşbirliği Yapan İşletmeler” (YİS) olarak nitelendirilmiştir. YİS değişkeni içerisinde yer alan yabancılar hâkim ortak olacağı gibi hakim ortak olmayabilmektedir. Önemli olan konu, bu değişken içerisinde yabancıların %10’dan fazla hisse senedini elinde bulunduruyor olmasıdır.

Yukarıda bahsedilen çalışmalarda yabancılarla işbirliği tek başına incelenmiştir. Bu çalışmada ise yabancılarla işbirliği içerisinde olan işletmeler (YİS) dışında yabancıların hâkim ortak olduğu işletmeler (YAB) ayrı ayrı değişkenler haline getirilmiştir. YAB değişkeninde bulunan işletmeler aynı zamanda YİS değişkeninde bulunmaktadır. Diğer bir değişle, YİS değişkeni YAB değişkeninin kapsayanı durumundadır. Bunu yapmamızdaki amaç analizde yabancı ortaklığının etkisini derinlemesine incelemektir. Yabancıların hâkim ortak olduğu işletmelere (YAB) bu başlıktan sonra değinilecektir.

Tablo 3.21. Yabancı Sermayedarla İşbirliği Yapan İşletmelerin (YİS) Yıllar İtibari İle Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
YİS (1)	% 20.18	% 21,11	%22.02	% 24.28	% 25.31	%22,58
YİS (1) Değişim		%4,6	%4.31	%10.26	%4.24	
YİS (0)	% 79.82	% 78.89	% 77.98	% 75.72	% 72.69	%77.42
YİS (0) Değişim		%-1.16	%-1.15	%-2.89	%-1.36	

YİS (1) Yabancı Sermayedarla İşbirliği Yapan İşletmeleri, YİS(0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

Yukarıdaki tablo 3.21. incelendiğinde imalat sanayi işletmelerinin ortalama olarak %22.58’inin yabancılarla ortaklık ilişkisi içerisinde olduğu görülmektedir. Tabloda dikkat çeken nokta ise yabancılarla ortaklığın yıllar itibari ile bir artış eğilimi içerisinde olduğudur. İmalat sanayinde yabancıların

ilgisi yıllar artıkça artış göstermektedir. Bu durum, Türk firmalarının yavaş da olsa doğrudan yabancı yatırımları çekebildiği ve/veya 2001 yılı kriziyle yerli hissedarların payının yabancı yatırımcılar tarafından satın alındığı şeklinde yorumlanabilir.

Aşağıdaki tablo 3.22. yabancılarla işbirliği içerisinde olan işletmelerin özelliklerini göstermektedir. Birçok kriterde bu işletmelerin üstünlüğü söz konusudur. Örneğin bu işletmelerin piyasa değeri diğer işletmelere göre daha fazladır.

Yine aynı şekilde PD/DD oranına da bu üstünlük yansımaktadır. YİS işletmelerinin PD/DD oranı ortalama 2.39 iken diğer işletmelerde bu oran ortalama 1.42 dir. Diğer göreceli değerlendirme kriterlerine baktığımızda da benzer tablo karşımıza çıkmaktadır. Yabancıların %10'dan fazla hissedar olduğu bu işletmelerde fiyat kazanç oranı ortalama 85.65, HBK oranı ortalama 2.73, aktiflerin getirisi ortalama 4.29, ve Tobin'in Q oranı ortalama 2.95 dir. Diğer sermayedar kimliklerinde ise bu oranlar sırasıyla ortalama, 30.77, 0.06, -1.07 ve 2.39 dur. Görüleceği üzere YİS işletmeleri lehine durum söz konusudur.

Sermaye yoğunluk kriterlerine baktığımızda YİS işletmelerinin diğer sermayedar kimliklerine göre oldukça yoğun bir yapı arz ettiğini görmekteyiz. YİS işletmelerinde en büyük hissedarın (EBO) ellinde tuttuğu hisse oranı ortalama %57.61 gibi oldukça yüksektir. Yine aynı şekilde, en büyük üç hissedarın (EBO3) elinde tuttuğu hisse oranı ise ortalama %78.32 dir. Bu oranlar diğer işletmelerin sermaye yoğunluklarına göre önemli ölçüde büyüktür. Yoğunluk fazla olduğu içindir ki, halka açıklık oranı (HAO) YİS işletmelerinde ortalama %21'lerde kalmıştır. Diğer işletmelerde ise bu oran %38'lerdedir.

Kâr marjlarından brüt ve net kâr marjı YİS işletmelerinde diğer kimliklere göre daha iyi bir performans sergilemektedir.

Büyüme kriterleri içerisinde sadece net satış büyümesi YİS işletmelerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. YİS işletmeleri önceki yıllara göre ortalama %31.26 oranında net satışlarında büyüme sağlarken bu oran diğer işletmelerde ortalama %23.54 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Kaldıraç oranına baktığımızda toplam aktifler içerisinde borçların oranı YİS işletmelerinde ortalama %53.92 iken bu oranın YİS olmayan işletmelerde ortalama %69.30 olduğu görülmektedir. Tüm borçlar içerisinde kısa vadeli borçların oranını incelediğimizde ise YİS işletmelerinde kısa vadeli borçları tüm borçlarının ortalama %75.69' nu oluşturduğunu tespit etmekteyiz. Diğer işletmelerde bu oran ortalama %71.94 dür.

Yabancıların hissedar olduğu işletmelerin toplam satışları içerisinde yurt dışına yaptığı satışların oranı ortalama %18.77 dir. YİS işletmesi olmayanlarda ise bu oran %24.71 dir. Yabancılarla işbirliği yapan işletmelerin daha çok yerli pazarı hedef pazar olarak seçtiği görülmektedir.

Tablo 3.22. Yabancı Sermayedarla İşbirliği Yapan İşletmelerin (YİS) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması

Oranlar	YİS(1)	YİS(0)	t-istatistiği
EBO	57,61	43,87	7,935***
EBO3	78,32	57,32	14,868***
HAO	21,18	38,13	-12,364***
Aktiflerin Defter Değeri	3x10 ⁸	3x10 ⁸	0,279
Piyasa Değeri	3x10 ⁸	2x10 ⁸	2,409**
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	2,39	1,42	4,401***
Fiyat/Kazanç Oranı	85,65	30,77	1,653*
Fiyat/Nakit Oranı	10,74	18,63	-0,932
Hisse Başına Kâr (HBK)	2,73	0,06	5,471***
Aktiflerin Getirisi (AG)	4,29	-1,07	2,130**
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	-31,12	-4,85	-0,752
Tobin'in Q Oranı	2,95	2,39	2,287**
Likidite Oranı	1,18	1,27	-0,661
Nakit Oranı	0,40	0,52	-1,015
Brüt Kâr Marjı	23,16	21,34	1,683*
Esas Faaliyet Kâr Marjı	6,02	2,63	1,540
FVÖK Marjı	11,21	18,33	-1,068
Net Kâr Marjı	33,02	-23,17	1,878*
Aktif Büyüme	30,75	24,84	1,516
Özsermaye Büyümesi	63,90	47,16	0,934
Net Satış Büyümesi	31,36	23,54	2,438**
Kaldıraç Oranı	53,92	69,30	-1,991**
Borçlanma Oranı	-38,08	48,69	-0,559
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	29,60	24,69	0,901
Toplam Borç Büyümesi	27,29	23,27	0,742
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	36,83	115,86	-1,460
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	75,69	70,94	2,948***
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	24,30	29,05	-2,948***
Özsermaye Devir Hızı	5,06	4,30	0,493
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	18,77	24,71	-2,998***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

YİS(1), Yabancı Sermayedarla İşbirliği Yapan İşletmeleri, YİS(0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

3.5.1.2.6. Yabancıların Hâkim Ortak Olduğu İşletmeler (YAB)

Yukarıdaki başlıkta belirttiğimiz gibi yabancı hissedarlığı iki başlıkta incelenmiştir. Yukarıda anlatılan YİS işletmelerinden sonra bu başlıkta da “Yabancıların Hâkim Ortak Olduğu İşletmeler” ele alınacaktır.

Ülkemizde faaliyet gösteren yabancı sermayedarlar tek başına hakim ortak olduğu gibi kimi zaman da hakim ortaklık sıfatını yerli bir sermayedar türüyle paylaşabilmektedir. Örneğin, Ford Otosan ve Tofaş Oto Fabrikaları

AŞ' de, yabancı ortaklıklar yerli sermayedarla eşit oranda hisselerine sahiptir. Dolayısıyla, bu tür şirketlerde iki hâkim ortak bulunmaktadır. Çalışmamızda bu tür şirketler üç farklı kategorinin içerisinde yer almaktadır. Örneğin Ford Otosan AŞ, HOLD değişkeninin içerisinde yer aldığı gibi YİS ve YAB değişkeninin içerisinde de yer almaktadır.

Yıllar itibari ile yabancıların hâkim ortak olduğu işletmelerin oranı aşağıdaki tablo 3.23'te açıkça görülmektedir. Bu tabloya göre imalat sanayinde hâkim ortak yabancılar tüm sektör içerisinde %14.72'lik bir paya sahiptir. Ayrıca tablo 3.23'te YİS işletmelerinde olduğu gibi yıllar itibari ile bir artış eğilimi görülmektedir. Özellikle, 2006 yılında artış %11.40 oranında gerçekleşmiştir.

Tablo 3.23. Yabancıların Hâkim Ortak Olduğu İşletmelerin (YAB) Yıllar İtibari İle Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
YAB(1)	% 13,6	% 14,1	%14,4	% 14,9	% 16,6	%14,72
YAB (1) Değişim		3,67	2,12	3,47	11,40	
YAB (0)	% 86,4	% 85,9	% 85,6	%85,1	%83,4	%85,28
YAB (0) Değişim		%-0,57	%-0,34	%-0,58	%-1,99	

YAB (1) Yabancıların Hakim Ortak Olduğu İşletmeleri, YAB(0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

YAB işletmelerinin diğer sermayedar kimliklerinden ayrıldığı özellikler aşağıdaki tablo 3.24'te açıklanmıştır. Tabloda göze çarpan ilk nokta YAB işletmelerinin bir önceki başlıkta incelenen YİS işletmeleri ile benzer özelliklerde diğer işletmelerden farklılık gösterdiği. Ancak, dikkatlice incelendiğinde YİS işletmelerinin üstün olduğu noktalarda YAB işletmelerinin daha da iyi performans gösterdiği tespit edilmiştir. Bunun da yabancı ortaklığında YAB ve YİS şeklinde ayrıma gitmemizin haklı bir göstergesi olduğu kanaatindeyiz.

Tablo 3.24. Yabancıların Hâkim Ortak Olduğu İşletmelerin (YAB) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması

Oranlar	YAB(1)	YAB(0)	t-istatistiği
EBO	64,27	43,99	10,049***
EBO3	84,29	58,23	15,839***
HAO	16,93	37,29	-12,624***
Aktiflerin Defter Değeri	3x10 ⁸	3x10 ⁸	0,005
Piyasa Değeri	4x10 ⁸	2x10 ⁸	2,888***
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	2,78	1,44	5,156***
Fiyat/Kazanç Oranı	123,39	29,33	2,404**
Fiyat/Nakit Oranı	12,50	17,60	-0,654
Hisse Başına Kâr (HBK)	4,01	0,09	6,870***
Aktiflerin Getirisi (AG)	5,19	-0,73	2,515**
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	-53,04	-3,50	-1,432
Tobin'in Q Oranı	3,13	2,41	2,483***
Likidite Oranı	1,45	1,22	2,054**
Nakit Oranı	0,53	0,49	0,428
Brüt Kâr Marjı	25,02	21,18	3,235***
Esas Faaliyet Kâr Marjı	6,61	2,84	22,654***
FVÖK Marjı	12,50	17,45	-1,456
Net Kâr Marjı	3,97	-20,91	1,962**
Aktif Büyüme	28,75	25,73	0,776
Özsermaye Büyümesi	67,94	48,01	0,897
Net Satış Büyümesi	30,19	24,47	1,658*
Kaldıraç Oranı	43,35	69,70	-3,973***
Borçlanma Oranı	-119,910	54,78	-0,898
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	27,28	25,54	0,311
Toplam Borç Büyümesi	27,72	24,09	0,103
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	32,40	109,31	-2,882***
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	76,66	71,21	3,155***
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	23,33	28,78	-2,863***
Özsermaye Devir Hızı	4,46	4,47	-0,009
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	18,67	24,17	-2,406**

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

YAB (1) Yabancıların Hâkim Ortak Olduğu İşletmeleri, YAB(0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

Sermaye yoğunlunu incelediğimizde YAB işletmelerinin YİS işletmelerinden bile daha yoğun olduğunu görmekteyiz. En büyük hissedarın elinde tuttuğu hisse oranı YAB işletmelerinde ortalama %64.27 diğer işletmelerde ise ortalama %44 seviyelerindedir. Aynı oran YİS işletmelerinde ise ortalama %57.61 idi. Yine aynı şekilde, EBO3 oranı YAB işletmelerinde %84.29 gibi çok yüksek, diğer işletmelerde ise ortalama %58 civarındadır. YİS işletmelerinde ise bu oran ortalama %78.32 idi. Yoğunlaşmanın çok

olduğu YAB işletmelerinde halka açıklık oranı (HAO) doğal olarak düşük çıkmaktadır. HAO oranı bu işletmelerde ortalama %16.93 seviyelerindedir.

YİS işletmelerinde olduğu gibi YAB işletmelerinin de piyasa değeri yüksektir. Ancak YAB işletmelerinin piyasa değeri YİS işletmelerinden daha büyük olmasının yanında diğer sermayedar kimliklerinden de büyüktür.

YAB işletmelerin göreceli değerlendirme kriterlerinde de önemli bir üstünlüğe sahiptir. PD/DD oranı YAB işletmelerinde ortalama 2.78 iken diğer işletmelerin bu oranı ortalama 1.44 dür. Fiyat kazanç oranı YAB işletmelerinde ortalama 123.39, diğer işletmelerde ortalama 29.33 dür. Bu oran YİS işletmelerinde ortalama 85.65 idi. Hisse başına kâr oranını incelediğimizde YAB işletmelerinde bu oran ortalama 4.01 değerini alırken diğer işletmelerde ortalama 0.09 seviyelerindedir. YİS işletmelerinin HBK oranı ise ortalama 2.73 dür. Diğer göreceli değerlendirme kriterlerinden aktiflerin getirisi ve Tobin'in Q oranı da aynı şekilde, YAB işletmelerinde diğer işletmelere göre istatistiksel olarak anlamlı ölçüde daha büyüktür.

YAB işletmelerinin likidite oranının diğer işletmelere göre biraz daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Faiz ve vergi öncesi kâr marjı dışında diğer tüm kâr marjlarında YAB işletmeleri, yukarıda olduğu gibi istatistiksel olarak anlamlı ölçüde üstünlüğünü sürdürmektedir.

Net satış büyümesi YİS işletmelerinde olduğu gibi YAB işletmelerinde de diğer işletmelere göre daha büyüktür.

Kaldıraç oranına baktığımızda YAB işletmelerinin toplam pasifleri içerisinde uzun vadeli ve kısa vadeli borçlarının toplamı ortalama %43.35 dir. Diğer işletmelerin kaldıraç oranı ise ortalama %69.70 dir. Kısa vadeli borçların oranı YAB işletmelerinde ortalama %76.66, diğer işletmelerde ise ortalama %71.21 dir. Ayrıca kısa vadeli borç / net satış oranı incelendiğinde YAB işletmeleri net satışlarının kısa vadeli borçlarının 3.08 katı civarında

olduğu görülmektedir. Ancak, diğer sermayedar kimliklerinin net satışları kısa vadeli borçlarını karşılamaya bile yetmemektedir.

Toplam satışlar içerisinde yurt dışı satışları oranı YİS işletmelerinde olduğu gibi YAB işletmelerinde de diğer sermaye kimliklerine göre düşük seviyededir. Bu oran YAB işletmelerinde ortalama %18.67 iken diğer işletmelerde ortalama %24.17 dir.

3.5.1.2.7. Devletin Ortağı Olduğu İşletmeler (KİT)

1990' lı yıllarda ivme kazanan özelleştirme çalışmaları sonucunda Devlet artık sahibi olduğu işletmelerde ortaklığını azaltmaya başladı. Birçok kamu iktisadi teşebbüsü yavaş yavaş özel müteşebbislere devredildi. Aşağıdaki tablo 3.25'te de görüleceği üzere yıllar itibari ile bu işletmelerin sayısı azalmaktadır.

Tablo 3.25. Devletin Ortağı Olduğu İşletmelerin (KİT) Yıllar İtibari İle Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
KİT(1)	% 3	% 2,4	%1,7	% 1	% 1	%1,82
KİT (1) Değişim		%-20	%-29,16	%-41,17	%0	
KİT (0)	% 97	% 97,6	% 98,3	%99	%99	%98,18
KİT (0) Değişim		%0,61	%0,71	%0,71	%0	

KİT (1) Devletin Ortak Olduğu İşletmeleri, KİT(0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

KİT değişkeninde devletin ortak olduğu işletmelerin oranı yukarıdaki tablo 3.25'te görüleceği üzere %1.82 gibi küçük bir oranı temsil etmektedir. Buradan, kamu mülkiyetinin her geçen dönem küreselleşme ve ekonomik serbestleşmeyle birlikte giderek azalmakta olduğu söylenebilir. Bununla birlikte, birçok özelliği ile KİT işletmeleri diğer sermayedar kimliklerinden ayrılmaktadır. Bu farklılıklar aşağıdaki tablo 3.26'da ayrıntısı ile gösterilmiştir.

Tablo 3.26. Devletin Ortak Olduğu İşletmelerin (KİT) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması

Oranlar	KİT(1)	KİT(0)	t-istatistiği
EBO	57,03	46,82	2,206**
EBO3	60,61	62,09	-0,331
HAO	47,27	34,10	2,606***
Aktiflerin Defter Değeri	2x10 ⁹	3x10 ⁸	6,460***
Piyasa Değeri	1x10 ⁹	2x10 ⁸	4,672***
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	1,31	1,64	-1,639
Fiyat/Kazanç Oranı	14,81	43,61	-2,012**
Fiyat/Nakit Oranı	7,25	16,98	-1,443
Hisse Başına Kâr (HBK)	0,95	0,66	0,4123
Aktiflerin Getirisi (AG)	-1,28	0,15	-0,350
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	-7,46	-10,83	0,213
Tobin'in Q Oranı	2,60	2,51	0,322
Likidite Oranı	0,62	1,26	-5,727***
Nakit Oranı	0,23	0,50	-2,958***
Brüt Kâr Marjı	16,54	21,83	-2,166**
Esas Faaliyet Kâr Marjı	-0,43	3,46	-1,081
FVÖK Marjı	6,43	16,86	-2,442**
Net Kâr Marjı	-13,11	-17,30	0,261
Aktif Büyüme	29,20	26,13	0,699
Özsermaye Büyümesi	57,51	50,84	0,383
Net Satış Büyümesi	26,16	25,30	00,120
Kaldıraç Oranı	45,97	66,13	-2,759***
Borçlanma Oranı	104,90	27,91	00,965
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	40,21	25,57	00,503
Toplam Borç Büyümesi	24,04	24,18	-0,007
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	73,49	98,37	-0,754
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	74,25	71,98	0,622
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	25,74	28,01	-0,622
Özsermaye Devir Hızı	2,02	4,51	-2,389**
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	10,81	23,56	-3,737***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

KİT (1) Devletin Ortak Olduğu İşletmeleri, KİT (0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

Sermaye yoğunluğuna baktığımızda KİT işletmelerinde en büyük hissedarın (EBO) ellinde tuttuğu hisse oranının yüksek olduğunu görmekteyiz. Bu oran KİT işletmelerinde ortalama %57.03 iken diğer işletmelerde ortalama %46.82 dir. Ancak bu farklılık EBO3 değişkeninde görülmemektedir. Diğer taraftan, halka açıklık oranının KİT işletmelerinde daha fazla olduğu göze çarpmaktadır. Bu oran KİT işletmelerinde ortalama %47.27 seviyelerinde iken diğer işletmelerde ortalama %34.10 dur.

Gerek aktiflerin defter değeri ve gerekse de piyasa değeri KİT işletmelerinde diğer işletmelere kıyasla oldukça büyüktür.

Göreceli değerlendirme kriterleri açısından bir tek fiyat kazanç oranı istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığa sahiptir. Bu oran devletin ortak olduğu işletmelerde diğer işletmelere kıyasla küçüktür. KİT işletmelerinde fiyat kazanç oranı ortalama 14.81 iken diğer işletmelerde ortalama 43.61 seviyelerindedir.

Likidite ve nakit oranlarını kıyasladığımızda KİT işletmelerin oranları diğer işletmelere göre düşük seviyededir. Bu oranlar KİT işletmelerinde sırasıyla ortalama 0.62 ve 0.23 iken diğer işletmelerde ortalama 1.26 ve 0.50 dir.

Kâr marjları açısından da diğer işletmelerin üstünlüğü söz konusudur. Brüt ve FVÖK marjı KİT işletmelerinde daha küçüktür.

İstatistiksel olarak anlamlı farklılığın olduğu bir diğer oran ise kaldıraç oranıdır. KİT işletmelerinin bu oranı ortalama %45.97 iken diğer işletmelerin ortalama %66.13 tür.

Özsermaye devir hızı KİT işletmelerinde ortalama 2.02 iken bu oran diğer işletmelerde ortalama 4.51 gibi daha yüksektir.

KİT işletmelerinin toplam satışları içerisinde yurt dışı satışlarının oranı ortalama %10.81 gibi düşük bir orandır. Diğer işletmelerde bu oran ortalama %23.56 dır. KİT işletmelerinin asıl fonksiyonunun özel müteşebbisin yatırım yapmadığı alanlarda faaliyette bulunmak olduğu düşünülürse aslında bu oran küçümsenmemelidir.

3.5.1.2.8. Hâkim Ortağın Olmadığı Dağınık İşletmeler (DAĞ)

Sermaye yoğunluğu olmayan işletmelerde hâkim ortak diye bir kavram da olmayacaktır. Bazı işletmelerde ortaklar tek başlarına veya birkaç ortakla

birlikte yönetimi kontrol altında tutabilecek hisse oranına sahip olmayabilir. Bu tür işletmelere “dağınık işletmeler” denilmektedir. Hissedar profili çok geniştir ve hiçbir hissedarın tek başına yönetimi etkileyecek gücü yoktur. Yönetim, uzlaşma sonrası çoğunluğun istediği doğrultuda şekillenmektedir.

Çalışmamızda dağınık işletmeleri DAĞ değişkeni temsil etmektedir. Bu değişkeni oluşturan işletmelerin en önemli özelliği yukarıda açıklandığı üzere hâkim ortak sıfatına sahip hissedarların olmayışıdır. Ayrıca bu işletmelerin İMKB’ deki şirket yıllıklarında diğer işletmelere nazaran oldukça fazla sayıda küçük hissedarlara sahip olduklarını görmekteyiz. Hiçbir aile ve/veya holding şirkette hâkim ortak konumunda değildir.

Aşağıdaki tablo 3.27’yi incelediğimizde dağınık işletmelerin oranının imalat sanayinde çok da fazla olmadığını görmekteyiz. Sektörde ortalama %5.08 şirkette şirketin yönetimini şekillendirebilecek hâkim ortak yoktur. Diğer bir deyişle, 100 işletmenin 5’inde demokratik yollardan seçilen yönetim iş başındadır.

Tablo 3.27. Dağınık İşletmelerin (DAĞ) Yıllar İtibari İle Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
DAĞ(1)	% 4,7	% 5,3	%5,2	% 5,1	% 5,1	%5,08
DAĞ (1) Değişim		%12,76	%-1,88	%-1,92	%0	
DAĞ (0)	% 95,3	% 94,7	% 94,8	% 94,9	% 94,9	%94,92
DAĞ (0) Değişim		%-0,62	%0,10	%0,10	%0	

DAĞ (1) Dağınık İşletmeleri, DAĞ(0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

Dağınık işletmelerin diğer işletmelerden ayrıldığı özellikler aşağıdaki tablo 3.28’de açıklanmıştır. Buna göre ilk beklenen farklılık sermaye yoğunluğu değişkenlerinde görülmektedir. EBO ve EBO3 diğer işletmelerin aynı oranları ile kıyaslandığında oldukça farklıdır. Dağınık işletmelerin EBO ve EBO3 oranları sırasıyla ortalama %13.26 ve %24.30 dur. Diğer işletmelerde ise bu oranlar ortalama %48.82 ve %64.13 dür. Görüleceği üzere dağınık işletmeler tanımı gereği sermaye yoğun işletmeler değildir. Diğer taraftan HAO oranı ise dağınık işletmelerde %51.86 gibi yüksek

seviyelerdedir. Halka açıklık oranı tüm sermayedar kimlikleri içerisinde sadece dağınık işletmelerde %50'nin üzerindedir.

Tablo 3.28. Dağınık İşletmelerin (DAĞ) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması

Oranlar	DAG(1)	DAG(0)	t-istatistiği
EBO	13,26	48,82	-11,159***
EBO3	24,30	64,13	-14,958***
HAO	51,86	33,34	6,767***
Aktiflerin Defter Değeri	1x10 ⁸	3x10 ⁸	-1,561
Piyasa Değeri	9x10 ⁷	3x10 ⁸	-1,655*
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	1,25	1,66	-2,304**
Fiyat/Kazanç Oranı	17,88	44,55	-1,793*
Fiyat/Nakit Oranı	7,70	17,35	-1,394
Hisse Başına Kâr (HBK)	0,16	0,69	-2,174**
Aktiflerin Getirisi (AG)	-0,94	0,19	-0,361
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	-71,01	7,50	-0,848
Tobin'in Q Oranı	2,56	2,51	0,066
Likidite Oranı	0,83	1,27	-1,605
Nakit Oranı	0,28	0,50	-1,082
Brüt Kâr Marjı	13,02	22,23	-4,971***
Esas Faaliyet Kâr Marjı	0,88	3,53	-1,266
FVÖK Marjı	7,77	17,21	-2,759***
Net Kâr Marjı	-4,87	-17,92	1,098
Aktif Büyüme	19,31	26,55	-1,794*
Özsermaye Büyümesi	57,07	50,60	0,173
Net Satış Büyümesi	23,33	25,42	-0,321
Kaldıraç Oranı	47,94	66,80	-2,853***
Borçlanma Oranı	-63,15	34,13	-0,519
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	23,52	25,92	-0,251
Toplam Borç Büyümesi	19,06	24,46	-0,829
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	36,55	101,34	-2,650***
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	71,19	72,06	-0,277
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	28,80	27,93	0,277
Özsermaye Devir Hızı	3,58	4,52	-0,657
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	38,53	22,53	3,663***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. DAĞ (1) Dağınık İşletmeleri, DAĞ (0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

Dağınık işletmeler piyasa değeri açısından diğer işletmelerle kıyaslandığında düşüktür. Bu düşüklük PD/DD oranında da kendini göstermektedir. Bu oran dağınık işletmelerde ortalama 1.25 iken diğer işletmelerde ortalama 1.66 seviyelerindedir. Bunun yanında diğer göreceli değerlendirme kriterlerinden fiyat kazanç ve hisse başına kâr oranında da aynı

durum söz konusudur. Dağılık olmayan işletmeler dağılık işletmelere göre göreceli üstünlüğe sahiptir.

Kâr marjlarını incelediğimizde brüt ve FVÖK marjının dağılık işletmelerde diğer işletmelere göre düşük olduğunu görmekteyiz.

Büyüme kriterleri açısından ise bir tek aktif büyüme oranında istatistiksel olarak anlamlı farklılık vardır. Ancak, bu oranda dağılık olmayan işletmelerin üstünlüğü söz konusudur.

Dağılık işletmelerin kaldıraç oranı ortalama %47.94, diğer işletmelerin ise ortalama %66.80 dir. Kısa vadeli borç/net satışlar oranına baktığımızda ise dağılık işletmelerin net satışlarının kısa vadeli borçlarının 2.74 katı olduğunu görmekteyiz.

Dağılık işletmelerin toplam satışları içersinde yurt dışı satışları diğer işletmelere göre fazladır. Bu oran dağılık işletmelerde ortalama %33.58 iken diğer işletmelerde ortalama %22.53 tür.

3.5.1.2.9. Yöneticilerin Ortaklığı Bulunduğu Yönetici Sahipliği İşletmeler (YON)

Hissedarlar yöneticileri teşvik etmek amacıyla bazı işletmelerde yöneticileri çalışan konumundan aynı zamanda hissedar konumuna getirebilmektedir. Yöneticilerin çalıştığı şirkette sahip olduğu hisse oranı işletmelere göre değişebilmektedir. Kimi işletmelerde bu oran çok düşük, kimi işletmelerde ise yüksek olabilmektedir.

Aile işletmelerinde özellikle aile bireyleri hâkim ortak olduğu gibi yönetici de olabilmektedir. Ancak, bu işletmelerde hâkim ortak olan yöneticiler genellikle şirket performansını arttırmak, diğer bir deyişle teşvik unsuru olsun diye yönetici olmamaktadır. Genellikle, şirket kontrolünü elinden bırakmamak amacıyla veya temsil maliyetlerine katlanmamak için yönetici olmayı tercih etmektedirler.

Çalışmamızda yönetici sahipliğini YON değişkeni altında inceleyeceğiz. Bu değişkeni oluştururken belli bir hisseye sahip olan yöneticilerin sahip olduğu işletmeler alınmamıştır. Hisse oranı gözetmeksizin şirketlerin genel müdürlerinin aynı zamanda hissedar olduğu işletmeler YON değişkeni içerisinde yer almıştır. Hisse oranı ne olursa olsun genel müdürler çalıştığı işletmede hissedar ise bu işletmeler yönetici sahipliği olan işletmeler olarak tanımlanmıştır.

Aşağıdaki tablo 3.29 incelendiğinde imalat sanayinde her dört işletmeden birinin yöneticilerin ortaklığı bulunduğu işletmeler olduğu göze çarpmaktadır.

Tablo 3.29. Yöneticilerin Ortaklığı Bulunduğu İşletmelerin(YON) Yıllar İtibari İle Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama
Firma Sayısı	169	170	174	175	175	
YON (1)	23,7%	% 25,3	%27,6	% 25,1	% 24,6	%25,26
YON (1) Değişim		%6,7	%9	%-9	%-1,9	
YON(0)	% 76,3	% 74,7	% 72,4	% 74,9	% 75,3	%74,74
YON (0) Değişim		-2	-3	+3,5	+0,5	

YON (1)Yöneticilerin Ortaklığı Bulunduğu İşletmeleri, YON (0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

Yöneticilerin ortaklığı bulunduğu işletmelerin diğer işletmelerden ayrıldığı özellikler aşağıdaki tabloda belirtilmektedir. Görüleceği üzere iki grup işletme arasında diğer sermayedar kimliklerinde olduğu gibi çok fazla farklılıklar bulunmamaktadır. Ayrılan konuların başında sermaye yoğunluğu kriterleri gelmektedir. Yöneticilerin ortak olduğu işletmelerde en büyük hissedarın elinde tuttuğu hisse oranı ortalama %39.81 dir. Bu oran diğer işletmelerde %49.38 seviyesindedir. Yine aynı şekilde, EBO3 oranı da bu işletmelerde daha düşüktür. EBO3 YON işletmelerinde ortalama %55.52 iken diğer sermayedar türlerinde %64.26 dır.

Aktiflerin defter değeri ve piyasa değeri yöneticilerin ortak olduğu işletmelerde daha azdır. Ancak fiyat nakit oranı diğer işletmelere göre bu işletmelerde daha büyüktür.

Yukarıda da değinildiği gibi birçok özellik farklı olmasına rağmen bu farklılık istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla bağımsız t testine göre yönetici sahipliği ile diğer sermayedar türleri arasında büyük farklılıklar görülmemektedir.

Tablo 3.30. Yöneticilerin Ortaklığı Bulunduğu İşletmelerin (YON) Diğer Sermayedar Kimliklerle Karşılaştırması

Oranlar	YON(1)	YON(0)	t-istatistiği
EBO	39,81	49,38	-5,585***
EBO3	55,52	64,26	-5,821***
HAO	39,81	32,44	5,214***
Aktiflerin Defter Değeri	2x10 ⁸	4x10 ⁸	-3205***
Piyasa Değeri	1x10 ⁸	3x10 ⁸	-3,804***
Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)	1,62	1,64	-0,112
Fiyat/Kazanç Oranı	23,51	49,78	-0,820
Fiyat/Nakit Oranı	37,19	9,99	1,822*
Hisse Başına Kâr (HBK)	0,60	0,68	-0,165
Aktiflerin Getirisi (AG)	1,91	-0,46	0,564
Özsermayenin Getirisi (ÖG)	21,76	-21,74	1,203
Tobin'in Q Oranı	2,23	2,61	-1,337
Likidite Oranı	1,21	1,26	-0,438
Nakit Oranı	0,41	0,52	-1,339
Brüt Kâr Marjı	21,48	21,84	-0,322
Esas Faaliyet Kâr Marjı	4,17	3,14	0,487
FVÖK Marjı	11,93	18,33	-0,996
Net Kâr Marjı	-3,59	-21,82	1,214
Aktif Büyüme	24,38	26,78	-0,703
Özsermaye Büyümesi	53,20	50,18	0,221
Net Satış Büyümesi	27,76	24,50	0,915
Kaldıraç Oranı	57,92	68,48	-0,855
Borçlanma Oranı	-74,97	64,11	-0,791
Kısa Vadeli Borç Büyümesi	22,99	26,74	-0,760
Toplam Borç Büyümesi	21,41	25,11	-0,863
Kısa Vadeli Borç/Net Satışlar	58,88	111,17	-1,555
Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç	73,89	71,38	1,640
Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç	26,10	28,61	-1,640
Özsermaye Devir Hızı	6,61	3,75	0,916
Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar	22,49	23,66	-0,619

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. YON (1) Yöneticilerin Ortaklığı Bulunduğu İşletmeleri, YON (0) diğer sermayedar kimliklerini ifade etmektedir.

3.5.1.3. Kontrol Değişkenleri

Kontrol değişkenleri olarak çalışmamızda “firma büyüklüğü” (BUYK) ve kaldıraç (KALD) oranı kullanılmıştır. Bu değişkenleri kullanmamızdaki amaç,

aşağıdaki tablo 3.31’de görüleceği üzere, kontrol değişkenleri olarak literatürde çok sık kullanılmasıdır. Özellikle sermaye sahipliği konusunda bu değişkenler çok yaygın bir kullanım alanına sahiptir.

Tablo 3.31. Kontrol Değişkeni Olarak Firma Büyüklüğü ve Kaldıraç Oranının Kullanıldığı Sermaye Sahipliği Çalışmaları

Çalışmalar	Firma Büyüklüğü	Kaldıraç Oranı
Demsetz ve Lehn (1985)	Evet (Adi Hisse Senetlerinin Piyasa Değerinin Beş Yıllık Ortalaması/ Aktiflerin Defter Değeri)	Hayır
Morck, Shleifer ve Vishny (1988)	Evet (Aktiflerin Yerine Koyma Maliyeti)	Evet (Uzun Vadeli Borçların Piyasa Değeri / Aktiflerin Yerine Koyma Maliyeti)
McConel ve Servaes (1990)	Evet (Aktiflerin Yerine Koyma Maliyeti)	Evet (Borç / Varlıkların Yerine Koyma Maliyeti)
Hermalin ve Weisbach (1991)	Evet (Varlıkların Yerine Koyma Maliyetinin Doğal Logaritması)	Hayır
Loderer ve Martin (1997)	Evet (Satışların Doğal Logaritması)	Hayır
Craswell, Taylor ve Saywell (1997)	Evet (Varlıkların Defter Değerinin Doğal Logaritması)	Evet (Borçların Defter değeri / Varlıkların Defter Değeri)
Cho (1998)	Evet (Varlıkların Yerine Koyma Maliyetinin Doğal Logaritması)	Evet (Uzun Vadeli Borçların Piyasa Değeri / Varlıkların Yerine Koyma Maliyeti)
Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999)	Evet (Satışların Doğal Logaritması) ve (Satışların Doğal Logaritmasının Karesi)	Hayır
Holderness, Kroszner ve Sheehan (1999)	Evet (Toplam Varlıklar)	Evet (Borç/Varlıklar)
Demsetz ve Villalonga (2001)	Evet (Varlıkların Beş Yıllık Defter Değerinin Ortalaması)	Evet (Borçların Beş Yıllık Ortalaması / Varlıkların Defter Değeri)

Kaynak: Welch (2003: 292)

İMKB üzerine olan çalışmalarda ise “firma büyüklüğü” ve “kaldıraç” oranını kullanan çalışmalar aşağıdaki tablo 3.32’de gösterilmektedir.

Tablo 3.32. Kontrol Değişkeni Olarak Firma Büyüklüğü ve Kaldıraç Oranının Kullanıldığı İMKB Üzerine Yapılan Çalışmalar

Çalışma	Firma Büyüklüğü	Kaldıraç
Önder (2000)	Evet (Piyasa Değeri ve Toplam Varlıkların Logaritması)	Hayır
Gençtürk (2004)	Evet (Piyasa Değeri ve Toplam Varlıkların Logaritması)	Hayır
Gürsoy (2001)	Evet (Toplam Varlıkların Logaritması)	Evet (Borçlar / Toplam Varlıklar)
Karakaya (2004)	Evet (Net Satışların Logaritması)	Evet (Toplam Borçlardan eksi hazır ve serbest menkul değerler / Toplam Varlıklar)
Yurtoğlu (2003)	Evet (Satışların Doğal Logaritması)	Hayır

Çalışmamızda kontrol değişkeni olarak yukarıdaki çalışmalar gibi “firma büyüklüğü” ve “kaldıraç” oranları kullanılmıştır. Satışların doğal logaritması firma büyüklüğünü, kısa vadeli ve uzun vadeli borçların defter değeri toplamının aktiflerin defter değeri toplamına bölünmesi ise kaldıraç oranını temsil etmektedir.

$$\text{Firma Büyüklüğü} = \ln(\text{Net Satış})$$

$$\text{Kaldıraç} = \frac{\text{Kısa ve Uzun Vadeli Borçların Defter Değeri}}{\text{Aktiflerin Defter Değeri}}$$

Aşağıdaki tablo 3.33’te kontrol değişkenleri ile firma değeri değişkenleri arasındaki korelasyon görülmektedir. Her iki grup değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Bu anlamlı ilişki çalışmada kullanılan panel veri analizi için önemli bir kriterdir.

Tablo 3.33. Kontrol Değişkenlerinin Karşılıklı Korelasyon Analizi

Değişkenler	Firma Büyüklüğü	Kaldıraç
HBK	0.1473 (0.000)***	-0.3025 (0.000)***
TOBQ	0.1005 (0.003)***	0.0725 (0.035)**
F/K	-0.1454 (0.000)***	-0.0227 (0.511)
F/N	-0.1015 (0.003)***	-0.1178 (0.000)***
PD/DD	0.2154 (0.000)***	-0.4066 (0.000)***
AG	0.3965 (0.000)***	-0.4782 (0.000)***
ÖG	0.1661 (0.000)***	-0.2049 (0.000)***

Not: ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

3.5.1.4. Değer Değişkenleri

Firma amacının hissedar değerinin maksimum kılınması olarak tanımlanması finansal performansın ölçülmesinde değer kavramını çok önemli bir yere getirmiştir. 1990'lı yıllarda firmaların stratejilerini, yapılarını, yöntemlerini, yöneticilerin ödüllendirilme şekillerini belirleyen ve performansın izlenmesinde kullanılacak ölçütleri gösteren değere dayalı yöntem anlayışı ortaya konulmuştur. İşletme başarısını ölçen değişik performans ölçütleri bulunmasına rağmen genelde çoğunun değer kadar kapsamlı olmadığı görülmektedir (Ercan v.d., 2006: 1-2).

Firmanın değerlemesi yapılırken birçok veriden yararlanılmaktadır. Şüphesiz en önemli bilgiler firmanın kendine ait verileridir. Çalışmamızda bu verilerin niteliğine göre firmanın değer bilgileri iki kategoride incelenecektir. Tarihi verilere dayalı olan değerlendirme değişkenleri “muhasabe temelli değer değişkenleri”, pazarda oluşan verilerinin hâkim olduğu değerlendirme değişkenleri ise “piyasa temelli değer değişkenleri” başlığı altında açıklanmaya çalışılacaktır.

Muhasebe temelli değerlemede kullanılacak olan oranlar şunlardır: Aktiflerin getirisi (AG) özsermayenin getirisi (ÖG) ve hisse başına kâr (HBK).

Piyasa temelli değerlemede kullanılacak oranlar ise şu oranlardan oluşmaktadır: Tobin'in Q'su (TOBQ), piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD), fiyat kazanç oranı (F/K) ve fiyat nakit akışı oranı (F/N).

3.5.1.4.1. Muhasebe Temelli Değer Değişkenleri

Muhasebe temelli değer değişkenleri bilanço ve gelir tablosundaki veriler ışığında oluşturulmaktadır. Geçmiş bilgileri yansıtır. Bu oranlar, finansal tablolarda yer alan kalemler arasında çeşitli açılardan oransal bağlantılar kurulmak suretiyle hesaplanmaktadır. Başka bir anlatımla oran, iki kalem arasındaki ilişkinin basit matematiksel ifadesidir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 640).

Muhasebe temelli değer değişkenleri aktiflerin getirisi (AG), özsermayenin getirisi (ÖG) ve hisse başına kâr oranlarından oluşmaktadır.

Aktiflerin getirisi (AG), işletmeye yatırılan öz ve yabancı kaynakların getirisini ölçmede kullanılan önemli bir orandır. Toplam kaynakların ne ölçüde kârlı kullanıldığını göstermektedir. Çalışmamızda AG aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$AG = \frac{\text{Net Dönem Kar}}{\text{Toplam Akt}}$$

İşletmenin özsermayesini verimlendirme derecesini gösteren özsermayesinin getirisi (ÖG) oranı, net kârın özsermayeye bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

$$ÖG = \frac{\text{Net Dönem Kar}}{\text{Özsermaye}}$$

ÖG, işletme ortakları tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen kâr payını göstermektedir. İşletmenin yönetimindeki başarı derecesi ile kârlılık durumunun analizinde önemli bir orandır.

Net kârdan hissesi payına düşen kârı gösteren hisse başına kâr (HBK) oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$HBK = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Hisse Sayı}}$$

3.5.1.4.2. Piyasa Temelli Değer Değişkenleri

Tarihi verilere dayalı analizler firmanın gelecek potansiyelini değerlendirme noktasında yetersiz kalabilmektedir. Piyasada oluşan fiyatlar sadece tarihi verilerden kaynaklanmamaktadır. Beklenti önceden satın alındığı için piyasa göstergeleri gelecekte olması muhtemel duruma ışık tutmaktadır.

Piyasa temelli değer değişkenleri, birbirine benzeyen aktiflerin piyasa tarafından değerlendirme anında nasıl fiyatlandırıldığı göreceli ilişkisi içinde ucuz ya da pahalı aktiflerin bulunması olarak nitelendirilebilir.

Çalışmamızda piyasa temelli değer değişkenleri olarak Tobin'in Q'su, piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD), fiyat kazanç oranı (F/K) ve fiyat nakit akışı oranı (F/N) kullanılacaktır.

Birçok çalışmada Tobin'in q'su oranının şirket değeri ölçütü olduğu konusunda genel bir kabul oluşmuştur. McConnel ve Servaes (1990), Morck, Shleifer ve Vishny (1988); Tobin q oranını firma değerinin göstergesi olarak kullanmışlardır.

Tobin'in q oranı; firma varlıklarının piyasa değerinin, bu varlıkların yenileme değerine bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır. Piyasa değeri/defter

değeri oranına benzemesine rağmen aralarında farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin Tobin'in q oranının payı yalnızca firmanın adi hisse senetlerinin değerini değil, borcunun ve özsermayesinin değerini de dikkate almaktadır. Paydada ise, firmanın bütün varlıkları ele alınmakta olup, bu varlıkların değeri defter değerlerine göre değil, yenileme değerlerine göre belirlenmektedir (Ercan v.d., 2006: 66-67). Ancak, varlıkların yenileme değerlerinin belirlemek çok zor olacağı için bu çalışmada Canbaş v.d.'nin (2004) Chung ve Pruitt'ten aktardığı yaklaşık Tobin'in q oranı kullanılacaktır. Yazarlar, yaklaşık oranın Tobin'in Q oranı ile oldukça yüksek oranda uyumlu olduğunu ifade etmektedirler. Yaklaşık Tobin'in Q oranı şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Tobin'in Q oranı} = \frac{\text{Özsermayenin Piyasa Değeri} + \text{KVYK}}{\text{Aktiflerin Defter Değeri}}$$

KVYK=Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

UVYK=Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

Tobin q oranının 1'den büyük olması, firmanın kıt kaynakları etkin kullandığının bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Öte yandan bu oranın 1'in altında olması, kaynaklardan etkin bir biçimde yararlanılamadığını göstermektedir.

Piyasa değeri / defter değeri (PD/DD) oranı, bir şirketin özsermayesinin piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Ampirik çalışmalarda düşük ve özellikle birin altında PD/DD oranına sahip hisse senetlerine yatırım yapıldığında normalin üzerinde getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır (Karan, 2001: 359). Çalışmamızda PD/DD oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

$$\text{PD/DD} = \frac{\text{Özsermayenin Piyasa Değeri}}{\text{Özsermayenin Defter Değeri}}$$

Değerlemede en yaygın kullanılan oranlardan bir tanesi de Fiyat/Kazanç (F/K) oranıdır. Bu oranın çok fazla kullanılmasının nedeni olarak; hesaplanmasının basit olması, bütün şirketler için uygulanabilirliği (eğer şirketin net kârı varsa) ve şirketleri çok kolay bir şekilde kıyaslamaya olanak sağlaması, gösterilebilir (İvgen, 2003: 121). Çalışmamızda F/K oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

$$F/K = \frac{\text{Özsermayenin Piyasa D}}{\text{Dört Çeyreğin Net Kârı Ort}}$$

Son piyasa temelli değer değişkeni Fiyat / Nakit (F/N) oranıdır. Fiyat / Nakit oranı, F/K oranına alternatif olarak geliştirilmiş yöntemlerden birisidir. Şirketler arasında amortisman uygulamaları farklıdır. Amortisman oranlarının farklı olması nedeniyle net kâr yaklaşımı ile nakit akımı yaklaşımının birlikte analize dahil edilmesi sonuçların kıyaslanması açısından daha sağlıklı bir bakış açısı olacaktır (İvgen, 2003: 124). Çalışmamızda F/N oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

$$F/N = \frac{\text{Özsermayenin Piyasa Değeri}}{\text{Dört Çeyreğin Etkinleşen Net Kârı+Amortisman ve Tüklenme Payları Ort}}$$

3.6 MODELİN ÇÖZÜMLENMESİ VE SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

Çalışmamızda aşağıdaki iki hipotezimizi test etmek için iki model kurulmuştur:

***Hipotez 1:** Firma değeri “sermaye yoğunluğunun” bir fonksiyonudur. Dolayısıyla sermaye yoğunluğunun artması firma değerinin de artmasına neden olmaktadır.*

Firma Değeri: (Büyükölük , Kaldıraç , Sermaye Yoğunluğu

Hipotez 2: Farklı “sermayedar kimlikleri” kendine özgü farklı güdülere sahiptir. Bu güdüler de firma değerini etkilemektedir.

Firma Değeri: (Büyükölük , Kaldıraç , Sermayedar Kimliğı

Sermaye yoğunluğunun firma değerini etkilediğı hipotezi (H1) kontrol değişkenlerinin de yardımıyla aşağıdaki çok değişkenli regresyon modeli ile açıklanmaya çalışılacaktır:

$$DEGER = + KALD + BUYK + YOG + (1)$$

Modelde “i” şirketleri, “t” zamanı ve “ ” değişkenlerin katsayılarını ve “ ” de hata terimini ifade etmektedir.

Firmanın değerlemesi yapılırken birçok veriden yararlanılmaktadır. Şüphesiz en önemli bilgiler firmanın kendine ait verileridir. Çalışmamızda bu verilerin niteliğine göre firmanın değer (DEGER) bilgileri iki kategoride incelenecektir. Tarihi verilere dayalı olan değerlendirme değişkenleri “Muhasebe Temelli Değer Değişkenleri”, pazarda oluşan verilerinin hakim olduğı değerlendirme değişkenleri ise “Piyasa Temelli Değer Değişkenleri” başlığı altında açıklanmaya çalışılacaktır.

Muhasebe temelli değerlemede kullanılacak olan oranlar şunlardır: Aktiflerin getirisi (AG) özsermayenin getirisi (ÖG) ve hisse başına kâr (HBK).

Piyasa temelli değerlemede kullanılacak oranlar ise şu oranlardan oluşmaktadır: Tobin’in Q’su (TOBQ), piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD), fiyat kazanç oranı (F/K) ve fiyat nakit akışı oranı (F/N).

Yine aynı şekilde, brüt satışlar büyüklük (BUYK) ve toplam borçların toplam varlıklara oranı olan kaldıraç (KALD) kontrol değişkenlerinin de doğal logaritması alınarak modelde yerini almıştır.

Sermaye yoğunluğu (YOG) bağımsız değişkenleri, en büyük ortağın sahip olduğu pay (EBO), en büyük üç hissedarın payı (EBO3) ve halka açıklık oranından (HAO) oluşmaktadır.

$$DEĞER = + KALD + BÜYK + KİM + \quad (2)$$

İkinci hipotezimiz olan “sermayedar kimliği (KİM) firma değerini etkilemektedir” modelindeki KİM değişkeni;

- Aile sahipliği şirketleri (AİLE),
- Bir holdinge veya gruba bağlı işletmeler (HOLD),
- Aile ve holdinge bağlı işletmeler birlikteliği (AHOB),
- Herhangi bir aileye, holdinge veya gruba bağlı olmayan bağımsız işletmeler (BSİR),
- Yabancı sermayedarla işbirliği yapan işletmeler (YİS),
- Yabancıların hâkim ortak olduğu işletmeler (YAB),
- Devletin ortağı olduğu işletmeler (KİT),
- Hâkim ortağın olmadığı dağınık işletmeler (DAĞ) ve
- Yöneticilerin ortaklığı bulunduğu yönetici sahipliği işletmeler (YÖN) toplam dokuz değişkenden oluşmaktadır.

3.6.1. Sermaye Sahipliği ve Değer İlişkisi

Sermaye sahipliği, sermaye yoğunluğu (YOG) ve sermayedar kimliklerinden (KİM) oluşmaktadır. Sermaye sahipliğinin değerle (DEGER) olan ilişkisinde muhasebe ve piyasa temelli değer ölçütleri esas alınacaktır.

3.6.1.1. Sermaye Sahipliği ve Muhasebe Temelli Değerleme

Bu başlık altında sermaye sahipliği ve muhasebe temelli değerlendirme ilişkisi incelenecektir. Sermaye yoğunluğu ve sermayedar kimlikleri, birer

muhasabe temelli değer ölçütleri olan, AG, ÖG ve HBK ile olan ilişkileri ayrıntısı ile ele alınacaktır.

3.6.1.1.1. Sermaye Yoğunluğu ve AG

Sermaye yoğunluğu değişkenleri EBO, EBO3 ve HAO' nun aktiflerin getirisi AG ile olan ilişkileri teker teker kontrol değişkenlerinin de yardımıyla analize tabi tutulmuştur. Panel veri analizi sermaye yoğunluğu ve kârlılık arasındaki ilişkiyi test etmek için kullanılmaktadır. AG bağımlı değişken, sermaye yoğunluğu EBO (1), EBO3 (2) ve HAO (3) bağımsız değişkenlerdir. Analiz sonuçlarının katsayıları, bunların t istatistikleri, R karesi ve F testi değerleri tablo 3.34' te rapor edilmektedir.

Analizin geneli incelendiğinde yüksek bir R kare değeri ve 0.01 anlamlılık düzeyinde önemli bir F testi değeri karşımıza çıkmaktadır. Bu kurulan modelin anlamlı olduğunun bir ifadesidir.

Tablo 3.34. AG ile Sermaye Yoğunluğu İlişkisi

Bağımlı Değişken AG			
Değişken	(1)	(2)	(3)
Sabit	8,798 2,89***	8,438 2,70***	12,880 3,95***
EBO	0,018 1,02		
EBO3		0,021 1,05	
HAO			-0,059 -2,60***
KALD	-8,621 -15,94***	-8,613 -15,93***	-8,571 -15,90***
BUYK	1,519 12,44***	1,509 12,22***	1,435 11,35***
R ²	0,35	0,35	0,36
F Değeri	153,09***	153,13***	156,06***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3.34 incelendiğinde kontrol değişkeni, borçların toplam varlıklara oranının (KALD) 0.01 anlamlılık düzeyinde istatistiksel açıdan önemli olduğu görülmektedir. Katsayının negatif olması KALD ve AG değişkenleri arasında ters bir ilişki olduğunu göstermektedir. Kaldıracın artması firmanın kârlılık seviyesinde azalmaya neden olmaktadır. Bu ters etki borç maliyetlerinin fazla olmasından kaynaklanabilmektedir. Yüksek enflasyon dönemlerinin alışageldik sonucu olan bu durum reel faizleri aşırı şişirebilmektedir. Tablo 3.34 deki bu ters ilişki borç maliyetinin getirinin üzerine çıktığının önemli bir göstergesidir.

Bir diğer kontrol değişkeni büyüklük (BUYK) de istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif işaretlidir. Kârlılık perspektifinden, toplam varlıklar içerisinde düşük borç seviyesine sahip büyük firmaların firma değeri açısından dahi iyi bir performans sergilediğini iddia edebiliriz. Ancak AG bir muhasebe temelli değer göstergesi olduğu için bir parça sonuçlara şüphe ile yaklaşılabilir. Çünkü, muhasebe kârı gerek enflasyondan ve gerekse de amortisman yöntemlerinden oldukça etkilenmektedir.

AG ve sermaye yoğunluğu ilişkisi incelendiğinde bir tek HAO oranının istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Diğer sermaye yoğunluğu ölçütleri istatistiksel olarak anlamsız fakat işaretleri tutarlıdır. HAO' nun işaretinin negatif olması AG ile ters bir ilişkiyi ifade etmektedir. HAO oranı arttıkça AG düşme eğilimi içerisinde olmaktadır. Bu sonuçlara göre halka açıklık oranı yüksek olan firmaların düşük AG' ya sahip olduğunu iddia edebiliriz.

Halka açıklık oranının artması yönetici hakimiyetini artıracaktır. Güç ve yetkiyi elinde toplayabilen yönetici kendi yerini sağlamlaştırabilecek zemini sağlayabilecektir. Başarısızlıktan dolayı görevine son verilme riski yaşamayan yönetici kurum çıkarlarından ziyade kendi şahsi çıkarlarını ön planda tutabilmektedir (Shleifer ve Vishny, 1986; Morck v.d., 1988; Anderson ve Reeb, 2003; Morck v.d., 2005) . Dolayısıyla halka açıklık oranının artmasıyla AG' nin azaldığını gösteren yukarıdaki sonuçlar, HAO oranı

yüksek işletmelerde yöneticilerin etkin çalışmadığının bir göstergesi niteliğindedir.

3.6.1.1.2. Sermayedar Kimliği ve AG

AG ve sermayedar kimlikleri arasındaki ilişki, kurduğumuz 2. model çerçevesinde ele alınmıştır. Sermayedar kimliği dokuz farklı şekilde analize dâhil edilmiştir. Her kimlik modelde tek başına yer almaktadır. Bundan dolayı aşağıda dokuz farklı regresyon yer almaktadır. Ayrıca KIM değişkeni bağlı olduğu sermayedar kimliğini temsil ediyorsa “1” aksi takdirde “0” değerini almaktadır. Analiz sonuçları aşağıda tablo 3.35’te rapor edilmektedir.

Tablo 3.35. AG ile Sermayedar Kimliği İlişkisi

Bağımlı Değişken AG									
Değişken	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Sabit	12,222 2,14**	8,9973 1,47	6,284 1,00	12,789 2,24**	10,814 3,16***	10,702 3,12***	10,783 3,15***	12,358 2,16**	10,499 3,06***
AİLE	2,815 0,76								
HOLD		4,1435 1,53							
AHOB			7,063 2,34**						
BSİR				-9,839 -1,67*					
YİS					1,2512 1,07				
YAB						0,3987 0,28			
KİT							-4,459 -1,28		
DAĞ								-8,640 -1,27	
YÖN									0,8499 0,80
KALD	-7,706 -6,18***	-7,3971 -5,93***	-7,450 -6,01***	-7,482 -6,03***	-8,5270 13,2***	-8,496 -13,1***	-8,506 -13,2***	-7,556 -6,09***	-8,517 -13,2***
BUYK	1,124 6,22***	1,1251 6,24***	1,131 6,29***	1,111 6,16***	1,409 10,52***	1,4230 10,6***	1,428 10,75***	1,135 6,28***	1,4306 10,7***
R ²	0,34	0,32	0,29	0,31	0,35	0,35	0,35	0,33	0,35
F Değeri	27,92***	28,58***	29,75***	28,76***	320,6***	318,5***	320,7***	28,31***	319,4***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Sermayedar kimlikleri modelindeki analizler incelendiğinde, iki sermayedar kimliğinin istatistiksel anlamda önemli olduğu görülmektedir. Bunlar, Aile ve Holding İşletmelerinin bir araya geldiği AHOB ve Bağımsız İşletmelerden oluşan BSİR değişkenleridir. AHOB değişkeninin aktiflerin kârlılığı AG ile ilişkisi pozitif ancak, BSİR değişkeninin AG ile ilişkisi negatiftir.

Analiz sonuçlarına göre ortakları arasında aile üyelerinin ve/veya holdinge bağlı işletmelerin yer aldığı firmaların aktif kârlılığının yüksek olduğunu iddia edilebiliriz. Holdingler kendilerine bağlı ortaklıkların kârlılığının yüksek olmasını arzulamaktadır. Bu ortaklıkların yönetimleri de holdinglerin atayacağı profesyonel yöneticilerden oluşmaktadır. Dolayısıyla holdinglerin atadığı yöneticilerin performansını değerlendirme noktasında AG'nin önemli bir değişken konumuna geldiği görülmektedir. AG' nin artması yöneticilerin başarılı olduğunun bir göstergesidir. Aktiflerini verimli kullanan yönetici bağlı bulunduğu holdinge ve aileye karşı görevini yerine getirmiş olmaktadır. Ancak, gerek aile şirketleri (AİLE) ve gerekse holdinge bağlı işletmeler (HOLD) tek başlarına AG ile anlamlı ilişkiye sahip değildir.

Bağımsız işletmelerin ortakları arasında aile veya holding işletmeleri yer almamaktadır. Dolayısıyla BSİR değişkeninin AG ile ilişkisinin negatif olması modelin tutarlığı açısından anlamlıdır. Ortakları arasında aile ve/veya holding olmaması aktiflerin getirisi üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Dolayısıyla bağımsız işletmelerin aktiflerini etkin kullanamadığını yukarıdaki tablo 3.35 net bir şekilde göstermektedir.

3.6.1.1.3. Sermaye Yoğunluğu ve ÖG

Sermaye yoğunluğu ve ÖG ilişkisi 1. modelle analize tabi tutulmuştur. Analiz sonuçları, tablo 3.36'da gösterilmektedir. Aşağıdaki tablo 3.36'a göre sermaye yoğunluğu değişkenlerinden hiçbirisi istatistiksel olarak ÖG ile anlamlı

bir ilişki içerisinde değildir. Model istatistiksel olarak anlamlı olmasına rağmen EBO, EBO3 ve HAO oranları ÖG üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değildir.

Aşağıdaki tablo 3.36'da sonuçlar Pedersen ve Thomsen'in (1999) çalışması ile tutarlılık göstermektedir. Avrupa'daki büyük işletmeler üzerine yaptıkları bu çalışmada ile yazarlar, sermaye yoğunluğu ile ÖG arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını iddia etmektedirler.

Tablo 3.36. ÖG ile Sermaye Yoğunluğu İlişkisi

Bağımlı Değişken ÖG			
Değişken	(1)	(2)	(3)
Sabit	17,909 0,77	23,732 1,00	8,235 0,33
EBO	-0,075 -0,55		
EBO3		-0,187 -1,18	
HAO			0,124 0,70
KALD	-23,438 -5,68***	-23,503 -5,70***	-23,543 -5,70***
BUYK	4,133 4,44***	4,288 4,55***	4,273 4,41***
R ²	0,06	0,06	0,06
F Değeri	19,11***	19,50***	19,18***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Modelde kullanılan kontrol değişkenlerinin ÖG ile ilişkisi istatistiksel olarak anlamlı ve AG ile benzer sonuçları gösterdiği söylenebilir. ÖG kaldıraç (KALD) ile negatif ancak büyüklük (BUYK) ile pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir.

3.6.1.1.4. Sermayedar Kimliği ve ÖG

Sermayedar kimlikleri ve ÖG ilişkisi 2. model'de test edilmiş ve sonuçları aşağıdaki tablo 3.37' de gösterilmektedir.

Tablo 3.37. ÖG ile Sermayedar Kimliği İlişkisi

Bağımlı Değişken ÖG									
Değişken	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Sabit	59,451 1,27	35,771 0,72	17,937 0,35	58,714 1,26	63,975 1,37	60,575 1,29	60,249 1,29	60,266 1,31	56,966 1,21
AİLE	17,116 0,56								
HOLD		30,210 1,36							
AHOB			49,236 1,99**						
BSİR				35,907 0,75					
YİS					51,892 1,94**				
YAB						-1,930 -0,05			
KİT							-15,960 -0,42		
DAĞ								-248,54 -4,55***	
YÖN									8,800 0,56
KALD	-18,649 -1,83*	-16,495 -1,62*	-16,941 -1,67*	-18,624 -1,83*	-21,520 -2,10**	-18,153 -1,79*	-17,960 -1,77*	-16,241 -1,62*	-17,853 -1,76*
BUYK	0,090 0,06	0,097 0,07	0,141 0,10	0,119 0,08	-0,094 -0,06	0,082 0,06	0,063 0,04	0,441 0,30	0,080 0,05
R ²	0,04	0,02	0,02	0,04	0,02	0,04	0,04	0,03	0,04
F Değeri	1,18	1,70	2,40*	1,26	2,34*	1,08	1,14	8,0***	1,18

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3.37’de görüleceği üzere, modelde sermayedar kimliği ve ÖG ilişkisini test eden dokuz regresyondan üçünde istatistiksel olarak anlamlılık söz konusudur. ÖG ile anlamlı ilişkiye sahip olan sermaye kimlikleri AHOB, YİS ve DAĞ değişkenleridir. Bu değişkenlerden AHOB ve YİS özsermayenin getirisi ÖG üzerinde pozitif ve 0.10 düzeyinde anlamlı, DAĞ ise negatif ve 0.01 anlamlı ilişkiye sahiptir.

ÖG oranı kârlılığın bir ölçütüdür. Bu oran hissedarların yatırdığı sermayenin getirisini ölçmekte kullanılmaktadır. Genellikle ÖG yönetimin etkinliğini ölçmekte kullanılmaktadır. Aile ve holdinge bağlı işletmeler birlikteliğinde (AHOB) çalışan üst düzey yöneticiler ya profesyonel ya da aile bireylerinden oluşmaktadır. Yukarıdaki sonuçlara göre bu yöneticilerin etkinliğinin de ortaklar tarafından ÖG kriteri ile ölçüldüğünü söyleyebiliriz.

ÖG ile pozitif ilişki içersinde olan bir diğer sermayedar kimliği ise yabancı sermayedarla işbirliği yapan işletmelerdir (YİS). Yabancı sermayedar yatırım yapmadan önce başarılı gördüğü firmalara yatırım yapmak isteyecektir. Dolayısıyla, ÖG yönetimin başarısının göstergesi olan bir oran olduğu için yabancı ortağın işletme yönetimini değerlendirmesinde yardımcı olacaktır. Yukarıdaki sonuçlar, yabancı yatırımcının sermayedar olduğu işletmede özsermaye getirisini (ÖG) önemli bir gösterge olarak kabul ettiğini işaret etmektedir. Bu durumda, şirketlerde yabancı ortağın hissesinin olması özsermayenin getirisini artırdığı iddia edilebilir.

ÖG ve dağınık sermayedara sahip olan işletmeler (DAĞ) arasındaki ilişki negatif çıkmıştır. Dağınık işletmelerin en önemli özelliği sermaye yoğunluğunun az olmasıdır. Dolayısıyla, bu işletmelerin ortakları performans ölçütü olarak ÖG oranını dikkate almadığı söylenebilir.

Hakim ortağa sahip işletmelerde yöneticinin izlenmesi ve faaliyetlerinin denetlenmesi daha etkin bir şekilde yapılmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1986). Ancak, kurumsal yönetim uygulamalarının henüz oturmadığı piyasalarda ise dağınık işletmelerin yöneticileri izleyecek etkin bir kontrol mekanizmasının henüz oluşmadığı tablo 3.37'de görülmektedir. Bu işletmelerde hakim ortakların olmayışının yöneticilerin performansını değerlendirme noktasında aksaklıklar yarattığı yukarıdaki sonuçlardan ortaya çıkmaktadır.

Kontrol değişkenlerinden bir tek kaldıraç oranı (KALD) ÖG ile anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Aralarında negatif bir ilişki mevcuttur. Bu, borçların artmasının firma kârını AG'de olduğu gibi olumsuz etkilediğini göstermektedir.

3.6.1.1.5. Sermaye Yoğunluğu ve HBK

Sermaye yoğunluğu değişkenleri EBO, EBO3 ve HAO' nun aktiflerin getirisi HBK ile olan ilişkileri tek tek kontrol değişkenlerinin de yardımıyla 1. Modelde analize tabi tutulmuştur. Aşağıdaki tablo 3.38 HBK ile sermaye yoğunluğu arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

Tablo 3.38. HBK ile Sermaye Yoğunluğu İlişkisi

Bağımlı Değişken HBK			
Değişken	(1)	(2)	(3)
Sabit	3,345 3,41***	3,075 3,04***	5,469 5,16***
EBO	0,023 4,05***		
EBO3		0,023 3,51***	
HAO			-0,023 -3,11***
KALD	-1,566 -8,97***	-1,557 -8,90***	-1,546 -8,81***
BUYK	0,122 3,11***	0,115 2,89***	0,104 2,55***
R ²	0,12	0,12	0,11
F Değeri	39,15***	37,63***	36,64***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3.38'e göre, sermaye yoğunluğu değişkenlerinin hepsi HBK ile istatistiksel olarak 0.01 düzeyinde anlamlıdır. Hisse başına kâr (HBK) bağımlı değişkeni EBO ve EBO3 ile pozitif, HAO ile negatif bir ilişki içerisindedir. Diğer bir deyişle sermaye yoğun işletmeler hisse başına kârı olumlu yönde ancak halka açıklık oranı yüksek olan işletmeler olumsuz yönde etkilemektedir.

Sermaye yoğunluğunun artması firma değerini üç açıdan olumlu etkilemektedir. Birincisi, sermaye yoğunluğunun yüksek olduğu işletmelerde firma yöneticisi aynı zamanda firmanın hakim ortağı konumunda olmaktadır. Dolayısıyla, parasal konularda yönetici ve hissedar çatışması yaşanmayacak, amaç ve uygulama farklılıkları ortadan kalkacaktır (Jensen ve Meckling,

1976). İkincisi, hâkim hissedarlar yönetim kademesinde yer almadığı zaman yöneticilerin kontrol edilmesi ve izlenmesi yeterli düzeyde sağlanamamaktadır. Dolayısıyla bu durum firma değerine olumsuz yönde yansımaktadır (Shleifer and Vishny, 1986). Üçüncüsü, sermaye yoğun işletmelerde hâkim ortaklar genellikle yönetim içerisinde yer aldıklarından karar alma hızlı gerçekleşmektedir. Ayrıca, uzun dönemli fayda sağlanacak yatırım konularında hâkim ortak-yönetici daha cesur hareket etmekte, uzun dönemli başarıları kısa dönemli başarılarla tercih etmektedir (Stein, 1989) (James,1999).

Tablo 3.38'e göre kontrol değişkenleri istatistiksel olarak 0.01 düzeyinde anlamlıdır. Kaldıraç (KALD) HBK ile ters ilişki içersindedir. Borç seviyesinin artması firma kârlılığını azaltmaktadır. Bu ters ilişki ele alınan dönemdeki faiz oranlarının yüksekliğinden kaynaklanabilir. Bu sonuçlar aynı zamanda "gagalama teorisi" ile de tutarlıdır. Teoriye göre, yöneticiler özkaynağı borçlanmaya tercih etmektedir. Kârlılıkla negatif bir ilişkinin varlığına rağmen borçlanmanın artması bu teoriyi destekler niteliktedir.

Bir diğer kontrol değişkeni büyüklük (BUYK) de istatistiksel olarak 0,01 düzeyinde anlamlı ve pozitif işaretlidir. Kârlılık perspektifinden, toplam varlıklar içerisinde düşük borç seviyesine sahip büyük firmaların firma değeri açısından dahi iyi bir performans sergilediği görülmektedir.

Kârlılıkla, kaldırıcın negatif, büyüklüğün ise pozitif ilişkisi Gürsoy (2001) ve Karakaya'nın (2004) çalışması ile birebir örtüşmektedir.

3.6.1.1.6. Sermayedar Kimliği ve HBK

Hisse başına kâr (HBK) ve sermayedar kimlikleri (KİM) arasındaki ilişki 2. model çerçevesinde panel veri analizi yöntemi ile test edilmiş olup sonuçlar aşağıdaki tablo 3.39'da gösterilmektedir.

Tablo 3.39. HBK ile Sermaye Kimlikleri İlişkisi

Bağımlı Değişken HBK									
Değişken	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Sabit	1,6155 1,32	1,7448 1,33	1,746 1,29	2,901 2,72***	2,967 2,81***	1,590 1,29	2,876 2,70***	2,884 2,71***	1,415 1,15
AİLE	0,069 0,09								
HOLD		-0,1551 -0,27							
AHOB			-0,148 -0,23						
BSİR				-0,252 -0,34					
YİS					1,413 3,14***				
YAB						0,1889 0,19			
KİT							0,210 0,23		
DAĞ								-0,136 -0,15	
YÖN									0,538 1,30
KALD	-0,633 -2,37***	-0,640 -2,38***	-0,635 -2,38***	-1,024 -4,76***	-1,095 -5,12***	-0,629 2,10***	-1,026 -4,77***	-1,025 -4,76***	-0,614 -2,31**
BUYK	0,081 2,11**	0,0817 2,11**	0,081 2,10**	0,094 2,63***	0,085 2,39**	0,081 2,10**	0,095 2,65***	0,095 2,65***	0,081 -2,31**
R ²	0,10	0,11	0,11	0,11	0,14	0,11	0,11	0,11	0,09
F Değeri	3,66***	3,68***	3,67***	32,24***	43,34***	3,67***	32,15***	32,12***	4,23***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Yukarıdaki sonuçlara göre 2. Modelde kullanılan dokuz regresyon eşitliği de anlamlıdır. Ancak sermaye kimliklerinden sadece yabancı sermayedarla işbirliği yapan işletmeler (YİS) hisse başına kâr ile anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahiptir. Diğer bir deyişle, yabancı sermayedarla işbirliği yapan işletmeler daha yüksek hisse başına kâr elde etmektedir. Yabancı sermayedarlarla işbirliğinin artması diğer yerli ortakların hisse başına elde ettikleri kâr miktarını da artırmaktadır.

Ortakları arasında yabancıların olduğu işletmeler rekabet ortamının güçlü olduğu sektörlerde stratejik avantaja sahip olmaktadır. Bu işletmelerin sağladıkları avantajlar yabancı ortakların yanlarında getirdikleri değerlerle sağlanmaktadır. Bu değerlerin ana kaynağı bilgidir. Yabancı ortak, üstün teknolojik know-how uygulamalarını, pazarlama ve yönetim becerilerini, dış piyasa bağlantılarını, hammadde tedarikçileri ve müşterileri ile koordineli ilişkiyi ve daha önce elde etmiş olduğu ün ve tanınmışlığını beraberinde getirmektedir. Rekabet ortamında sağladıkları bu başarı firma performansına da olumlu yansımaktadır (Aitken ve Harrison, 1999).

Yukarıdaki tablo 3.39' a göre yabancı ortakla işbirliği yapmanın firma performansına pozitif katkı sağladığı görülmektedir. Aşağıdaki ampirik çalışmalar bulduğumuz sonuçları desteklemektedir. Boardman, Shapiro ve Vining (1997) Kanada firmaları üzerine yaptıkları çalışmada çok uluslu yabancı işletmeler ve yerli firmalar arasında istatistiksel olarak önemli performans farklılıkları tespit etmişlerdir. Firma performansı açısından çok uluslu yabancı işletmelerin daha etkin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Willmore (1986) Brezilya'da faaliyet gösteren işletmeler üzerine yaptığı çalışmasında yabancı işletmelerin firma performansının yerli işletmelere göre daha iyi olduğunu tespit etmiştir. Yine benzer bir sonuca Wiwattanakantang (2001) ulaşmıştır. Yazar, Taylandlı işletmeler üzerine yaptığı çalışmasında yabancı kontrolündeki işletmelerin üstün bir performans gösterdiği sonucuna ulaşmıştır.

3.6.1.2. Sermaye Sahipliği ve Piyasa Temelli Değerleme

Bu başlık altında sermaye sahipliği ve piyasa temelli değerlendirme ilişkisi incelenecektir. Sermaye yoğunluğu ve sermayedar kimlikleri, birer piyasa temelli değer ölçütleri olan, TOBQ, PD/DD, F/K VE F/N ile olan ilişkileri açısından ayrıntısı ile ele alınacaktır.

3.6.1.2.1. Sermaye Yoğunluğu ve TOBQ

Sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışmada (Morck v.d., 1988; McConnel ve Servaes, 1990; Hermalin ve Weisbach, 1991; Loderer ve Martin, 1997; Craswell v.d., 1997; Cho, 1998; Himmelberg v.d., 1999; Holderness v.d., 1999; Demsetz ve Villalonga, 2001) Tobin'in Q'su oranı vazgeçilmez bir firma değeri ölçütü olarak kullanılmıştır. Bu çalışmada da firma değeri olarak Tobin'in Q'su oranı kullanılmıştır.

Sermaye yoğunluğu değişkenleri EBO, EBO3 ve HAO' nun Tobin'in Q'su (TOBQ) ile olan ilişkileri 1. modelde analize tabi tutulmuş olup aşağıdaki tablo 3.40 TOBQ ile sermaye yoğunluğu arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

Tablo 3.40. TOBQ ile Sermaye Yoğunluğu İlişkisi

Bağımlı Değişken TOBQ			
Değişken	(1)	(2)	(3)
Sabit	-0,118 -0,69	-0,206 -1,17	0,184 1,00
EBO	0,002 2,72***		
EBO3		0,004 3,46***	
HAO			-0,003 -2,79***
KALD	0,074 2,42***	0,075 2,48***	0,077 2,52***
BUYK	0,019 2,79***	0,016 2,43***	0,015 2,18**
R ²	0,02	0,03	0,02
F Değeri	7,32***	8,87***	7,45***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3.40'a göre, sermaye yoğunluğu değişkenlerinin hepsi TOBQ ile istatistiksel olarak 0.01 düzeyinde anlamlıdır. TOBQ bağımlı değişkeni EBO ve EBO3 ile pozitif, HAO ile negatif bir ilişki içerisindedir. Diğer bir deyişle,

sermaye yoğun işletmeler firma değerini olumlu yönde ancak halka açıklık oranı yüksek olan işletmeler olumsuz yönde etkilemektedir.

Pedersen ve Thomsen'e göre (2003) firma sahipleri işletmenin piyasa değerini maksimum kılma amacıyla ise, sermaye yoğunluğu gözetim faaliyetini kolaylaştıracak, temsil maliyetlerini azaltacak, şirket hisse senetlerinin getirisi ve fiyatı artacaktır.

Yukarıda tablo 3.40'daki bulduğumuz sonuçlar Pedersen ve Thomsen (2003) ve Önder'in (2000) çalışmaları ile benzerlik göstermektedir. Yazarlar sermaye yoğunluğunun Tobin'in Q'sunu artıracağı görüşündedirler.

Kontrol değişkenlerinden kaldıraç (KALD) değişkeni diğer değer değişkenlerden farklılık göstermektedir. Tablo 3.40' da görüleceği üzere TOBQ ve KALD arasında pozitif anlamlı bir ilişki mevcuttur. Diğer bir deyişle, borç oranının artması kaldıraç etkisi yaratarak TOBQ' yu pozitif yönde etkilemektedir.

3.6.1.2.2. Sermayedar Kimliği ve TOBQ

TOBQ ve sermayedar kimlikleri (KİM) arasındaki ilişki 2. model çerçevesinde test edilmiş olup sonuçlar aşağıdaki tablo 3.41'de gösterilmektedir.

Tablo 3.41. TOBQ ile Sermaye Kimlikleri İlişkisi

Bağımlı Değişken TOBQ									
Değişken	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Sabit	-1,322 -6,85***	-1,253 -6,06***	-1,196 -5,65***	-1,332 -6,89***	-1,325 -6,86***	-1,305 -6,72***	-1,324 -6,89***	-1,325 -6,86***	-1,323 -6,80***
AİLE	-0,057 -0,46								
HOLD		-0,085 -0,97							
AHOB			-0,149 -1,46						
BSİR				0,154 0,78					
YİS					0,0018 0,01				
YAB						-0,129 -0,83			
KİT							0,383 2,48***		
DAĞ								0,056 0,25	
YÖN									-0,005 -0,08
KALD	0,600 14,27***	0,593 14,08***	0,595 14,19***	0,596 14,20***	0,598 14,07***	0,597 14,25***	0,595 14,25***	0,598 -14,2***	0,598 14,26***
BUYK	-0,019 -3,19***	-0,019 -3,20***	-0,019 -3,22***	-0,019 -3,16***	-0,019 -3,18***	-0,19 -3,14***	-0,019 -3,14***	-0,019 -3,20***	-0,019 -3,19***
R ²	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
F Değeri	74,46***	74,78***	75,31***	74,64***	74,37***	74,68***	77,10***	74,39***	74,39***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Yukarıdaki sonuçlara göre 2. modelde kullanılan dokuz regresyon eşitliği 0,01 düzeyinde anlamlıdır. Ancak sermaye kimliklerinden sadece devlet işletmeleri (KİT) TOBQ ile anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahiptir. Diğer sermayedar kimlikleri ve TOBQ arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

TOBQ ve devlet sahipliği arasındaki bulduğumuz bu pozitif ilişki Sun v.d. (2002) ve Nguyen ve Le'nin (2005) çalışmasının sonuçları ile tutarlılık göstermektedir. Her ne kadar devletin ortak olduğu işletmelerin sayısı azalma gösterse de bağımlı değişken TOBQ olduğunda devletin ortaklığı firma değerine pozitif bir katkı sağlamaktadır.

Tablo 3.41'e göre devletin ortak olduğu işletmelerde borçlanma düzeyinin artması firma değerini de artırmaktadır. Bu durum devletin borç bulma noktasında sıkıntı yaşamadığının bir göstergesi konumundadır. Devlet bankalarının bu işletmelerin finansörü konumunda olduğunu iddia edebiliriz. Pedersen ve Thomsen (2003) bulduğumuz sonucu kanıtlar nitelikte bu durumu şöyle özetlemektedir:

“...Devlet diğer işletmelerin ortakları ile kıyaslandığında daha zengindir. Ayrıca, kredi bulma, likidite ve sermaye maliyeti konusunda göreceli üstünlüğe sahiptir.”

Diğer kontrol değişkeni büyüklük (BUYK) de istatistiksel olarak 0,01 düzeyinde anlamlı ve pozitif işaretlidir. TOBQ perspektifinden, kaldıraç oranı yüksek olan büyük firmaların firma değeri açısından dahi iyi bir performans sergilediği söylenebilir.

3.6.1.2.3. Sermaye Yoğunluğu ve PD/DD

Sermaye yoğunluğu değişkenleri EBO, EBO3 ve HAO' nun piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD) ile olan ilişkileri 1. modelde analize tabi tutulmuş olup aşağıdaki tablo 3.42 bu ilişkiyi göstermektedir.

Tablo 3.42. PD/DD ile Sermaye Yoğunluğu İlişkisi

Bağımlı Değişken PD/DD			
Değişken	(1)	(2)	(3)
Sabit	1,869 3,59***	1,821 3,41***	2,836 5,09***
EBO	0,006 2,25**		
EBO3		0,006 1,75*	
HAO			-0,012 -3,24***
KALD	-1,161 -12,57***	-1,159 -12,53***	-1,151 -12,48***
BUYK	0,012 5,40***	0,111 5,27***	0,097 4,51***
R ²	0,20	0,20	0,20
F Değeri	70,55***	69,72***	72,80***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3.42'yi incelediğimizde sermaye yoğunluğu değişkenlerinin tümünün PD/DD ile istatistiksel olarak anlamlı olduğunu görmekteyiz. Ancak halka açıklık oranı (HAO) diğer sermaye yoğunluk değişkenlerine göre (EBO ve EBO3) daha fazla açıklayıcılık gücüne (0.01 düzeyinde) sahiptir. Bununla birlikte, modelin açıklama gücü nispeten yüksektir.

Analiz sonuçlarına göre, PD/DD bağımlı değişkeni EBO ve EBO3 ile pozitif, HAO ile negatif bir ilişki içerisinde. Diğer bir deyişle sermaye yoğun işletmeler firma değerini olumlu yönde ancak halka açıklık oranı yüksek olan işletmeler olumsuz yönde etkilemektedir.

Bulduğumuz sonuçlar Thomsen ve Pedersen (2000) ile benzerlik göstermektedir. Yazarlar sermaye yoğunluğunun artmasının PD/DD oranını artıracığı görüşündedirler. Ancak, kurdukları model çerçevesinde bu ilişki ikinci dereceden olduğu için sermaye yoğunluğunun artması PD/DD oranını belirli bir seviyeye kadar artıracaktır. Bu seviyeden sonra sermaye yoğunluğunun artması PD/DD oranına ters yönde etki yapacak, PD/DD düşme eğilimine girecektir. Xu ve Wang (1997) Şanghay Borsasına kayıtlı firmaların sermaye yoğunluğunun performansla olan etkisini incelemişler ve yoğunluğun performansı pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlar, firmanın en büyük hissedarının elinde tuttuğu hisse miktarı ile PD/DD arasında istatistiksel olarak güçlü pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı firmalar üzerine yapılan çalışmalarda Gönenç (2004) sermaye yoğunluğunun firmanın piyasa değeri defter değeri (PD/DD) oranına istatistiksel olarak pozitif güçlü bir etkisi olduğunu iddia etmektedir. Yazar, sermaye yoğunluğunun artması ile yöneticilerin denetlenme faaliyetinin etkinleşeceğini ve bunun da kontrolü elinde tutan hakim ortaklarla diğer azınlık hissedarının arasındaki çıkar çatışmasını azaltacağını savunmaktadır. Yine aynı şekilde Çıtak (2007), da sermaye yoğunluğunun firmanın PD/DD oranını artıracığı görüşündedir.

Tablo 3.42'ye göre kontrol değişkenleri istatistiksel olarak 0.01 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Kaldıraç (KALD) PD/DD ile ters ilişki

içersindedir. Büyüklük (BUYK) değişkeni de istatistiksel olarak 0,01 düzeyinde anlamlı ve pozitif işaretlidir. Diğer bir deyişle, firma büyüklüğünün artması PD/DD oranını da artırmaktadır.

3.6.1.2.4. Sermayedar Kimliği ve PD/DD

PD/DD ve sermayedar kimlikleri (KİM) arasındaki ilişki 2. model çerçevesinde test edilmiş olup sonuçlar aşağıdaki tablo 3.43'te gösterilmektedir.

Tablo 3.43. PD/DD ile Sermayedar Kimlikleri İlişkisi

Bağımlı Değişken PD/DD									
Değişken	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Sabit	2,374 3,85***	1,816 1,93**	1,780 1,85*	2,496 4,07***	2,257 2,58***	2,305 3,76***	2,385 3,88***	2,328 2,66***	2,020 2,30**
AİLE	0,084 0,32								
HOLD		0,631 1,52							
AHOB			0,637 1,37						
BSİR				-0,878 -2,45***					
YİS					-0,993 -1,98**				
YAB						0,637 2,33**			
KİT							0,260 0,44		
DAĞ								-2,142 -2,06**	
YÖN									0,816 2,77***
KALD	-1,109 -9,25***	-0,912 -4,76***	-0,931 -4,88***	-1,107 -9,81***	-0,881 -4,57***	-1,088 -9,14***	-1,107 -9,25***	-0,930 -4,89***	-0,920 -4,85***
BUYK	0,088 3,88***	0,055 1,99**	0,055 2,01**	0,085 3,77***	0,058 2,10**	0,083 3,64***	0,088 3,86***	0,057 2,09**	0,0549 1,99**
R ²	0,19	0,15	0,15	0,20	0,11	0,20	0,20	0,13	0,15
F Değeri	107,9***	10,93***	10,78***	115,1***	11,50***	114,9***	107,8***	11,61***	12,80***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Yukarıdaki sonuçlara göre 2. modelde kullanılan dokuz regresyon eşitliği 0,01 düzeyinde anlamlıdır. Sermayedar kimliklerinden beşi PD/DD ile anlamlı ilişki içersindedir. BSİR, YİS ve DAĞ değişkenleri PD/DD oranını negatif, YON ve YAB değişkenleri ise pozitif yönde etkilemektedir.

PD/DD oranını negatif yönde etkileyen sermayedar kimlikleri, hakim ortağın olmadığı dağınık (DAĞ), yabancı sermayedarla işbirliği yapan (YİS), herhangi bir aileye, holdinge veya gruba bağlı olmayan bağımsız (BSİR) işletmelerdir. Ancak bağımlı değişkeni negatif yönde en çok etkileyen dağınık işletmelerdir(4).

Dağınık işletmeler hâkim ortağı olmayan işletmelerdir. Ortak sayısının fazlaşması sahiplikle yönetimin birbirinden ayrılmasına neden olmaktadır. Bu durum, ortaklarla yöneticiler arasında çıkar çatışması meydana gelme olasılığını artırmaktadır. Fama'dan aktaran Uğurlu (2000) sermaye piyasasının etkinliğinin kaliteli bilgi aktarımına ve başarısız olan yöneticinin işten atılma imkânının olmasına bağlamaktadır. Şayet yöneticilerle hissedarlar arasında bilgi asimetrisi oluyorsa, yöneticiler şahsi amaçlarının peşine düşme eğilimine girmektedir. Yoğun sermaye sahipliğinde hissedarların yöneticilerden bilgi talep etmesi ve bilgiye ulaşmaları nispeten daha kolay olmaktadır. Dolayısıyla, bilgi asimetrisinin üstesinden daha rahat gelinmektedir. Ancak, dağınık işletmelerde bilgi asimetrisi had safhada olmaktadır. Gelişmiş piyasaların haricinde ele geçirme kavramının olmayışı ve hissedar haklarının yeterince gelişmemesi hissedarları yöneticiler karşısında zayıf bırakmaktadır. Bununla birlikte, bilgi asimetrisi halka açılmanın çok az olduğu piyasalarda da kendini gösterebilmektedir.

Dağınık işletmelerde hâkim ortağın olmayışından dolayı yönetim kurulunu şekillendirecek ortak baskısı çok yaşanmayacaktır. Genellikle bu işletmelerde yönetim kurullarında ortaklar arasından seçilmeyen dışarıdan

4 Sermayedar kimliklerinden PD/DD oranını negatif yönde en çok etkileyen dağınık işletmelerdir. Bunu belirlerken, bağımlı değişkeni üzerinde en çok etki eden sermayedar kimliği bağımsız değişkenin regresyondaki katsayısı alınmıştır. Tablo 3.43'e göre katsayılar BSİR=-0.878, YİS=-0.993 ve DAĞ=-2.142 dir.

kişiler yer almaktadır. Diğer taraftan, dışarıdan oluşturulan yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesinde yönetici konumundaki CEO'lar söz sahibi olabilmektedir. Elbette CEO'lar da bu kurul üyelerinin belirlenmesinde kendine yakın olabilecek ve başarısızlığına göz yumabilecek kişilerden seçme eğilimine gidebilir. Bu durum, firma performansına olumsuz yansıyacaktır.

Agrawal ve Knoeber, (1996) ve Uğurlu (2000) yukarıda anlatılan durumlardan dolayı dağınık işletmelerin firma performansının olumsuz yönde etkilendiğini belirtmektedir. Bu çalışmada da dağınık işletmelerin PD/DD oranını olumsuz yönde etkilemesi yukarıdaki çalışmaları destekler niteliktedir.

Tablo 3.43'e göre PD/DD oranını pozitif yönde etkileyen sermaye kimlikleri yabancıların hâkim ortak olduğu (YAB) ve yöneticilerin ortaklığı bulunduğu (YON) işletmelerdir. Ancak, PD/DD bağımlı değişkenini en çok etkileyen YON değişkenidir.(5) Buna göre, yöneticilerin ortak olduğu işletmelerin sayısının artması PD/DD oranı üzerinde olumlu etki yaratabileceği söylenebilir.

Yönetici Sahipliğinden bahsedebilmek için yönetim kademesinin şirket hisselerine sahip olması gerekmektedir. Yönetici sahipliğinin en temel koşulu budur. Yöneticileri ortak yapmanın en önemli sebebi hiç şüphesiz yöneticinin verimini arttırmaktır. Yönetici kendini çalışan değil de hissedar olarak gördüğünde işletmeyi sahipleneceği, tamamına kendi sahipmiş gibi hizmetini vereceği düşünülmektedir. Tablo 3.43'deki sonuçlara göre yöneticilerin ortak olmasının işletmenin değerini pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Dolayısıyla, yöneticilerin ortak yapılması işletme değerini olumlu yönde etkileyeceği savı İMKB'deki imalat sanayi işletmeleri için kanıtlanmış olmaktadır.

5 Sermayedar kimliklerinden PD/DD oranını pozitif yönde en çok etkileyen yöneticilerin ortaklığı olduğu işletmelerdir (YON). Bunu belirlerken, bağımlı değişkeni üzerinde en çok etki eden sermayedar kimliği olarak bağımsız değişkenin regresyondaki katsayısı alınmıştır. Tablo 3.43'e göre katsayılar YON=0,816, YAB=0,637 dir.

3.6.1.2.5. Sermaye Yoğunluğu ve F/K

Sermaye yoğunluğu değişkenlerinin, fiyat kazanç oranı (F/K) ile olan ilişkileri 1. modelde analize tabi tutulmuş olup aşağıdaki tablo 3.44 bu ilişkiyi göstermektedir.

Tablo 3.44. F/K ile Sermaye Yoğunluğu İlişkisi

Bağımlı Değişken F/K			
Değişken	(1)	(2)	(3)
Sabit	3,351 14,33***	3,247 13,57***	3,569 14,25***
EBO	0,003 2,44***		
EBO3		0,004 3,09***	
HAO			-0,002 -1,31
KALD	-0,043 -1,06	-0,042 -1,02	-0,041 -1,01
BUYK	-0,043 -4,62***	-0,046 -4,88***	-0,044 -4,52***
R ²	0,03	0,03	0,02
F Değeri	8,39***	9,61***	6,95***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3.44'ü incelediğimizde sermaye yoğunluğu değişkenlerinden EBO ve EBO3' ün, fiyat kazanç oranı ile anlamlı ilişki içersinde olduğu görülmektedir. HAO oranının artıp azalması ise F/K oranı üzerinde anlamlı etkiye sahip değildir. En büyük ortağın ve en büyük üç ortağın elindeki hisse oranının artması F/K oranını artırmaktadır. Bu durum yukarıdaki bağımlı değişkenlerde açıklandığı gibi temsil teorisi ile açıklanabilir. Sermaye yoğunluğunun artması hâkim ortağın yöneticileri denetleme hususunda rahatlık sağlayacak ve hâkim ortak ile azınlık ortakları arasında menfaat birliği oluşmasını sağlayacaktır.

Tablo 3.44'deki sonuçlar Gürsoy ve Aydoğan'ın (2002) çalışması ile tutarlıdır. Yazarlar, EBO3 oranı arttığında F/K oranının da artacağını iddia etmektedirler.

Tablo 3.44’de görüleceği üzere kontrol değişkenlerinden sadece büyüklük değişkeni (BUYK) anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Ancak bu ilişki F/K ile negatif yöndedir. Diğer bir deyişle firmaların büyümesi F/K oranını artırmak yerine azaltmaktadır. Gürsoy (2001) bu durumu literatürde büyüklük anomalisi ile açıklamaktadır. Buna göre, aynı kazanç potansiyeline sahip olsa da büyük firmaların pazarda oluşan fiyatları küçük firmalara göre daha düşük kalmaktadır.

3.6.1.2.6. Sermayedar Kimliği ve F/K

F/K ve sermayedar kimlikleri (KİM) arasındaki ilişki 2. model çerçevesinde test edilmiş olup sonuçlar aşağıdaki tablo 3.45’ te gösterilmektedir.

Tablo 3.45. F/K ile Sermayedar Kimliği İlişkisi

Bağımlı Değişken F/K									
Değişken	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Sabit	3,439 12,83***	3,535 13,15***	3,508 12,78***	3,489 12,98***	3,482 13,04***	3,439 13,04***	3,476 12,97***	3,500 13,01***	3,438 12,94***
AİLE	0,167 1,54								
HOLD		-0,128 -1,63							
AHOB			-0,049 -0,56						
BSİR				-0,101 -0,70					
YİS					0,142 1,54				
YAB						0,331 3,07***			
KİT							-0,222 -0,83		
DAĞ								-0,202 -1,16	
YÖN									-0,034 -0,41
KALD	-0,070 -1,39	-0,067 -1,35	-0,064 -1,28	-0,065 -1,29	-0,066 -1,33	-0,052 -1,05	-0,064 -1,28	-0,065 -1,29	-0,064 -1,28
BUYK	-0,034 -3,33***	-0,034 -3,35***	-0,036 -3,51***	-0,036 -3,55***	-0,038 -3,70***	-0,040 -3,91***	-0,036 -3,51***	-0,037 -3,60***	-0,036 -3,52***
R ²	0,02	0,03	0,02	0,02	0,03	0,04	0,02	0,02	0,02
F Değeri	15,77***	16,17***	13,67***	13,81***	15,80***	23,23***	13,99***	14,64***	13,46***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Yukarıdaki sonuçlara göre 2. modelde kullanılan dokuz regresyon eşitliği 0,01 düzeyinde anlamlıdır. Ancak sermaye kimliklerinden sadece yabancıların hâkim ortak olduğu işletmeler (YAB) F/K ile anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahiptir. Diğer sermayedar kimlikleri ve F/K arasında anlamlı bir ilişki söz konusu değildir.

Çalışmamızda, İMKB'deki imalat sanayi işletmeleri içerisinde yabancı ortakların hâkim olduğu işletmelerin artması sonucu Khanna ve Palepu (1999), Gedajlovic v.d. (2001), Claessens ve Djankov (1999), Karakaya (2004) ve Gürsoy'un (2001) çalışmalarında ulaşıldığı gibi piyasa performansına pozitif doğrusal bir etki yaptığı tespit edilmiştir. Türk

firmalarına doğrudan sermaye yatırımında bulunan yabancıların, yönetim faaliyetlerinin gözetiminde etkinliği sağladıkları ve firma değerini artırdıkları sonucuna varılmaktadır. Yabancı yatırımcılar yanlarında sadece sermaye getirmemekte aynı zamanda gelişmiş sermaye piyasalarından gelişmekte olan piyasalara gözetim becerilerini ve kendilerini güvence altına alan kurumsal yönetim uygulamalarını getirmektedir. La Porta v.d.'nin (1999) belirttiği gibi yabancı yatırımcılar kurumsal yönetim uygulamalarının yetersiz olduğu Kıta Avrupa'sı ülkelerinde hâkim ortak olma yolunu tercih ederek hukuksal boşluğu kendisi doldurmaktadır. Bu durumun, bizim ülkemiz için de geçerli olduğunu iddia edebiliriz.

3.6.1.2.7. Sermaye Yoğunluğu ve F/N

Sermaye yoğunluğu değişkenlerinin, fiyat nakit oranı (F/N) ile olan ilişkileri 1. modelde analize tabi tutulmuş olup aşağıdaki tablo 3.46 bu ilişkiyi göstermektedir.

Tablo 3.46. F/N ile Sermaye Yoğunluğu İlişkisi

Bağımlı Değişken F/N			
Değişken	(1)	(2)	(3)
Sabit	2,777 12,99***	2,707 12,35***	3,009 13,01***
EBO	0,003 3,08***		
EBO3		0,004 3,09***	
HAO			-0,001 -1,21
KALD	-0,141 -3,75***	-0,140 -3,70***	-0,140 -3,69***
BUYK	-0,003 3,08***	-0,034 -3,88***	-0,031 -3,48***
R ²	0,03	0,03	0,03
F Değeri	10,80***	10,82***	7,98***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, ***, %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Sermaye yoğunluğu ve F/N ilişkisi F/K oranı ile benzer özellikler göstermektedir. Tablo 3.46'yı incelediğimizde sermaye yoğunluğu

değişkenlerinden EBO ve EBO3, fiyat nakit oranı ile anlamlı ve pozitif ilişki içerisinde olduğu görülmektedir. HAO oranının ise F/N üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur. F/N oranında da F/K oranında olduğu gibi sermaye yoğunluğunun artması firma değerini olumlu yönde etkilemektedir.

Kontrol değişkenleri F/N ile istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki içerisinde dir.

3.6.1.2.8. Sermayedar Kimliği ve F/N

F/N ve sermayedar kimlikleri (KİM) arasındaki ilişki 2. model çerçevesinde test edilmiş olup sonuçlar aşağıdaki tablo 3.47’de gösterilmektedir.

Tablo 3.47. F/N ile Sermayedar Kimliği İlişkisi

Bağımlı Değişken F/N									
Değişken	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Sabit	2,966 11,83***	3,153 12,48***	3,088 11,91***	3,039 12,02***	3,033 12,08***	2,987 11,96***	3,032 12,01***	3,039 12,02***	2,995 11,86***
AİLE	0,339 3,18***								
HOLD		-0,245 -3,20***							
AHOB			-0,086 -0,99						
BSİR				-0,087 -0,60					
YİS					0,157 1,75				
YAB						0,0302 2,81***			
KİT							-0,224 -0,90		
DAĞ								-0,105 -0,61	
YÖN									0,109 1,36
KALD	-0,199 -4,13***	-0,194 -4,05***	-0,188 -3,88***	-0,188 -3,89***	-0,191 -3,95***	-0,177 -3,69***	-0,189 -3,89***	-0,188 -3,88***	-0,188 -3,89***
BUYK	-0,022 -2,33**	-0,022 -2,38***	-0,025 -2,64***	-0,025 2,68***	-0,027 -2,85***	-0,028 -2,96***	-0,025 -2,65***	-0,025 -2,69***	-0,024 -2,63***
R ²	0,04	0,05	0,03	0,03	0,03	0,04	0,03	0,03	0,03
F Değeri	30,86***	31,02***	21,47***	20,84***	23,61***	28,58***	21,30***	20,86***	22,38***

Not: * %10 düzeyinde, ** %5 düzeyinde, *** , %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Yukarıdaki sonuçlara göre 2. modelde kullanılan dokuz regresyon eşitliği 0,01 düzeyinde anlamlıdır. Sermaye kimliklerinden aile şirketleri (AİLE) ve yabancıların hâkim ortak olduğu (YAB) işletmeler F/N ile pozitif, holdinge bağlı işletmeler (HOLD) ise negatif bir ilişkiye sahiptir.

F/N ile pozitif ilişkiye sahip değişkenlerden AİLE değişkeninin katsayısı (0.339), YAB değişkeninin katsayısından (0.030) büyük olduğu için bağımlı değişken üzerinde daha fazla etkiye sahiptir.

Aile şirketleri faaliyete geçtikten sonra tek bir hedefleri vardır ve herkes bu hedefe ulaşmak için ortak hareket etmektedir. Şirketin sahipleri ve yöneticileri aynı aileden oldukları için genellikle çıkar çatışması ve fikir ayrılığı

çok fazla yaşanmamaktadır. Kısaca işlerin yürütülmesinde bir uyum söz konusudur (Cadbury, 2000: 6).

Aile şirketleri işletme hedeflerini uzun vadeli bir bakış açısıyla planlamaktadır. Vadenin uzaması riski beraberinde getirmesine rağmen yapılan planın getirisi şirketin geleceğine olumlu katkısı olacağı düşünüüyorsa bu tür projelere sıcak bakılmaktadır. Bazı yazarlar, birçok aile şirketinin uzun dönemli perspektifi sayesinde büyüdüklerini iddia etmektedir (Anderson ve Reeb, 2003).

Ailenin isim ve prestiji şirketin isim ve prestijine doğrudan etki etmektedir (Karpuzoğlu, 2006). Toplumda saygınlığı olan ailelerin şirketlerine duyulan güven aynı zamanda kendilerine rekabet avantajı sağlamaktadır.

Temsil teorisi perspektifinden bakıldığında, Dalton ve Daily (1992) aile şirketlerinde sahiplik ve yönetimin birbirinden çok fazla ayrılmamasından dolayı bu işletmelerinin en etkin organizasyonlar olduğunu iddia etmektedir. Aile üyeleri yönetimin gözetilmesi ve disipline edilmesi açısından kurumsal yönetimin gerekli mekanizmalarını kullanmakta oldukça başarılıdır. Randoy ve Jensen (2003) İsveç ve Norveç işletmeleri üzerine yaptıkları çalışmalarında, aile şirketlerinde CEO vasfında olan yöneticilerin aile bireylerinden tercih edildiğini ve bunun da CEO ücretleri üzerinde önemli azalma yarattığını tespit etmişlerdir. Ayrıca bu durumun, CEO'nun sadakatine olumsuz yansımadağını vurgulamaktadırlar.

Aile işletmelerinin yukarıda anlatılan özelliklerinden dolayı Mishra v.d.'nin (2001) çalışmasında olduğu gibi bu çalışmada da aile şirketlerinin diğer işletmelere göre daha iyi bir performans sergilediği görülmektedir.

F/N oranını olumsuz yönde etkileyen sermaye kimliği tablo 3.47'ye göre holdinge bağlı işletmelerdir. Bu işletmeler dünyada olduğu gibi İMKB'de de yoğun sermayedar özeliğine sahiptir. Dolayısıyla, bu işletmelerde hâkim ortak egemenliği vardır. Holding işletmelerinin ortakları nakit akımından fazla kontrol hakkına sahip güçleri vardır. Bu durum onlara kontrolü ellerinde

tutmalarından dolayı özel yaralar sağlamaktadır (Bae v.d., 2002). Ancak şirketin kontrolünü elinde tutan taraflar, kontrolün özel yararlarını diğer hissedarlarla paylaşmayıp bu yarardan sadece kendileri yararlanmak isteyebilir. Kendi refahını maksimize etmek ve getiriye diğer kişilerden aktarmak amacı ile kontrol gücü kullanılma süreci mülksüzleştirme olarak tarif edilebilir (Kula, 2006: 20).

La Porta v.d. (1999) mülksüzleştirmeye şunları örnek olarak vermişlerdir: Hakim ortak ve yöneticilerin şirket fonlarını kendilerine yöneltmesi; dış fonlarla finanse edilen varlıkları ya da şirketin ürettiği mal ve hizmetleri sahip oldukları diğer işletmelere piyasa fiyatı altında satması, veya yöneticilere aşırı ödeme yapılması.

Yatırımcı haklarının iyi korunmadığı ortamlarda, yüksek kontrol hakkı büyük hissedar ve yöneticilere daha rahat sömürme imkânı vermektedir. Hâkim ortak veya yöneticiler gerçekten mülksüzleştirme yapıyorlarsa, kontrolün özel faydaları firma değerinin önemli bir kısmını oluşturur. Bu da, bu tür çevrelerde kontrolün hâkim ortakta mı yoğunlaşması ya da birçok yatırımcı arasında mı dağıtılması gerektiği konusunu gündeme getirmektedir. Kontrolü elinde tutan her kimse şahsi menfaatlerini şirket menfaatleri önünde tuttuğu zaman diğer yatırımcıların mülksüzleştirmesinde en büyük rolü oynayan kişi olmaktadır (Kula, 2006: 20).

Holding işletmelerinin yukarıdaki olumsuz özelliklerinden dolayı F/N oranının negatif yönde etkilendiği tablo 3.47’de açıkça görülmektedir. Holding işletmelerinde mülksüzleştirme ihtimalinin olması piyasa göstergesi olan F/N oranına olumsuz yansımaktadır.

SONUÇ

Çalışmamız, 2002 – 2006 yılları arasında İMKB'deki imalat sanayi işletmeleri sermaye sahipliğinin firma değeri ile ilişkisi olup olmadığını tespit etmek amacıyla yapılmıştır. Sermaye sahipliği kavramını oluşturan “sermaye yoğunluğu” ve “sermayedar kimliği”, hipotezimizi test ederek doğrulamak amacıyla kullandığımız iki önemli kavramdır.

Sermaye yoğunluğu kavramı üç değişken yardımı ile açıklanmıştır. Bunlar; en büyük ortağın payı (EBO), en büyük üç ortağın payı (EBO3) ve halka açıklık oranıdır (HAO). İMKB'deki imalat sanayini incelediğimizde bu sektörün sermaye yoğun olduğunu görmekteyiz. Tüm sektör içerisinde en büyük ortak hisselerin ortalama %47'sini elinde tutmaktadır. En büyük üç ortağın elinde tuttuğu hisse oranı ortalama %62 ve halka açıklık oranı ise ortalama %34.3 tür. İMKB şirketleri sermaye yoğunluğu açısından Kıta Avrupa'sı sistemi ile benzer özellikler göstermektedir.

Sermaye yoğunluğu değişkenleri ayrıca kendi içlerinde iki gruba ayrılarak bunların finansal oranlar karşısında farklılıkları olup olmadığı istatistikî bir yöntem olan bağımsız örneklem t testiyle açıklanmıştır. En büyük ortağın ve en büyük üç ortağın %50'den fazla ve %50'den az hisse oranına sahip olduğu işletmeler iki gruba ayrılmıştır. Hangi finansal oranlarda bu işletmeler farklılık göstermektedir, bunlar ortaya konulmaya çalışılmıştır. Ayrıca aynı analiz halka açıklık oranı %50'den fazla ve %50'den az olan işletmeler için de yapılmıştır.

En büyük ortağın %50'den fazla hisseye sahip olduğu işletmelerin oranı %44' tür. Bu işletmelerde piyasa değeri/defter değeri (PD/DD), hisse başına kâr (HBK), brüt ve esas faaliyet kâr marjları en büyük ortağın %50'den az hisseye sahip olduğu işletmelere göre daha yüksek çıkmaktadır. En büyük ortağın %50'den az hisseye sahip olduğu işletmelerde ise kaldıraç ve kısa vadeli borç/net satışlar oranlarının istatistiki olarak anlamlı ve yüksek olduğu tespit edilmiştir.

En büyük üç ortağın %50'den fazla hisseye sahip olduğu işletmelerin oranı yaklaşık %80 dir. Bu işletmelerde, aktiflerin defter değeri, piyasa değeri, PD/DD, HBK, Tobin'in Q'su, brüt ve esas faaliyet kâr marjı, aktif ve net satış büyümesi en büyük üç ortağın %50'den az hisse oranına sahip olduğu işletmelere göre daha yüksektir. En büyük üç ortağın %50'den az hisseye sahip olduğu işletmelerde ise kısa vadeli borç/net satışlar ve yurt dışı satışlar/toplam satışlar oranı diğer işletmelere göre daha yüksektir.

Halka açıklık oranı %50'den fazla olan işletmelerin oranı %18 dir. Bu işletmelerde, kaldıraç oranı, kısa vadeli borç/net satışlar, likidite, nakit ve yurt dışı satışlar / toplam satışlar oranı halka açıklık oranı %50'den az olan işletmelere göre daha yüksektir. Halka açıklık oranı %50'den daha az olan işletmelerde ise aktiflerin defter değeri, piyasa değeri, HBK, AG, brüt, esas faaliyet ve net kâr marjı, aktiflerin ve net satışların büyümesinin diğer gruptaki işletmelere göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Çalışmamızda sermayedar kimliği (KİM) değişkenleri dokuz başlıkta toplandı. Bunlar: Aile sahipliği şirketleri (AİLE), bir holdinge veya gruba bağlı işletmeler (HOLD), aile ve holdinge bağlı işletmeler birlikteliği (AHOB), herhangi bir aileye, holdinge veya gruba bağlı olmayan bağımsız işletmeler (BSİR), yabancı sermayedarla işbirliği yapan işletmeler (YİS), yabancıların hakim ortak olduğu işletmeler (YAB), devletin ortağı olduğu işletmeler (KİT), hakim ortağın olmadığı dağınık işletmeler (DAĞ) ve yöneticilerin ortaklığı bulunduğu yönetici sahipliği (YÖN) işletmelerinden oluşmaktadır.

Sermaye yoğunluğunda olduğu gibi sermayedar kimliklerinde de işletmeler iki gruba ayrılmaktadır. Sermayedar kimlikleri kendi kimliğin dışındaki kimliklerle bağımsız örneklem t testi yardımıyla finansal oranları kıyaslanmıştır.

Çalışmamıza konu olan aile işletmelerinin oranı tüm işletmelerin yaklaşık %15'ini oluşturmaktadır. Diğer bir deyişle imalat sanayinde her 100 işletmeden 15'i aile şirketlerinden meydana gelmektedir. Aile işletmelerinde, halka açıklık, fiyat/nakit akışı, kısa vadeli borç/toplam borç oranı aile işletmesi

olmayan diğer işletmelere göre istatistikî olarak anlamlı ve daha yüksektir. Aile işletmesi olmayan diğer işletmelerde ise, EBO, EBO3, aktiflerin defter değeri, piyasa değeri, HBK, likidite, brüt ve FVOK marjı ve net satış büyümesi aile işletmelerine göre daha yüksektir.

İmalat sanayinde faaliyet gösteren holdinge bağlı işletmelerin sayısı oldukça fazladır. Tüm işletmeler içerisinde holding işletmeleri %60 civarındadır. Diğer bir deyişle her 10 işletmeden 6'sı holdinge bağlı işletme konumundadır. Bu durum holdinglerin Türk imalat sanayinde kontrolü elinde tuttuğunun önemli bir göstergesidir. Holdinge bağlı işletmelerde, EBO, EBO3, aktiflerin defter değeri, piyasa değeri, likidite, nakit, brüt ve FVÖK marjı, kısa vadeli borç/net satışlar holdinge bağlı olmayan diğer sermayedar kimliklerine göre istatistikî olarak anlamlı ve daha yüksektir. Holdinge bağlı olmayan diğer işletmelerde ise, HBK, Tobin'in Q'su, özsermaye büyümesi, kısa vadeli borç/toplam borç ve yurt dışı satışlar/toplam satışlar holding işletmelerine göre daha yüksektir.

Aile ve holding birlikteliği olan işletmeler imalat sanayinde önemli orandadır. Tüm işletmelerin yaklaşık %75'ini bu işletmeler oluşturmaktadır. Aile ve holding birlikteliği olan işletmelerde, HAO ve aktiflerin defter değeri diğer sermayedar kimliklerine göre daha yüksektir. Aile ve holding birlikteliği olmayan diğer sermayedar kimliklerinde ise, EBO, EBO3, PD/DD, HBK, Tobin'in Q'su, esas faaliyet kâr marjı, net satış büyümesi, kısa vadeli borç/toplam borç oranları daha yüksektir.

İmalat sanayini oluşturan bağımsız işletmelerin sayısı azdır. Bu işletmelerin oranı %7.88 dir. Bağımsız işletmelerde, EBO, HAO, Tobin'in Q'su, esas faaliyet ve net kâr marjı, aktif ve net satış büyümesi, yurt dışı satışlar/toplam satışlar oranı diğer sermayedar kimliklerine göre daha yüksektir. Bağımsız olmayan işletmelerde ise aktiflerin defter değeri, piyasa değeri, PD/DD, HBK, kısa vadeli borç/net satışlar ve özsermayenin devir hızı bağımsız işletmelere göre daha yüksektir.

İmalat sanayi işletmelerinin %22.58'inin yabancılarla ortaklık ilişkisi içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Bu oran yıllar itibari ile artış göstermektedir. Bu durum, Türk firmalarının yavaş da olsa doğrudan yabancı yatırımları çekebildiğini ve/veya 2001 yılı kriziyle yerli hissedarların payının yabancı yatırımcılar tarafından satın alınması şeklinde yorumlanabilir. Yabancılarla ortaklık ilişkisi içerisinde olan işletmelerde, EBO, EBO3, piyasa değeri, PD/DD, Fiyat Kazanç, HBK, AG, Tobin'in Q'su, brüt ve net kâr marjı, kısa vadeli borç/toplam borç oranları yabancılarla ortaklık ilişkisi olmayan diğer sermayedar kimliklerine göre daha yüksektir. Yabancılarla ortaklık ilişkisi olmayan işletmelerde ise, HAO, FVÖK marjı ve yurt dışı satışlar/toplam satışlar oranı daha yüksektir.

Yabancıların hâkim ortak olduğu İşletmelerin oranı %14.72 tür. Yine YİS işletmelerinde olduğu gibi bu sermayedar kimliğinde de yıllar itibari ile bir artış eğilimi görülmektedir. Yabancıların hâkim ortak olduğu işletmelerde, EBO, EBO3, piyasa değeri, PD/DD, Fiyat Kazanç, HBK, AG, Tobin'in Q'su, likidite, brüt, esas ve net kâr marjı, net satış büyümesi ve kısa vadeli borç/toplam borç oranı yabancıların hâkim ortak olmadığı diğer sermayedar kimliklerine göre daha yüksektir. Yabancıların hâkim ortak olmadığı işletmelerde ise, HAO, kaldıraç, kısa vadeli borç/net satışlar ve yurt dışı satışlar/toplam satışlar oranları daha yüksektir.

Devletin ortak olduğu işletmelerin sayısı azalmasına rağmen çalışmamızda bu sermayedar kimliği de incelemeye tabi tutulmuştur. KİT değişkeninde devletin ortak olduğu işletmelerin oranı %1.82 gibi küçük bir oranı temsil etmektedir. Dolayısıyla, kamu mülkiyetinin her geçen dönem küreselleşme ve ekonomik serbestleşmeyle birlikte giderek azalmakta olduğu görülmektedir. Devletin ortak olduğu işletmelerde, EBO, HAO, aktiflerin defter değeri ve piyasa değeri devletin ortaklığı bulunmadığı işletmelere göre daha yüksektir. Devletin ortaklığı bulunmadığı işletmelerde ise fiyat kazanç, likidite, nakit, brüt ve FVÖK marjı, kaldıraç, özsermaye devir hızı, yurt dışı satışlar/toplam satışlar oranı daha yüksektir.

Dağılık işletmelerin oranı imalat sanayinde düşüktür. Sektörde %5.08 şirkette, şirketin yönetimini şekillendirebilecek hâkim ortak yoktur. Diğer bir deyişle, 100 işletmenin 5'inde demokratik yollardan seçilen yönetim iş başındadır. Dağılık işletmelerde sadece halka açıklık oranı ve yurt dışı satışlar/toplam satışlar oranı dağılık olmayan işletmelere göre daha yüksektir. Dağılık olmayan işletmelerde ise EBO, EBO3, piyasa değeri, PD/DD, fiyat kazanç, HBK, brüt ve FVÖK marjı, aktif büyüme, kaldırma, kısa vadeli borç/ net satışlar oranı daha yüksektir.

Yöneticilerin çalıştığı işletmede aynı zamanda hissedar olduğu işletmelerin oranı %25 tir. Her dört işletmenin birinde hissedarlar yöneticileri teşvik etmek amacıyla şirket hissesinden pay vermektedir ve/veya temsilci maliyetlerini azaltmak amacıyla bizzat kendileri yönetici olmaktadır. Özellikle, aile işletmelerinde hissedarların büyük çoğunluğu işletmenin aynı zamanda genel müdürü konumunda olmaktadır. Yöneticilerin ortaklığı bulunduğu işletmelerde halka açıklık oranı ve fiyat/nakit oranı yöneticilerin ortaklığı bulunmadığı işletmelere göre daha yüksektir. Yöneticilerin ortaklığı bulunmadığı işletmelerde ise EBO, EBO3, aktiflerin defter değeri ve piyasa değeri daha yüksektir.

Çalışmamızda firma değeri değişkenleri muhasebe temelli değer değişkenleri ve piyasa temelli değer değişkenleri olmak üzere iki kategoride incelenmektedir. Aktiflerin getirisi (AG), özsermayenin getirisi (ÖG) ve hisse başına kâr (HBK) muhasebe temelli, Tobin'in Q'su (TOBQ), piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD), fiyat kazanç Oranı (F/K) ve fiyat nakit akışı oranı (F/N) ise piyasa temelli değişkenleri oluşturmaktadır. Bu değişkenlerin sermaye yoğunluğu ve sermayedar kimlikleri ile ilişkileri ayrı ayrı incelenmiştir.

Muhasebe temelli değer değişkenlerinden özsermayenin getirisinin (ÖG) sermaye yoğunluğu değişkenleri EBO, EBO3 ve HAO ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisi yoktur. Aktiflerin getirisi (AG) ise sadece HAO ile anlamlı ancak negatif bir ilişkiye sahiptir. Hisse başına kâr (HBK) ile tüm

sermaye yoğunluğu değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki söz konusudur. HBK, EBO ve EBO3 ile pozitif ancak, HAO ile negatif anlamlı bir ilişki içersindedir.

Sermayedar kimlikleri içersinde aile ve holding birlikteliği (AHOB) AG ile pozitif, bağımsız işletmeler (BSİR) ise negatif ilişki içersindedir. ÖG ile aile ve holding birlikteliği (AHOB) ve yabancılarla ortaklık ilişkisi olan işletmeler (YİS) pozitif ilişkiye sahiptir. Diğer taraftan, dağınık işletmelerin ÖG ile ilişkisi negatif yöndedir. Muhasebe temelli son değişken HBK ise, sadece YİS değişkeni ile pozitif bir ilişkiye sahiptir.

Piyasa temelli değer değişkenlerinden Tobin'in Q'su (TOBQ) ve piyasa değeri / defter değeri (PD/DD) oranı sermaye yoğunluğu değişkenleri EBO ve EBO3 ile pozitif, HAO ile negatif ilişki içersindedir. Fiyat kazanç (F/K) ve fiyat nakit oranı (F/N) ise yine EBO ve EBO3 ile pozitif ilişki içersindedir ancak, HAO oranı ile ilişkinin yönü noktasında istatistiksel bir anlamlılık söz konusu değildir.

Sermayedar kimlikleri içersinde sadece devletin ortaklığı olan işletmeler (KİT), TOBQ ile pozitif ilişki içersindedir. PD/DD değişkeni ile BSİR, YİS ve DAĞ değişkenleri arasında negatif bir ilişki söz konusu iken YÖN ve YAB değişkenleri pozitif bir etkiye sahiptir. F/K değişkeni ile sadece YAB değişkeni anlamlı ve pozitif bir ilişki içersindedir. Piyasa temelli son değişken olan F/N değişkeni AİLE ve YAB değişkenlerini pozitif yönde etkilerken, HOLD değişkenini negatif yönde etkilemektedir.

Özetlersek, muhasebe temelli değer değişkenlerine göre sermaye yoğunluğunun artması firma değerini olumlu yönde etkilemektedir. Bununla birlikte, piyasa temelli değer değişkenlerine göre sermaye yoğunluğunun artmasının firma değerini daha belirgin bir şekilde arttırdığı gözlenmektedir. Sonuç olarak, imalat sanayinin sermaye yoğun bir sektör olması hissedar açısından olumsuz algılanmamakta aksine Kıta Avrupa'sı sistemindeki gibi bir güven unsuru yaratmaktadır. Hâkim ortakların hisse oranı ne kadar yoğun olursa firma değeri bundan olumlu etkilenmektedir. Hâkim hissedarlar ile

diğer hissedarlar, sermaye yoğunluğunun artmasının temsil maliyetlerini azaltacağını, yöneticilerin daha iyi gözetleneceğini ve bunun da kendilerine olumlu yansıtacağını düşünmektedirler.

Sermayedar kimliklerini ele aldığımızda, muhasebe temelli değer değişkenleri içerisinde AHOB işletmeleri firma değerini olumlu yönde etkileme noktasında üç değişkenden ikisinde ön plana çıkmaktadır. Piyasa temelli değer değişkenlerine göre YAB değişkeni dört değişkenden üçünde göreceli bir üstünlüğe sahiptir. YİS değişkeni ise gerek muhasebe gerekse piyasa temelli değer değişkenlerinden birer tanesinde firma değerini olumlu yönde etkilemektedir. Kısaca, işletmelerde yabancı ortaklığının bulunmasının firma değerini olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir. Yatırımcılar, yabancılarla ortaklık yapmayı olumlu bir gösterge saymaktadır. Yabancıların teknolojik üstünlüklerini beraberinde getirmesi yanında yönetim konusundaki bilgi ve tecrübeleri, yerli yatırımcıların ilgilerini çekmektedir. Yabancıların, yatırım öncesi kârlı yatırım alanlarını tespit ederken ayrıntılı analizler yapması ve bunun sonucunda önemli miktardaki sermayeyi aktarması, yerli hissedarın tasarruflarını yönlendirme noktasında bu işletmeleri tercih etmede yanılmadığının önemli bir göstergesidir.

Bağımsız işletmelerin (BSİR) arkalarında holdinglerin ve güçlü ailelerin olmaması her iki değerlendirme değişkenlerinde firma değerini olumsuz yönde etkilemektedir. Sonuçlar, yönetim noktasında bu işletmelerin iyi yöneltilmediğine işaret etmektedir. Gelecekte bağımsız işletmelerin de rekabet ortamından güçlenerek çıkmaları halinde holdingleşmeleri kaçınılmaz görülmektedir.

Çalışmamız göstermiştir ki sermaye sahipliği firma değeri açısından önemlidir. Firma değerlemesi yapılırken bu kavram göz ardı edilmemelidir. Yatırımcılar, hissesini satın almayı düşündüğü firmaların sermaye sahipliğini de göz önünde bulundurmalıdır. Doğru yatırım kararı doğru değerlendirmeler ve ayrıntılı analizler sonucunda ortaya çıkmaktadır.

KAYNAKÇA

AGRAWAL Anup, KOEBER, Charles R.; “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol 31, No 3, September 1996, 377-397.

AITKEN, Brian, J., HARRISON, Ann, E.; “Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment: Evidence from Venezuela”, **American Economic Review**, 1999, 89: 605-618.

AKDOĞAN, Nalân, TENKER, Nejat; **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, Gazi Kitabevi, 2007.

AKTAN, Çoşkun, Can; Kurumsal Şirket Yönetimi, t.y. (erişim) <http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/aktan-kurumsal.pdf> 22.02.2007.

ALMEIDA, Heitor, WOLFENZON, Daniel; **A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups**, National Bureau of Economic Research, Working Paper 11368, May 2005, (erişim) <http://www.nber.org/papers/w11368> 13.12.2005.

AMOAKO-ADU, Ben, SMITH, Brain F., KALIMIPALLI, Madhu; “Concentrated Control: A Comparative Analysis of Single and Dual Class Structures on Corporate Value”, Miemo, Wilfrid Laurier University, 2007, (erişim) <http://ssrn.com/abstract=945550>, 27.01.2008.

ANDERSON, Gavin, ORSAGH, Matt; “The Corporate Governance Risk”, **Electric Perspectives**, 2004, 29 (1), 68.

ANDERSON, Ronald, C., REEB, David, M.; “Founding – Family Ownership and Firm Performance: Evidence From The S&P 500”, **The Journal of The Finance**, Vol. LVIII, No 3, June 2003, 1301-1328.

ARAS, Güler, MÜSLÜMOV, Alövsat; **Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği**, Kurumsal Yatırımcılar Derneği Yayınları, 2001.

ARIKAWA, Yasuhiro, KATO, Atsushi; **Cross Shareholding and Initiative Effects**, RIETI Discussion Paper Series 04-E-017, 2004, (erişim) <http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/04e017.pdf>, 12.12.2005.

ARJOON, Surendra; “Coporate Governance: An Ethical Perspective”, **Journal of Business Ethics**, 2005, 61: 343-352.

Atlantic Management Company; **ESOPs Questions and Answers**, t.y., (erişim), [http://www.atlantic-mgmt.com/files/File/D. %20ESOPs%20Q%20 & %20A%20\(revised%20040802\)%20.pdf](http://www.atlantic-mgmt.com/files/File/D.%20ESOPs%20Q%20&%20A%20(revised%20040802)%20.pdf), 03.01.2006.

BAE, Kee-Hong, KANG, Jun-Koo, KIM, Jin-Mo; "Tunnelling or Value Added? Evidence From Mergers by Korean Business Groups", **The Journal of Finance**, Vol. LVII, No 6, December 2002, 2695-2740.

BAĞDADIOĞLU, Enis; Özelleştirme, Türk-İş, erişim [http://www.turkis.org.tr/icerik / makaleozellestirme.htm](http://www.turkis.org.tr/icerik/makaleozellestirme.htm), 27.10.2006.

BEBCHUK, Lucian, KRAAKMAN, Aye, Reinier, TRIANTIS, George; **Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights**, Harvard Law School Olin Discussion Paper No. 249. 1999.

BECHT, Marco, BOLTON, Patric, RÖELL, Ailsa; **Corporate Governance and Control**, National Bureau of Economic Research Working Paper 9371, 2002. (erişim) <http://www.nber.org/papers/w9371.pdf>, 26.10.2006.

BERGLÖF, Erik, THADDEN, Ernest, Ludwing, von; **The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries**", Conference Paper, Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington D.C., June 1999.

BİLGE, Necip **Hukuk Başlangıcı**, 4.Bası, İstanbul, Turhan Kitabevi, 1983.

BOARDMAN, Anthony, E., SHAPIRO, Daniel, M., VINING, Aidan, R.; "The role of agency costs in explaining the superior performance of foreign MNE subsidiaries", **International Business Review**, 6, 1997, 295-317.

BUKKART, Mike, PANUNZI, Fausto, SHLEIFER, Andrei; "Family Firms", **The Journal of Finance**, Vol. LVIII, No. 5, October 2003, 2167-2201.

CADBURY, Adrian; **Family Firms and Their Governance: Creating Tomorrow's Company From Today's**, Egon Zender International, 2000.

CANBAŞ, Serpil, DOĞUKANLI, Hatice, DÜZAKIN, Hatice; "Tobin Q Oranı ve Günümüz İşletme Kararları Açısından Önemi", **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 13, Sayı 2, 2004, 57- 73.

CHO, Myeong-Hyeon; "Ownership Structure, Investment and The Corporate Value: An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**", Vol. 47, Issue 1, 1998, 103-121.

CLAESSENS, Stijn, DJANKOV, Simeon, LANG, Larry H.P.; "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", **Journal of Financial Economics**, 58, 2000, 81-112.

COFFEE, John, C., "The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control", **The Yale Law Journal**, Vol.111:1, September 24, 2001, 1-82.

CORNETT, Marcia M., MARCUS, Alan J., SAUNDERS, Anthony, TEHRANIAN, Hassan; "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance", **Journal of Banking and Finance**, 31, 2007, 1771-1794.

CRASWELL, Allen, T., TAYLOR, Stephen, L., SAYWELL, Richard, A.; "Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 5, 301-323.

CUERVO, Alvaro; "Corporate Governance Mechanisms: A Plea For Less Code of Good Governance and More Market Control", **Corporate Governance: An International Review**, Volume 10, Number 2, April 2002, 84-91.

ÇITAK, Levent; "The Impact of Ownership Structure on Company Performance; A Panel Data Analysis on Istanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies", **International Research Journal of Finance and Economics**, Issue 9, 2007, 231-245.

DALTON, Dan, R., DAILY, Catherine, M.; "Financial Performance of Founder-Managed versus Professionally Managed Corporations", **Journal of Small Business**, 30, 1992, 25-34.

Deminor Rating, **Application of The One Share- One Vote Principle In Europe**, March 2005, (erişim) <http://deminor.org/download.do?doc=deminoratingDocs/ABIOneShareOneVoteFullReport.pdf>. 14.06.2007.

DEMİRKAN, Senem; **Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları ve Türkiye İçin Öneriler**, Sermaye Piyasası Yeterlilik Etüdü, Ankara, 1999.

DEMSETZ, Harold, LEHN, Kennet; "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", **Journal of Political Economy**, 93, 1985, 1155-1177.

DEMSETZ, Harold, VILLALONGA, Belen; "Ownership Structure and Corporate Performance", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 7, 2001, 209-233.

DEMSETZ, Harold; "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", **The Journal of Law and Economics**, XXVI, June 1983, 375-393.

DENIS, Diane K., McCONNELL, John J.; "International Corporate Governance", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 38, No, 1, March 2003, 1-36.

DENIS, Diane K.; "Twenty Five Years of Corporate Governance Research...and Counting", **Review of Financial Economics**, 10, 2001, 191-212.

DU, Julian, DAİ, Yi; "Ultimate Corporate Ownership Structures and Capital Structures: Evidence from East Asian Economies", **Corporate Governance: An International Review**, January 2005, 13 (1), 60–71.

DUGGAL, Rakesh, MILLAR, James A.; "Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns", **Journal of Corporate Finance**, 5, 1999, 103-117.

DURNEV, Art, KİM, E., Han, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation" 14th Annual Conference on Financial Economics and Accounting (FEA); AFA 2004 San Diego Meetings, September 22, 2003. (erişim) <http://ssrn.com/abstract=391132> or DOI: 10.2139/ssrn.391132. 23.10.2006.

ERCAN, Metin, Kamil, ÖZTÜRK, M., Başaran, KÜÇÜKKAPLAN, İlhan, BAŞÇI, E., Savaş, DEMİRGÜNEŞ, Kartal; **Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması**, Literatür Yayıncılık, 2006.

EREN, Fikret; "Mülkiyet Kavramı", **A.Ü.H.F. Yayınları** No:351, 1974, s. 765-797.

FACCIO, Mara, LANG, Larry H. P.; "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", **Journal of Financial Economics**, 65, 2002, 365–395.

FAMA, Eugene, JENSEN, Micheal; "Seperation of Ownership and Control", **Journal of Law and Economics** 26, 1983, 301-325.

FILATOTCHEV, Igor, LIEN, Yung-Chin, PIESSE, Jenifer; "Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan", **Asia Pacific Journal of Management**, 22, 2005, 257-283.

FIRATOĞLU, Bahşayış; **Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler**, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2005.

FIRTH, Michael, FUNG, Peter, M.Y., RUI, Oliver M.; "Corporate Performance and Ceo Compensation in China", **Journal of Corporate Finance**, 12, 2006, 693-714.

GADHOUM, Yoser; "Politics and Finance: An Analysis of Ultimate Ownership and Control in Canadian and Us Corporations. Part I", **Problems and Perspectives in Management**, 3/2005. 22–33.

GEDAJLOVIC, Eric, SHAPIRO, Daniel, M.; "Ownership Structure and Firm Profitability in Japan", **Academy of Management Journal**, Vol. 45, No.2, 2002, 565-575.

GENÇTÜRK, Mehmet; **Kriz Döneminde Şirketlerin Hisse Yapılarının Performanslarına Etkisi**, Ekin Kitabevi, 2004.

GEORGAKOPOULOS, Nicholas L., "Corporate Defense Law for Dispersed Ownership", *Hofstra Law Review*, Vol.31:11, 2001, 11-120. (erişim) http://www.hofstra.edu/pdf/law_georgakopoulos.pdf , 20.01.2006.

GOMPERS, Paul, ISHII, Joy, METRICK, Andrew; **Incentives vs. Control: An Analysis of Dual-Class Companies**, December 2003, (erişim) <http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/1278.pdf> 17.12.2005.

GOVORI, Fadil; "The Institutional Investors: Important Functions", Institute for Finance and Management, June 2003, (erişim), <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/1542/>, 14.10.2006.

GÖNENÇ, Halit, "**Ownership Concentration and Corporate Performance; A Simultaneous Equation Framework for Turkish Companies**", in S. Altuğ and A. Filiztekin (ed.), *The Turkish Economy; The Real Economy, Corporate Governance, and Reform and Stabilization Policy*, Routledge Studies in Middle Eastern Economies 2006 (erişim), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=498263 05.12.2007.

GRANT, Jeremy, KIRCHMAIER, Thomas; "Corporate Control in Europe", **Corporate Ownership and Control**, Volume 2. Issue 2, Winter 2005, 65-76.

GUPTA, Nandini; "Partial Privatization and Firm Performance", **The Journal of Finance**, Vol. LX, No.2, April 2005, 987-1015.

GÜRBÜZ, Osman; "**Kurumsal Yönetim, Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler**", I. Uluslararası Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu, ed. Recep Pekdemir, İstanbul, Mart 2006.

GÜRİZ, Adnan; **Hukuk Başlangıcı**, 3.Bası, A.Ü. Hukuk Fakültesi Yayınları No:495, Ankara, A.Ü. Basımevi, 1992.

GÜRSOY, Güner, AYDOĞAN, Kürşat; "Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies", **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 38, No. 6, November-December 2002, 6-25.

GÜRSOY, Güner; **Equity Ownership Structure And Its Consequences: An Emprical Investigation in Turkish Firms**, Bilkent Üniversitesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2001.

HART, Oliver; "Corporate Governance: Some Theory and Implications", **The Economic Journal**, May 105, 1995, 678-689.

HERMALIN, Benjamin E., WEISBACH, Michael, S.; "**Boards of Directors As An Endogenously Determined Institution: A Survey Of The Economic Literature**", FRBNY Economic Policy Review, April 2003, 7-26.

HERMALIN, Benjamin E., WEISBACH, Micheal, S.; "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, Winter 1991, 101-112.

HIMMELBERG, Charles, P., HUBBARD, R. Glenn, PALIA, Darius; **Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance**, National Bureau of Economic Research Working Paper 7209, July 1999.

HOLDERNESS, Clifford, G., KROSZNER, Randall, S., SHEEHAN, Dennis, P.; "Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression", **The Journal of Finance**, Vol. 54, 2, April 1999, 435-469.

İVGEN, Hünkâr; **Hisse Senedi Yatırımcıları Analistler ve Şirket Yöneticileri için Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları, 2003.

JAMES, Harvey, S.; "Owner as Manager, Extended Horizons and The Family Firm", **International Journal of The Economics of Business**, Vol. 6, No. 1, 1999, 41-55.

JENSEN, Micheal C., MECKLING, William, H.; "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, 3, 1976, 305-360.

JONES, Derek C., KATO, Takao; "The Productivity Effects of Employee Stock Ownership Plans and Bonuses: Evidence From Japanese Panal Data", **The American Economic Review**, Vol. 85, No. 3, June 1995, 391-414.

JONES, Steven L., MEGGINSON, William L., NASH, Robert, C., NETTER, Jeffry, M.; "Share Issue Privatizations As Financial Means to Political and Economic Ends", **Journal of Financial Economics**, 53, 1999, 217-253.

KARAKAYA, Aykut; **Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi**, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Trabzon, 2004.

KARAN, Mehmet, Baha; **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, 2001.

KARPUZOĞLU, Ebru; "Aile Şirketi Nedir? Temel Özellikleri Nelerdir?" Kobi Finans, (erişim) http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020603/483, 22.09. 2006.

KARSLIOĞLU, Hasan; “**Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylar**”, Türk Hukuk Sitesi, 2006, (erşim) http://www.turkhukuksitesi.com/makale_310.htm 12.06.2007.

KATO, Takao, KUBO, Katsuyuki; “CEO Compensation and Firm Performance in Japan: Evidence From New Panel Data on Individual CEO Pay”, **Journal of The Japanese and International Economies**, 20, 2006, 1-19.

KHANNA, Tarun, PALEPU, Krishna; “**Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance**”, National Bureau of Economic Research-NBER Working Papers 6955, 1999, (erişim) <http://www.nber.org/papers/w6955> 09.09.2007.

KING Michael R., SANTOR, Eric; “Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms”, **Bank of Canada Working Paper 2007-40**, 2007.

KIRIM, Arman; **Aile Şirketlerinin Yönetimi**, Sistem Yayıncılık, İstanbul, 2005.

KIYILAR, Murat, BELEN, Muhammet; “**Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri; Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi**”, I. Uluslararası Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu, ed. Recep Pekdemir, İstanbul Mart 2006.

KİLCİ, Metin; **Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları – 6**, Devlet Planlama Teşkilatı, DPT.YBM 18 Kasım 1998, (erişim) <http://ekutup.dpt.gov.tr/kit/kilcim/ozel6.html>, 12 Haziran 2007.

KO, Kwangsoo, KIM, Keunsoo, CHO, Sung Hoon; “Characteristics and Performance of Institutional and Foreign Investors in Japanese and Korean Stock Markets”, **Journal of The Japanese and International Economies**, 21, 2007, 195-213.

KRISHNAMURTI, Chandrasekhar, SEVIC, Aleksandra, SEVIC, Zeljo; “Legal Environment, Firm-Level Corporate Governance and Expropriation of Minority Shareholders in Asia”, **Economic Change and Restructuring**, 38, 2005, 85–111.

KULA, Veysel; **Kurumsal Yönetim: Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, Papatya Yayıncılık, 2006.

KWAK, Mary; “The Advantages of Family Ownership“, MIT Sloan Management Review, Winter 2003, 12.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florecio, SHLEIFER, Andrei; “Corporate Ownership Around The World”, **The Journal of Finance**, Vol. LIV, No. 2, April 1999, 471-517.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florecio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert; "Investor Protection and Corporate Governance", **Journal of Financial Economics**, 58, 2000, 3-27.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY Robert W.; "Agency Problems and Dividend Policies Around The World", **The Journal of Finance**, Vol. LV, No 1, February 2000b, 1-33.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY Robert W.; **Investor Protection: Origins, Consequences, Reform**, The World Bank Financial Sector Discussion Paper No.1, September 1999.

LEONARD, Johanthan S.; "Executive Pay and Firm Performance", **Industrial and Labor Relations Review**, Vol. 43, Special Issue, February 1990, 13-29.

LIVINGSTONE D., T., HENRY, James, B.; "The Effect of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Profits", **The Journal of Risk and Insurance**, Vol.47, No.3, September 1980, 491-505.

LODERER, Claudio, F., MARTIN, Kenneth, J.; "Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces", **Journal of Financial Economics**, Vol. 5, 595-612.

McCLURE, Ben; **The Two Sides of Dual-Class Shares**, Investopedia, 22 September 2004, (erisim) <http://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/092204.asp>, 16.12.2005.

McCONAUGHY, Daniel L., WALKER, Micheal C., HENDERSON, Glenn V., MISHRA, Chandra S.; "Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value", **Review of Financial Economics**, Vol.7, No1, 1998, 1-19.

McCONNELL, John J., SERVAES, Henri; "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", **Journal of Financial Economics**, 27, 2, 1990, 595-612.

MEGGINSON, William; **Corporate Finance Theory**, Addison Wesley, 1997.

MISHRA, Chandra S., RANDOY, Trond, JENSSEN, Jan Inge; "The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance", **Journal of International Financial Management and Accounting**, 12:3, 2001, 235-259.

MISHRA, Chandra, S., McCOAUGHY, Daniel L.; "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and The Aversion to Debt", **Entrepreneurship Theory and Practice**, Summer 1999, 53-64.

Ministry of Enterprise, Energy and Communications, Government Offices of Sweeden, **State Ownership Policy**, Ministry Report, 2004.

MORCK, Randall K., SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert; "Management Ownership and Firm Valuation", **Journal of Financial Economics**, 20, 1988, 293-315.

MORCK, Randall K., WOLFENZON, Daniel, YEUNG, Bernard; "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth", **Journal of Economic Literature**, 43(3), 2005, 655-720.

MORCK, Randall, PERCY, Micheal, TIAN, Gloria, YEUNG, Bernard; **The Rise and Fall of The Widely Held Firm in Canada**, National Bureau of Economic Research Working Papers, 2003.

MORCK, Randall, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W.; "Alternative Mechanisms for Corporate Control", **The American Economic Review**, Vol. 79, No. 4, September 1989, 842-852.

MORCK, Randall, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W.; "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**, 20, 1988, 293-315.

MORCK, Randall, SHLEIFER, Andrei, VISHNY; **Management Ownership and Corporate Performance: An Empirical Analysis**, National Bureau of Economic Research Working Paper 2055, October 1986.

MORCK, Randall; **Why Some Double Taxation Might Sense: The Special Case of Inter-Corporate Dividends**, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 9651, April 2003, (erişim) <http://www.nber.org/papers/w9651>, 14.12.2005.

MURPHY, Kevin J.; **Executive Compensation**, 1999, (erişim) <http://www-rcf.usc.edu/~kjmurphy/ceopay.pdf>, 20.04.2007.

MUSTAKALLIO, Mikko A.; **Contractual and Relational Governance In Family Firms: Effects on Strategic Decision-Making Quality and Firm Performance**, Helsinki University of Technology Institute of Strategy and International Business Doctoral Dissertations, 2002.

NCEO - The National Center for Employee Ownership; **A Short History of the ESOP**, (erişim) <http://www.nceo.org/library/history.html>, 02.01. 2006.

NCEO - The National Center for Employee Ownership; **How an Employee Stock Ownership Plan (ESOP) Works**, (erişim) <http://www.nceo.org/library/esops.html>, 23.12.2005.

NCEO - The National Center for Employee Ownership; **Selling Stock in A Closely Held Business to An ESOP**, (erişim) <http://www.nceo.org/library/selling.html> 17.02.2006b.

NENOVA, Tatiana; "The Value of Corporate Voting rights and Control: A Cross-country analysis", **Journal of Financial Economics**, 68, 2003. 325-351.

NGUYEN, Cuong M., LE, Quan V.; "Institutional Constraints and Private Sector Development: The Textile and Garment Industry in Vietnam", **Asean Economic Bulletin**, Vol. 22, No. 3, 2005, 297-313.

OECD, High Level Experts Meeting on Corporate Governance Development of State Owned Enterprises in Russia, Meeting co-organised by The Russian Ministry for Economic Development and Trade and the OECD, 14-15 December 2006, (erişim) <http://www.oecd.org/dataoecd/28/60/38699445.pdf>, 27.01.2008.

OECD, **Patents and Innovation in International Context**, OECD/ GD (97) 210, Paris, 1997.

OECD; **Institutional Investors Statistical Yearbook 1992-2001**, 2003.

OECD; **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, 2004, çev. Kurumsal Yönetim Derneği, Yayın no. KYD-Y/2005-01-01, Ocak 2005.

OHKUSA, Yasushi, OHTAKE, Fumio; "The Productivity Effects of Information Sharing, Profit Sharing, and ESOPs", **Journal of The Japanese and International Economies**, 11, 1997, 385-402.

OMRAN, Mohammed; "Performance Consequences of Privatizing Egyptian State-Owned Enterprises: The Effect of Post-Privatization Ownership Structure on Firm Performance", **Multinational Finance Journal**, Vol. 8, Mar-June 2004, 73-114.

OOGHE, Hubert, De VUYST, Veerle; **The Anglo-Saxon Versus The Continental European Corporate Governance Model: Empirical Evidence Of Board Composition In Belgium**, Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper, t.y., (erişim) <http://www.vlerick.be/research/workingpapers/vlgms-wp-2001-06.pdf>, 26.05.2007.

OPPER, Sonja; "The Political Economy of Privatization: Empirical Evidence from Transition Economies", **Kyklos**, Vol. 57, 2004, 559-586.

ÖNDER, Zeynep; "İMKB'deki Türk Şirketlerinde Mülkiyet Yapısı ve Şirketin Performansına Etkisi", **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt:2, Sayı:2, Haziran 2000, 51-68.

ÖNDER, Zeynep; "Kurumsal Şirket Yönetimi Konusunda OECD İlkeleri, Diğer İlkeler ve Türkiye", **Kurumsal Şirket Yönetim**, der. Ali Tarhan, Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası yayını, 2003.

ÖZKAN, Mustafa; Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurumu, (erişim) http://www.ydk.gov.tr/egitim_notlari/kit'lerin%20denetimi.htm, 27.10.2006.

ÖZTÜRK, Nursel; **Özelleştirme**, Yüksek Denetleme Kurumu, (erişim) http://www.ydk.gov.tr/egitim_notlari/ozellestirme.htm, 28.10.2006.

PAJUSTE, Ante; **Determinants and Consequences of Dual Class Shares**, European Central Bank Working Paper Series, No 465, March 2005.

PARK, Sangsoo, SONG Moon, H.; “Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders”, **Financial Management**, Vol.24, No.4, Winter 1995, 52-65.

PATIBANDLA, Murali; “Equity Pattern, Corporate Governance and Performance: A Study of India’s Corporate Sector”, **Journal of Economic Behavior & Organization**, Vol. 59, 2006, 29-44.

PAZARLIOĞLU, M., Vedat, GÜRLER, KİREN, Özlem; “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 44, Sayı: 508, 2007, 35 – 43.

PEDERSEN, Torben, THOMSEN, Steen; “Economic and Systemic Explanations of Ownership Concentration Among Europe’s Largest Companies”, **International Journal of the Economics of Business**, Vol. 6, No. 3, 1999, 367-81.

PEDERSEN, Torben, THOMSEN, Steen; “Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity”, **Journal of Management and Governance**, 7, 2003, 27-55.

PEJOVICH, Svetozar; **Immorality of The Transition Industry: The Case of Eastern Europe**, International Centre for Economic Research Working Paper, t.y.

PEROTTI, Enrico; **State Ownership: A Residual Role?**, World Bank Research Paper, 3407, September 2004.

POWELL, Ronald G.; “Modelling Takeover Likelihood”, **Journal of Business Finance and Accounting**, 24 (7), September 1997, 1009-1030.

RANDOY, Trond, JESSEN, Jan, Inge; **Family Firms and Good Corporate Governance: Altruism and Agency Considerations**, European Academy of Management Meeting, Milan, Italy, 2003, (erişim) <http://finance.bi.no/~charlotte/Seminars/Randoy2003.pdf> tarihi: 22.11.2007.

Reha Medin Emlak Hizmetleri, (erişim) <http://www.rehamedin.com/SubPage.aspx?PageID=49>, 11.02.2007.

SAĞLAM, Necdet; **Dünyada ve Türkiye’de Aile Şirketlerinin Durumu**, Kobi Finans, (erişim) http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020603/455 22.09.2006.

SCHUMANN, Dirk; "Buddenbrooks Revisited: The firm and the entrepreneurial family in Germany during the nineteenth and early twentieth centuries," **Authority and Control in Modern Industry: Theoretical and Empirical Perspectives**, der. Paul M. Robertson, London, UK: Routledge, 1999. (erişim) <http://site.ebrary.com/lib/gazi/Doc?id=10054791&page=237> 10.09.2006.

Sermaye Piyasası Kurulu, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, 2003, (erişim) http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleri.pdf, 23.02.2007.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W.; "Large Shareholders and Corporate Control." **Journal of Political Economy**, 94(3), 1986, 461-88.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert; "A Survey of Corporate Governance", **The Journal of Finance**, Vol LII, No.2, June 1997, 737-783.

SOYAK, Alkan; **Küreselleşme Sürecinde Ulusal Teknoloji Politikası ve Türkiye: Sınai Mülkiyet Hakları ve Ar-Ge Teşvikleri Açısından Bir Çözümleme**, İstanbul, Bilim ve Teknik Yayınevi, 2000.

STATKONSULT, Roger, Josevold: "**Reforming Public Enterprises: Norway**", OECD Public Management Service, 1998.

Stein, Jeremy C.; "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior", **Quarterly Journal of Economics**, 1989, 104(4), 655-69.

SUN, Qian, TONG, Wilson H.S., TONG, Jing; "How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience", **Journal of Business Finance & Accounting**, 29 (1) & (2), January/March 2002, 1-27.

TANDIRCIOĞLU, Haluk; "Geçiş Ekonomilerinde Özelleştirme", Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 4, Sayı:3, 2002, 198-226.

THESMAR, D; **The Governance of Subsidiaries: How Pyramidial Ownership Magnifies The Separation of Ownership and Control**, Institut National De La Statistique Et Des Etudes Economiques Working Papers, n 2001-14, 2001. (erişim) <http://www.crest.fr/doctravail/document/2001-14.pdf> 12.12.2005.

THOMSEN, Steen, PEDERSEN, Torben; "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", **Strategic Management Journal**, 21, 2000, 689-705.

TÜREL, Oktar; **Özelleştirme Üzerine Notlar**, İktisat Toplum, 11 Ağustos 2003 (erişim) http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_BSB/IktisatToplum_11Agu-Turel.doc, 10.09.2006.

Türk Dil Kurumu, **sahiplik**, (erişim) <http://www.tdk.gov.tr/TR/SozBul.aspx?F6E10F8892433CFFAA6AA849816B2EF4376734BED947CDE&Kelime=sahiplik>, 10.02.2007.

TÜSİAD, **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, Yayın No. TÜSİAD-T/2002-12/336, Aralık 2002.

UĞURLU, Mine; “Agency Costs and Corporate Control Devices in the Turkish Manufacturing Industry”, **Journal of Economic Studies**, Vol. 27, No. 6, 2000, 566-599.

UĞURLU, Mine; “Ownership Structure and Corporate Strategies: Evidence from the Turkish Manufacturing Industry”, **Boğaziçi Journal: Review of Social, Economic and Administrative Studies**, 12, 2, 1998, 75-98.

WEISBACH, Michael S.; “Corporate Governance and Hostile Takeovers”, **Journal of Accounting and Economics**, 16, 1993, 199-208.

WELCH, Emma; “The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies”, **Australian Journal of Management**. Vol. 28. No.3, December 2003, 287- 305.

WESTHEAD, Paul, HOWORTH, Carole, COWLING, Marc; “Ownership and Management Issues in First Generation and Multi-Generation Family Firms”, **Entrepreneurship & Regional Development**, 14, 2002, 247-269.

WILMORE, Larry, N; “The comparative performance of foreign and domestic firms in Brazil”, **World Development**, 1986, 4: 499-517.

WIWATTANAKANTANG, Yupana; “Controlling Shareholders and Corporate Value: Evidence from Thailand”, **Pacific Basin Finance Journal**, Vol. 9, 2001, 323-362.

Wikipedia, (erişim) <http://en.wikipedia.org/wiki/Owner>, 10.02.2007.

Wikipedia, Institutional Investor, (erişim) http://en.wikipedia.org/wiki/Institutional_investors erişim tarihi 10.01.2006.

Wikipedia; Public Ownership, (erişim) http://en.wikipedia.org/wiki/State_ownership, 18.05.2006.

WYMEERSCH, Eddy; “**Shareholder Rights in Cases Related Parties Transactions**”, 3. Euroasian Corporate Governance Roundtable Symposium Kyiv, Ukraine, 2002.

XU, Xiaonian, WANG, Yan; “**Ownership Structure, Corporate Governance and Firms’ Performance; The Case of Chinese stock Companies**”, World Bank Policy Research Working Paper 1997, (erişim) <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/WPS1700series/wps1794/wps1794.pdf> 12.06.2007.

YEH, Yin-Hua; “Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value”, **Corporate Governance: An International Review**, Volume 13, Number 2, March 2005, 313–325.

YURTOĞLU, Burçin; “Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey”, **Corporate Ownership & Control**, Vol.1, Issue 1, Fall 2003, 72-86.

ÖZET

SAKINÇ, İlker. Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İlişkisi, Doktora Tezi, Ankara, 2008.

Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı, 2002 – 2006 yılları arası faaliyet gösteren 169 imalat sanayi işletmesinin sermaye sahiplik özellikleri tanımlanmış ve sermaye sahipliğinin firma değerine olan etkileri panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. İmalat sanayi işletmelerinin çoğunlukla yoğunlaşmış sahiplik yapısında oldukları ve bu işletmelerin %60'ında hakim ortakların holdingler olduğu tespit edilmiştir. Bu holdingleri ise belirli ailelerin ve grupların yönettiği bilinmektedir. Sermaye sahiplik yapısı iki ana alt değişken ile açıklanmıştır. Bunlar: sermaye yoğunluğu ve sermayedar kimlikleridir. Çalışmamızda sermaye yoğunluğunun artması piyasa temelli değer değişkenlerini muhasebe temelli değer değişkenlerine göre daha çok arttırdığı tespit edilmiştir. Halka açıklık oranının artması ise firma değerini azaltmaktadır. Sermayedar kimlikleri içerisinde firma değeri değişkenlerini olumlu yönde en fazla etkileyen kimliğin yabancılarla ortaklık yapan işletmeler olduğu sonucuna varılmıştır. Yabancıların ortaklığı firma değerini artırmaktadır. Diğer taraftan, bağımsız işletmelerin firma değeri değişkenlerini olumsuz yönde etkilediği belirlenmiştir.

Anahtar Sözcükler

1. Sermaye Sahipliği Yapısı
2. Sermaye Yoğunluğu
3. Sermayedar Kimliği
4. Firma Değeri
5. Kurumsal Yönetim

ABSTRACT

SAKINÇ, İlker. The Relationship Between Equity Ownership and Firm Value, Ankara, 2008.

This study describes the main characteristics of equity ownership structure of the 169 manufacturing industry companies on the Istanbul Stock Exchange (ISE) between 2002 – 2006 years and examines the impact of equity ownership structure on the firm value by panel data analysis. It is determined that the manufacturing industry companies can be characterized as highly concentrated and the ultimate owners in the %60 of these corporations are holding companies. It's known that in Turkey holding companies are controlled by the definite families or groups. Equity ownership structure is defined by two sub-variables: Ownership concentration and ownership identity. Our study shows that increasing in ownership concentration increases the market based value variables more than accounting based value variables. However, raising of going public rates resulted in decline in firm value. We conclude that, the most affecting identity on firm value variables in the all ownership identities is the firms which have a foreign partnership. In our study, the foreign partnership increases the firm value. On the other hand, it is determined that independent firms have negative influence on the firm value variables.

Key Words

1. Equity Ownership Structure
2. Ownership Concentration
3. Ownership Identity
4. Firm Value
5. Corporate Governance