

## Sahiplik Yapısının Değer Odaklı Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisi: BİST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama\*

(The Effect of Ownership Structure on Value Driven Performance Measures: An Application on The BIST Manufacturing Sector)

Emre HORASAN <sup>a</sup> CebraİL MEYDAN <sup>a</sup> Tuncer YILMAZ <sup>a</sup>

<sup>a</sup> Kafkas Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Kars, Türkiye. [ehorasan@yahoo.com](mailto:ehorasan@yahoo.com)

<sup>b</sup> Aydın Adnan Menderes Üniversitesi, Söke İşletme Fakültesi, Aydın Türkiye. [cebrailmeydan@gmail.com](mailto:cebrailmeydan@gmail.com)

<sup>c</sup> Kafkas Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Kars, Türkiye. [tcryilmaz@gmail.com](mailto:tcryilmaz@gmail.com)

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
<p><b>Anahtar Kelimeler:</b> Sahiplik Yapısı EVA MVA BİST İmalat Sektörü</p> <p>Gönderme Tarihi 11 Aralık 2018 Revizyon Tarihi 20 Mart 2019 Kabul Tarihi 24 Mart 2019</p> <p><b>Makale Kategorisi:</b> Araştırma Makalesi</p>	<p><b>Amaç</b> – Araştırmanın amacı, Borsa İstanbul (BİST)'da hisse senetleri işlem gören imalat sanayi şirketlerinin sahiplik yapılarının değer odaklı performans ölçütleri üzerinde bir etkisi olup olmadığını istatistiksel analizler ile tespit etmektir.</p> <p><b>Yöntem</b> – İşletmelerin sahiplik yapısı (bağımsız) değişkenleri olarak <i>yönetim kurulu büyüklüğü, halka açıklık oranı, halka açıklık süresi ve işletmenin yaşı</i> alınmıştır. Bağımlı değişken olarak değer odaklı performans ölçütleri olan <i>Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA) ve Piyasa Katma Değeri (Market Value Added-MVA)</i> alınmıştır. Ayrıca analizlerde, işletmelerin ilgili döneme ait <i>toplam varlıklarının doğal logaritması</i> kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Araştırmada, işletmelerin 2011-2017 dönemine ait yıllık verileri (verilerine eksiksiz ulaşılan 124 işletme), JASP paket programı yardımıyla gerekli istatistiksel analizler (regresyon) yapılarak, değişkenler arasındaki ilişkinin varlığı ve yönü irdelenmiştir.</p> <p><b>Bulgular</b> – Regresyon analizinden elde edilen istatistiksel sonuçlara göre, sahiplik yapısının EVA üzerinde bir etkisinin olmadığı, kontrol değişkeninin etkisinin ise anlamlı olduğu, MVA modelinde ise halka açıklık oranı ile kontrol değişkeninin etkisinin anlamlı olduğu gözlemlenmiştir.</p> <p><b>Tartışma</b> – Araştırma bulgularına göre, işletmelerin yönetim kurullarının büyüklüğü, işletmenin yaşı ve halka açıklık süresinin işletmelerin Piyasa Katma Değerleri (MVA) ile Ekonomik Katma Değer (EVA)'leri üzerinde bir etkileri tespit edilmemiştir. Halka açıklık oranının MVA üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu, toplam varlıklarının EVA üzerinde negatif, MVA üzerinde ise pozitif bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır.</p>
ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p><b>Keywords:</b> Ownership Structure EVA MVA BIST Manufacturing Sector</p> <p>Received 11 December 2018 Revised 20 March 2019 Accepted 24 March 2019</p> <p><b>Article Classification:</b> Research Article</p>	<p><b>Purpose</b> – The purpose of study is to determine whether the ownership structures of the manufacturing companies in Borsa Istanbul (BIST) have an impact on value-based performance measures by statistical analysis.</p> <p><b>Design/methodology/approach</b> – The size of the board of directors, the free-float rate, the free float period and the age of the enterprise are taken as ownership variables of the enterprises. Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) were taken as value, or in other words, the performance criteria, which are considered as modern. In the analysis, the natural logarithm of the total assets of the enterprises was taken as the control variable. In the study, the annual data of the enterprises for the period of 2011-2017 is included. With the help of the JASP package program, the 7-year complete data of 124 enterprises were analyzed and the existence and direction of the relationship between the variables are examined.</p> <p><b>Findings</b> – According to the statistical results obtained in the regression analysis, it was observed that the ownership structures had no effect on EVA, the effect of the control variable was significant, and the effects of the control variable and the free float ratio on the MVA model was significant.</p> <p><b>Discussion</b> – According to the research findings, the size of the board of directors, the age of the enterprise and the duration of the freehold have not been determined on the companies' Market Value Added (MVA) and Economic Value Added (EVA). It has been found that the free float ratio has a negative effect on MVA, its total assets have a negative effect on EVA and a positive effect on MVA.</p>

\*Bu çalışma; 10 – 11 Ekim 2018'de Ardahan'da düzenlenen I. Uluslararası Siyaset ve Sosyal Bilimler Sempozyumu'nda özet bildiri olarak sunulan çalışmanın genişletilmiş halidir.

### Önerilen Atıf/ Suggested Citation:

Horasan, E., Meydan, C., Yılmaz, T. (2019). Sahiplik Yapısının Değer Odaklı Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisi: BİST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11 (1), 720-731.

## 1. Giriş

Sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişki yönetim ve finans araştırmalarının merkezinde yer almaktadır. Sahiplik yapısı, kurum (şirket) sermayesi ve oy kullanma hakkına göre mülkiyetin tahsisi olarak tanımlanır. Bu tanım aynı zamanda pay sahiplerinin kimliğine de atıfta bulunur (Al-Thuneibat, 2018, s. 3). Firmaların sahiplik yapılarının aile, kurumsal, devlet, yabancı, çalışan, yönetici ya da dağıntık sahiplik olarak sınıflandırılabilir. Sahiplik yapısı, kurumsal yönetimde, temsil maliyetlerine ilişkin temel kontrol mekanizmalarından biri olarak önemli bir rol oynamaktadır.

Yukarıdaki tanımında da görüldüğü üzere sahiplik yapısı, çok boyutlu bir yapıdır ve bu nedenle tek bir değişken tarafından yansıtılamaz. Sahiplik bilgilerini yapılandıran iki ana boyut, sahiplik yoğunluğu ve sahiplik türüdür. *Sahiplik yoğunluğu*, bir hisse büyüklüğünü veya hisse miktarını temsil eden mülkiyet hakkında niceliksel bilgi verir. İkinci boyut, *sahibin kimliği*, hissedarın türü ile ilgili nitel bilgilerdir. Bu bilgi önemlidir çünkü farklı sahip tipleri farklı güdülere (saiklere), fayda fonksiyonlarına ve kontrol araçlarına sahiptir (Grob, 2007, s. 10).

Firma sahiplerinin ve ortaklarının temelde amacı; servetlerini (hissedar değerini) maksimize etmek olduğu için firmaya yaptıkları yatırımın getirisine ilişkin bir ölçüme ihtiyaç duyarlar. Yapılan yatırımın getirisinin yani diğer bir ifadeyle yatırılan sermayeyle ne kadar değer elde edildiğinin ölçülmesi için muhasebe tabanlı ve değer tabanlı ölçüm yöntemleri kullanılmaktadır. Ancak muhasebe tabanlı ölçüm yöntemleri, elde edilen getiriyi hesaplarken sermayenin maliyetini göz önünde bulundurmamaları nedeniyle değer tabanlı ölçüm yöntemlerine göre sermayenin ne kadar verimli yönetildiğini açıklamada yetersiz kalmaktadırlar. Bu nedenle; içsel bir değer tabanlı ölçüm yöntemi olan EVA ve dışsal bir değer tabanlı ölçüm yöntemi olarak MVA yöneticiler ve firma sahipleri ve ortakları açısından ön plana çıkmaktadır.

Bu çalışmanın amacı; değer tabanlı performans ölçütleri olan EVA ve MVA ile sahiplik yapısını temsil eden yönetim kurulu büyüklüğü, halka açıklık oranı, halka açıklık süresi ve işletmenin yaşı değişkenleri arasındaki ilişkinin varlığını ve gücünü göstermektir.

## 2. Değer Odaklı Performans Ölçütleri

Şirketlerin bir performans ölçüm sistemi kullanmasının temelinde, organizasyonun yaptığı faaliyetlerinin performansını ölçüp daha da iyileştirmeye çalışma amacı yatmaktadır. Bu nedenle; şirket, performansını ölçmede en uygun ve güvenilir yöntemi seçip uygularsa, gerçek durumunu ölçebilir ve yönetebilir. Günümüzde, EVA (Ekonomik Katma Değer) ve MVA (Piyasa Katma Değeri), şirketlerin ve dolayısıyla yönetimlerin performanslarının ölçülmesi için önemli araçlar haline gelmiştir. EVA ve MVA; hem şirketlerde performans değerlemesi açısından yönetim kontrol sisteminin bir aracı olarak kullanılması ve hem de hissedar değeri yaratılması ve değerlendirilmesi hedefiyle bir uyum içinde olmasından dolayı ön plana çıkmıştır. Şirket yöneticileri ve özellikle de finans yöneticileri, MVA'nın ve EVA'nın performans ölçümündeki potansiyelini ve başarısını gördükçe, bu iki ölçüm tekniği şirketlerin finansal performansını değerlemede genel kabul görmüş performans ölçüm araçları haline gelmişlerdir.

MVA, yönetsel faaliyetlerin hissedar değeri üzerindeki etkisini bir şirketin kuruluşundan itibaren değerlendirirken, EVA belirli bir yıldaki yönetim verimliliğini değerlemektedir. Geleneksel karlılık ölçütlerinden farklı olarak, hem MVA hem de EVA ölçüm yöntemleri, sermayenin maliyetini hesaba katmaktadır (Sandhar, et al., 2014, s. 40). Yani; sermayenin maliyetinin dikkate alınması, şirket faaliyetlerinin riskinin de dikkate alındığı anlamına gelmektedir.

Çalışmada yer alan değer tabanlı performans değerlendirme yöntemlerinden EVA'nın temeli, Franco Modigliani ve Merton H. Miller'ın Ekim 1961'de, Journal of Business'da yayımladıkları "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares" adlı makalelerinde öne sürülen serbest nakit akışı ve firmanın nakit bazında değerlendirilmesine dayanmaktadır. Bennett Stewart ve Stern, Stewart & Company'den Joel Stern tarafından serbest nakit akışı ve firmanın nakit bazında değerlendirilmesi, EVA kavramına genişletilmiş ve 1989 yılında New York merkezli danışmanlık firması Stern Stewart tarafından tescil edilmiştir. Hem bir değer ölçüsü hem de bir performans ölçüsü olan EVA, bir işletmenin hissedar varlığını yaratıp yaratmadığına ilişkin bir ölçüm aracıdır. EVA, firmanın sermaye maliyetinden daha fazla getiri elde edip edemediğini ölçmekte ve getiri, sermaye maliyetini aşarsa, hissedarlar için varlık yarattığı anlamına gelmektedir (Durant, 1999, s. 2).

Stewart (1991) EVA'yı; her birimin kendi faaliyetlerinden elde ettiği net kazanç (NOPAT) ile yine her birimin sermaye maliyetinin farkı olarak tanımlarken (Sabol & Sverer, 2017, s. 20); Tully (1993), vergilerden ve sermaye maliyetinden sonra net faaliyet karı olarak tanımlamıştır. Burada sermayeden kastedilen, firmanın toplam aktiflerine karşılık gelen tutardır (Durant, 1999, s. 2).

$$\text{EVA} = \text{Net Faaliyet Karı} - \text{Vergiler} - \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}$$

Kang vd. (2002) EVA'yı, belli bir dönem boyunca işletmeye eklenen değer miktarını gösteren bir ölçüt olarak (Kang et al., 2002, s. 49) , Hall & Geysler (2004), bir işletmenin borçlarının ve özsermayesinin toplamından oluşan sermayesinin maliyetinden sonra ekonomik değerini yani kârlılığını ölçmenin bir yolu olarak tanımlamıştır (Hall, J.H. & Geysler, J.M, 2004, s. 4). Yani EVA; fiili ekonomik kârın, hissedarların ve borç verenlerin benzer risklere sahip diğer menkul kıymetlere yatırım yaparak beklediği asgari getiri oranını aştığı veya altında kaldığı kısmıdır (Sandhar, et al., 2014, s. 40).

Mevcut sermaye tutarında faaliyet kâr marjı artarsa, yatırılacak ilave sermayenin maliyetinden daha yüksek getiri sağlayacak yeni projelere yatırım yapılırsa ve getirisi olmayan projeler tasfiye edilirse; EVA artar (Hall, J.H. & Geysler, J.M, 2004, s. 6).

Bir işletmenin dönemsel olarak yarattığı ya da kaybettiği değeri ifade eden EVA; pozitifse işletmenin sermayesine değer kattığı (sermayesinin maliyetinden daha yüksek net getiri sağladığı), negatifse, işletme sermayesinin aşındığı (getirinin sermayesinin maliyetinin altında kaldığı) sonucunu ortaya koyar (Gökçen, 2004, s. 105).

EVA, şirketin ekonomik değerindeki değişimleri ölçmede başarısız olan muhasebedeki bilgilere dayanan geleneksel performans ölçüm araçlarından farklıdır ve Stewart (1991)'a göre; EVA, hedefleri belirlemek, performansını değerlendirmek, ikramiyeleri belirlemek, yatırımcılarla iletişim kurmak ve her türlü sermaye bütçeleme ve değerlendirme için kullanılan doğru ölçümdür (Sabol & Sverer, 2017, s. 21).

Değere dayalı yönetim anlayışının gittikçe yaygınlaşması ile birlikte hissedarların koydukları sermayenin artıp artmadığı sorusuna yanıt aramak için şirketin MVA değerlerine bakılması gerektiği savunulmuştur (Topal, 2008, s. 254).

Çalışmada yer alan diğer değer tabanlı performans değerlendirme yöntemi olan MVA yöntemi de EVA gibi Stern Stewart danışmanlık firması tarafından geliştirilmiş bir performans ölçüsüdür. MVA'nın amacı yatırılan sermayeye ne kadar değer eklendiğinin ya da yatırılan sermayenin ne kadar başarılı yönetildiğinin ölçülmesidir (Ertuğrul, 2009, s. 30) .

$$\text{MVA} = \text{Piyasa Değeri} - \text{Toplam Yatırılan Sermaye}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Borcun Piyasa Değeri} + \text{Özsermayenin Piyasa Değeri}$$

MVA, bir şirketin piyasa değeri ile sermayesi arasındaki farktır. Başka bir ifadeyle MVA; bir şirketin yarattığı değeri, sermayenin cari piyasa değerinden bu yatırımın yapıldığı tarihte şirkete yatırılan fonları düşerek ölçmektedir. (Zafiris & Bayldon, 1999, s. 85). Bu nedenle, MVA'nın maksimize edilmesi, hissedar değeri konusunu ön plana alan bir şirket için temel hedeftir (Sandhar, et al. 2014, s. 40). MVA, şirketin faaliyetlerini yürütmek için elinde bulundurduğu kaynaklarını, şirketin piyasa değerini artırmada ne ölçüde etkin kullandığını dikkate alarak, şirket yönetiminin performansını ölçen ve değerleyen bir dış ölçüm aracıdır (Topal, 2008, s. 254).

Dolayısıyla, MVA'yı inşa etmek için firmanın bir süre zarfında pozitif (ve tercihen büyümekte olan) EVA elde etmesi gerekmektedir. Sermaye piyasasının, firmanın sermayesinin fırsat maliyetinin üstüne çıkabileceğini er ya da geç yansıtacağı varsayımıyla, olumlu EVA tahmini MVA artış beklentisi ile eşdeğerdir. (Zafiris & Bayldon, 1999, s. 87) . Yani; MVA pozitif ancak sermaye maliyetinin altında gerçekleşirse firmanın piyasa değeri artmış ancak hissedarların varlıkları aşınmış olur. Bu nedenle; sermaye

maliyetinin üzerinde bir getiri elde edilirse yani pozitif EVA gerçekleşirse MVA anlamlı hale gelmektedir (Ertuğrul, 2009, s. 31).

Yapılan açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, EVA ve MVA performans ölçüm yöntemleri, yatırılan sermayenin (maliyeti de dikkate alınarak) ne kadar verimli kullanıldığına ya da yatırılan sermayeye ne kadar değer eklendiğinin birer ölçüsüdür. Ölçülen bu değerler aynı zamanda, hissedarların ya da sermaye sahiplerinin varlıklarında/servetlerinde ne kadar artış olduğunu da ifade etmektedir. Bu nedenle; değer tabanlı performans ölçüm yöntemlerinin sonuçları, hissedarları/sermaye sahiplerini yakından ilgilendirmektedir.

EVA; tüm firma ya da firmanın bir bölümünün faaliyet kârlılığı ile sermaye maliyeti arasındaki farka odaklanırken. MVA; firmaya yatırılan sermayenin cari piyasa değeri ile defter değeri arasındaki farka odaklanır. Görüldüğü üzere her iki yöntem de; yatırım yapılan sermayeyi dikkate almakta, yani; sermaye sahiplerinin ve ortakların firmaya getirdikleri değer ne kadar arttırıldığı ile ilgilenmektedir.

Literatürde performans ölçekleri ve sahiplik yapısına ilişkin yapılmış çalışmalar olsa da, bu çalışmalar genel olarak muhasebe tabanlı performans ölçeklerini ele almışlardır.

### 3. Literatür Araştırması

Firmaların sahiplik yapısının önemi, teorik literatürde kapsamlı bir şekilde araştırılmıştır. Sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişki, mülkiyet ve kontrolün ayrılmasının firma sahipleri ve yöneticiler arasında bir çıkar çatışması yaratabileceğine işaret eden Berle ve Means (1932)'e kadar uzanmaktadır. Ayrıca, Jensen ve Meckling (1976), yöneticilerin özkaynak payları azaldıkça ve sahiplik daha da dağınık hale geldikçe, temsil maliyetlerindeki artıştan dolayı firmanın değer maksimizasyonundan sapmaların olacağını ileri sürmektedir. Dağınık mülkiyet yapısı ile ilgili argüman, firmanın menkul kıymetlerinin halka arz edilmesiyle zayıflayabilir. Fama'nın (1980) belirttiği gibi, bir firmanın menkul kıymetlerinin değeri hakkında etkin bir sermaye piyasası tarafından sağlanan sinyallerin, firmanın yönetimini disipline etmesi muhtemeldir. Benzer şekilde Shleifer ve Vishny (1986), büyük dış sermaye sahiplerinin yönetimleri izlemek ve disipline etmek için güçlü teşvikleri nedeniyle vekalet (temsil) çatışmalarını azaltabileceğini göstermektedir.

Sahiplik yapısıyla firma performansı arasındaki ilişkileri araştıran diğer çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Paniagua, Rivelles, ve Sapena (2018), kurumsal yönetim ve mülkiyet yapısının firmaların finansal performansı ile ilişkisini incelemişlerdir. Bu amaçla finansal performansın öncüllerini (kurumsal yönetim, firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı) 59 ülkeden 1207 firmanın 2013 – 2015 dönemi verilerini doğrusal ve doğrusal olmayan çoklu regresyon ve nitelik karşılaştırma analizini bulanık küme ile birleştirerek analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda ROE ile yönetim kurulu üye sayısı arasında ters yönlü bir ilişki olduğu, benzer şekilde mülkiyet dağılımı ile finansal performans arasında da olumsuz bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Vu, Phan ve Le (2018), Vietnam borsasına kote olan 557 firmanın 2004 - 2014 yıllarına ait verilerini ampirik bir araştırmayla inceleyerek, yönetim kurulu sahiplik yapısı ile firma finansal performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda elde edilen regresyon sonuçları yönetim kurulu üye sayısının, ve yönetim kurulundaki sahiplik yoğunluğunun ROA'yı olumlu etilediğini ancak ROE üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını göstermiştir. Yönetim kurulunun istikrarı ise, finansal performansı (hem ROA hem ROE'yi) aşırı olumsuz etkilediği saptanmıştır.

Kılıç ve Ayriçay (2018), BİST İmalat Sanayi Sektöründe faaliyet gösteren 78 firmanın 2003 -2014 dönemleri arasındaki yıllık verileri kullanarak firmaların yönetim kurulu ve sahiplik yapılarının finansal performans üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Çalışmada bağımlı değişken olarak firmaların ROA, ROE, satışların karlılığı, Tobin-Q ve piyasa değeri logaritması; bağımsız değişken olarak en büyük ortağın pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO ikiliği kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, en büyük ortağın pay oranı ROA, ROE ve satışların karlılığını istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde etkilerken; Tobin-Q ve piyasa değerini istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilediği saptanmıştır. Halka açıklık oranının ise ROA, ROE ve satışların karlılığını istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkilerken; Tobin-Q ve piyasa değerini istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde etkilediği saptanmıştır. Yönetim kurulu üye sayısı ile aktif karlılık, satışların karlılığı, Tobin-Q oranı ve piyasa değeri logaritması arasındaki

ilişki istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif iken, özsermaye karlılığına etkisi anlamsızdır. Son olarak CEO ikiliğinin olması ise firmanın finansal performansını istatistiksel olarak anlamlı ancak negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Hamadi ve Heinen (2015), 1996 – 2006 yılları arasında Belçika’da borsaya kote edilmiş firmaların sahiplik yoğunluğu ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Araştırma sonucunda Sahiplik yoğunluğunun firma performansı üzerindeki etkisinin % 75 – 80 civarında ve pozitif yönlü olduğunu saptamışlardır.

Doğan ve Topal (2015), 2002-2012 yılları arasında BİST imalat sanayide faaliyet gösteren 136 firmanın verilerini kullanarak, firmaların sahiplik yapısının finansal performansı üzerindeki etkisini test etmiştir. Çalışmada muhasebe ve piyasa temelli performans göstergeleri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlerin muhasebe ve piyasa temelli performans göstergeleri üzerinde farklı etki yaptığı saptanmıştır. Örneğin, Tobin’s q ve Altman Z Skoru ile ortak sayısı (ORTSAY) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememişken, ortak sayısının muhasebe temelli performans göstergeleri olan ROA ve ROE’yi etkilediği tespit edilmiştir. Ortak sayısının artması ROA ve ROE’yi artırdığı saptanmıştır.

Bayraktaroğlu, Ersoy ve Çıtak (2012) yaptıkları çalışmada, 1998 – 2007 yıllarında İMKB 100 endeksinde işlem gören 41 firmanın verilerini kullanarak kurumsal yönetim ve değer tabanlı performans ölçekleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda elde edilen bulgular, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması halinde EVA, MVA ve CVA'nın (Cash Value Added) arttığını ve yönetim kurulu büyüklüğünün performansı önemli ölçüde etkilemediğini göstermektedir. Sahiplik yoğunluğu, MVA haricinde tüm performans ölçütleriyle önemli ölçüde ilişkiliyken; yönetici sahipliği, kurumsal performansın artmasında önemli bir değişken değildir. Yabancı mülkiyetin EVA'yı artırdığı ancak MVA'yı azalttığı görülmüştür.

Şamiloğlu ve Ünlü (2010), 2002 – 2007 yıllarında İMKB 100 endeksinde işlem gören 70 firmanın verilerini kullanarak sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışma sonucunda gerek piyasa temelli gerekse de muhasebe temelli performans ölçütleri ile sahiplik yapısı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını saptamışlardır.

Margaritis ve Psillaki (2010), düşük ve yüksek büyüme gösteren endüstrilerden seçilen Fransız imalat firmalarından oluşturdukları bir örneklem ile sermaye yapısı, sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmadan elde edilen bulguların Jensen ve Meckling (1976) temsil (vekalet) maliyeti hipotezini destelediği saptanmıştır. Ayrıca yüksek kaldıraca sahip (daha fazla yabancı kaynak kullanan) firmaların performansının daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Çalışmadan elde edilen bir diğer bulgu da aile şirketlerinin diğerlerine oranla daha iyi bir performansa sahip olduğudur.

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde sahiplik yapısının değer odaklı performans ölçütleri üzerindeki etkisi BİST imalat sektöründe yer alan firmalar üzerine yapılan bir uygulama ile test edilmiştir.

#### **4. BİST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama**

##### **4.1. Metodoloji**

BİST İmalat sektöründe yer alan işletmeler üzerine yapılan bu çalışmanın amacı, veri seti, veri toplama yöntemi, analizi, elde edilen bulgular ve sonuçlar aşağıda detaylı olarak sunulmuştur.

##### **4.2. Araştırmanın Amacı**

Son yıllarda işletmelerin finansal performansının ölçümünde geleneksel performans ölçümleri yerine değere dayalı performans ölçümlerinin kullanılması gerek araştırmacılar ve gerekse işletme sahip veya yöneticileri tarafından daha çok tercih edilmektedir. Değer dayalı performans ölçütleri arasında ise EVA ve MVA en çok bilinen ve tercih edilen ölçütler arasında yer almaktadır. Bu düşünceden yola çıkarak çalışmada, BİST’de işlem gören imalat işletmelerinde sahiplik yapısı değişkenlerinin EVA ile MVA üzerinde anlamlı bir etkisi olup olmadığı tespit etmek amaçlanmıştır.

### 4.3. Veri Seti

Çalışmanın veri setini 2011 - 2017 tarihleri arasında BİST’de kesintisiz olarak işlem gören 124 imalat işletmesinin 7 yıllık verileri oluşturmaktadır. Analizlerde bağımlı değişken olarak işletmelerin EVA ve MVA verileri; bağımsız değişken olarak yönetim kurulu büyüklüğü, halka açıklık oranı, halka açıklık süresi ve işletmenin yaşı; kontrol değişkeni olarak ise işletmelerin doğal logaritması alınmış toplam varlıklarına ait veriler kullanılmıştır.

### 4.4. Veri Toplama Yöntemi ve Analizi

Çalışma kapsamında yer alan işletmelere ait veriler Finnet Mali Analiz programından temin edilmiştir (www.finnet.com.tr). 2011 - 2017 inceleme döneminde verilerin sürekliliği ve istatistiksel olarak yapılacak analizlerin geçerlilik ve güvenilirliği için 180 işletmeden 56 işletmenin verileri sorun teşkil ettiği tespit edildiğinden dolayı araştırmadan çıkarılmış ve böylece geriye kalan 124 imalat işletmesinin verileri kullanılarak gerekli analizler yapılmıştır. Bağımlı ve bağımsız değişkenler Tablo 1’deki gibi hesaplanmıştır.

**Tablo 1.** Çalışmada Yer Alan Değişkenler, Gösterimi ve Hesaplanması

Değişkenler	Gösterimi	Hesaplanması
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	YKB	Bağımlı Yönetim Kurulu Sayısı + Bağımsız Yönetim Kurulu Sayısı
İşletmenin Yaşı (Ay)	İYAŞ	$(T_c - T_k)/30$
Halka Açıklık Süresi (Ay)	HAS	$(T_c - T_{hat})/30$
Halka Açıklık Oranı (%)	HAO	Halka Açık Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye
Toplam Varlıkların Doğal Logaritması	LOGTVARLIK	LN(Dönen Varlıklar + Duran Varlıklar)
Ekonomik Katma Değer	EVA	Faaliyet Kârı $\times (1-T)$ - (Yatırılan Sermaye $\times$ Ağırlık Ortalama Sermaye Maliyeti)
Piyasa Katma Değeri	MVA	(Toplam Hisse Sayısı $\times$ Hisse Kapanış Fiyatı) – Özsermayenin Defter Değeri

**Not:** Tablo 1’de yer alan “T” kurumlar vergisi oranı, “T<sub>c</sub>” cari yıl, “T<sub>k</sub>” işletmenin kuruluş yılı, “T<sub>hat</sub>” ise işletmenin halka açıldığı tarihi temsil eder.

Çalışmada yapılan bütün analizlerde son yıllarda başta sosyal bilimciler olmak üzere birçok farklı alanda araştırmacılar tarafından veri analizi ve istatistik programı olarak yaygın olarak kullanılan JASP (Just Another Stats Package) 0.9.0.1 versiyonlu paket programı kullanılmıştır. 124 işletmenin verilerini kullanarak çalışmada yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler önce tespit edilmiş, daha sonra elde edilen sonuçlardan yola çıkarak işletmelerin sahip yapılarının EVA ve MVA üzerinde etkisi olup olmadığı %5 anlamlılık düzeyinde kurulan dört farklı çoklu regresyon modeli ile sınanmıştır.

### 4.5. Çalışmanın Hipotezleri

İmalat sektöründe faaliyet gösteren 124 işletmenin sahiplik yapısı ile birlikte kullanılan kontrol değişkeninin EVA ve MVA üzerindeki etkisini test etmek için yapılan analizlerde aşağıda kurulan hipotezlerin cevapları aranmaktadır.

#### Hipotez 1:

H<sub>0</sub>: Sahiplik yapısı değişkenlerinin EVA üzerindeki etkisi anlamsızdır

H<sub>1</sub>: Sahiplik yapısı değişkenlerinin EVA üzerindeki etkisi anlamlıdır

#### Hipotez 2:

H<sub>0</sub>: Sahiplik yapısı değişkenlerinin MVA üzerindeki etkisi anlamsızdır

H<sub>1</sub>: Sahiplik yapısı değişkenlerinin MVA üzerindeki etkisi anlamlıdır

#### Hipotez 3:

H<sub>0</sub>: Kontrol değişkeninin EVA üzerindeki etkisi anlamsızdır

H<sub>1</sub>: Kontrol değişkeninin EVA üzerindeki etkisi anlamlıdır

**Hipotez 4:**

H<sub>0</sub>: Kontrol değişkeninin MVA üzerindeki etkisi anlamsızdır

H<sub>1</sub>: Kontrol değişkeninin MVA üzerindeki etkisi anlamlıdır

**4.6. Elde Edilen Bulgular**

Yapılan analizlerde bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler ve bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisini tespit etmek için yapılan çoklu regresyon modelleri ve onlara ait sonuçlar aşağıda detaylı olarak sunulmuştur.

**Tablo 2.** Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma	Çarpıklık Değeri
YKB	868	3	14	7,03	2,10	1,21
İYAŞ	868	24,33	2070,00	510,03	186,98	1,42
HAS	868	0,03	1177,00	259,80	168,35	2,96
HAO	868	0,01	0,93	0,32	0,21	0,97
EVA	868	-2,42e+09	1,44e+09	-2,68e+07	2,40e+08	-2,36
MVA	868	-1,01e+09	2,39e+09	1,18e+08	3,43e+08	2,62
LOGTVARLIK	868	15,06	23,35	19,35	1,40	-0,03

Tablo 2’de elde edilen sonuçlara göre işletmelerin 2011-2017 yıllarına ait YKB ortalaması 7,03, İYAŞ 510,03 (ay), HAS 259,80 (ay), HAO 0,32 (%), EVA -26.791.000, MVA 117.770.000, LOGTVARLIK ise 19,35 olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuca göre 2011-2017 döneminde şirketlerin negatif EVA ve pozitif MVA yarattıklarını söyleyebiliriz.

Bağımlı değişken olarak LOGTVARLIK, HAS, İYAŞ, HAO, YKB, bağımlı değişken olarak ise EVA ve MVA’nın alındığı regresyon formülleri aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

$$EVA_{(Model\ 1)} = \beta_0 + \beta_1 YKB + \beta_2 İYAŞ + \beta_3 HAS + \beta_4 HAO + e_i$$

$$EVA_{(Model\ 2)} = \beta_0 + \beta_1 YKB + \beta_2 İYAŞ + \beta_3 HAS + \beta_4 HAO + \beta_5 LOGTVARLIK + e_i$$

$$MVA_{(Model\ 1)} = \beta_0 + \beta_1 YKB + \beta_2 İYAŞ + \beta_3 HAS + \beta_4 HAO + e_i$$

$$MVA_{(Model\ 2)} = \beta_0 + \beta_1 YKB + \beta_2 İYAŞ + \beta_3 HAS + \beta_4 HAO + \beta_5 LOGTVARLIK + e_i$$

Yukarıda kurulan formüllerde  $\beta_0$  bağımlı değişkenin regeresyon katsayısını,  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$  bağımsız değişkenlerin katsayısını,  $e_i$  ise hata terimini temsil etmektedir.

EVA’nın bağımlı, sahiplik yapıları ile kontrol değişkeninin bağımsız değişken olarak alındığı çoklu regresyon analizine ait sonuçlar Tablo 3 ve Tablo 4’de yer almaktadır.

Tablo 3’te bağımsız değişkenler ile EVA arasındaki ilişkiyi tespit etmek için çoklu regresyon analizinden elde edilen korelasyon ve belirlilik katsayılarına yer verilmiştir. Bu tabloda yer alan en önemli katsayılar R, R<sup>2</sup>, p ve D-W test istatistik değerleridir. R değeri bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki korelasyon değerini, R<sup>2</sup> değeri bağımlı değişkendeki değişimin (varyans) % kaçının bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını, p değeri bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama oranının anlamlı olup olmadığını, Durbin-Watson (D-W) değeri ise kurulan çoklu regresyon modelinde oto korelasyon değerini vermektedir.

**Tablo 3.** Regresyon Modeli Özeti: EVA<sup>c</sup>

Model	R	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	F	Olasılık Değeri (p)	D-W
1 <sup>a</sup>	0,085	0,007	0,003	1,565	0,182	2,017
2 <sup>b</sup>	0,274	0,075	0,070	13,979	0,000	2,003
<i>a. Bağımsız Değişkenler: HAO, HAS, YKB, İYAŞ</i>						
<i>b. Bağımsız Değişkenler: LOGTVARLIK, HAS, İYAŞ, HAO, YKB</i>						
<i>c. Bağımlı Değişken: EVA</i>						

Tablo 3'e göre EVA ile sahiplik değişkenleri arasındaki korelasyon katsayısı olan R değeri tüm değişkenler için %8,5 düzeyinde düşük ve anlamsız (F=1,57, p=0,18), kontrol değişkeni olarak alınan LOGTVARLIK dahil edildiğinde ise korelasyon katsayısı %27,4'e yükseliyor ve ilişki anlamlı olduğu tespit edilmiştir (F=13,98, p=0,00). Birinci model de bağımlı değişken olan EVA'nın %0,07'si (R<sup>2</sup>), ikinci modelde ise %7,5'i (R<sup>2</sup>) bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. İkinci modelde analize dâhil edilen kontrol değişkeninin EVA'yı açıklamada önemli bir değişken olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 3'te yer alan D-W değeri ise ekonometrik çalışmalarda 1,5-2,5 aralığında olduğu zaman kurulan regresyon modellerinde otokorelasyon olmadığı kabul edilmektedir. Tabloda elde edilen D-W değeri 2,003-2,017 arasında olduğundan dolayı her iki modelde de otokorelasyona rastlanmamıştır.

Tablo 3'te yer alan birinci regresyon modelinde bağımsız değişkenlerin EVA üzerindeki etkisi bir bütün olarak anlamlı çıkmadığından (p>0,05) dolayı bu modelin regresyon katsayılarını inceleme gereği görülmemiştir. Dolayısıyla 1 no'lu hipoteze göre H<sub>0</sub> kabul edilirken, H<sub>1</sub> ise red edilmiştir.

Sadece ikinci modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait katsayılar ( $\beta$ ), standardize edilmiş regresyon katsayısı (Beta), t değeri, p anlamlılık düzeyi, Tolerans ve VIF değerleri Tablo 4'de sunulmuştur.

**Tablo 4.** Regresyon Katsayıları: EVA<sup>a</sup>

Model	Değişkenler	$\beta$	Beta	t	p	Collinearity Statistics	
						Tolerance	VIF
2	$\beta_0$	995600000		7,78	0,00		
	YKB	7699882,4	0,07	1,84	0,07	0,80	1,25
	İYAŞ	-21529,1	-0,02	-0,49	0,62	0,92	1,09
	HAS	-34995,4	-0,03	-0,74	0,46	0,97	1,03
	HAO	-79420000	-0,07	-1,86	0,06	0,80	1,25
	LOGTVARLIK	-53270000	-0,31	-7,95	0,00	0,70	1,43
<i>a. Bağımlı Değişken: EVA</i>							

Regresyon modeli özet tablosunda yer alan istatistiksel değerlere göre, analizde kontrol değişkeni olarak yer alan LOGTVARLIK değişkeninin EVA üzerindeki etkisi anlamlı çıkmıştır (p=0,00). Dolayısıyla 1 no'lu hipotezde H<sub>0</sub> kabul, H<sub>1</sub> red edilirken, 3 no'lu hipotezde ise H<sub>1</sub> kabul, H<sub>0</sub> ise red edilmiştir.

Elde edilen bu sonuca göre regresyon modeli aşağıdaki şekilde kurulur:

$$EVA = 995600000 + (-53270000 \times LOGTVARLIK) + e_i$$

MVA'nın bağımlı sahiplik değişkenleri ile kontrol değişkeninin bağımsız değişken olarak yer aldığı çoklu regresyon analizine ait istatistiksel sonuçlar ise Tablo 5'te ve Tablo 6'da verilmiştir.



**Tablo 5.** Regresyon Modeli Özeti: MVA<sup>c</sup>

Model	R	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	F	Olasılık Değeri (p)	D-W
1 <sup>a</sup>	0,228	0,005	0,045	11,843	0,000	2,073
2 <sup>b</sup>	0,322	0,104	0,099	19,958	0,000	2,067
a. Bağımsız Değişkenler: HAO, HAS, YKB, İYAŞ						
b. Bağımsız Değişkenler: LOGTVARLIK, HAS, İYAŞ, HAO, YKB						
c. Bağımlı Değişken: MVA						

Tablo 5'te ortaya çıkan sonuçlara göre MVA ile sahiplik değişkenleri arasındaki korelasyon katsayısı olan R değeri tüm değişkenler için %22,8 düzeyinde düşük anlamlı (F=11,843, p=0,000), kontrol değişkeni dahil edildiğinde ise korelasyon katsayısı %32,2'ye yükseliyor ve ilişkide anlamlı olduğu tespit edilmiştir (F=19,958, p=0,000). Birinci model de bağımlı değişken olan MVA'nın %0,05'i (R<sup>2</sup>), ikinci modelde ise %10,4'ü (R<sup>2</sup>) bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. İkinci modelde analize dâhil edilen kontrol değişkeninin MVA'yı açıklamada önemli bir değişken olduğu görülmüştür.

Ayrıca Tablo da yer alan D-W test istatistik değeri 2,073-2,067 arasında olduğundan dolayı her iki modelde de otokorelasyon olmadığını söylemek mümkündür.

Tablo 5'te yer alan p değerleri 0,05'ten küçük olduğundan dolayı kurulan regresyon modellerinin bir bütün olarak anlamlı olduğu ortaya çıkmıştır. Regresyon analizinde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait katsayılar ( $\beta$ ), standardize edilmiş regresyon katsayıları (Beta), t değerleri, p anlamlılık düzeyleri, Tolerans ve VIF değerleri Tablo 6'da sunulmuştur.

**Tablo 6.** Regresyon Katsayıları: MVA<sup>a</sup>

Model	Değişkenler	$\beta$	Beta	t	p	Collinearity Statistics	
						Tolerance	VIF
1	$\beta_0$	109300000		1,84	0,07		
	YKB	6166579,38	0,04	1,11	0,27	0,95	1,05
	İYAŞ	99711,40	0,05	1,57	0,12	0,92	1,09
	HAS	60230,50	0,03	0,88	0,38	0,97	1,03
	HAO	-316100000	-0,19	-5,43	0,00	0,90	1,11
2	$\beta_0$	-1091000000		-6,07	0,00		
	YKB	-10620000	-0,07	-1,80	0,07	0,80	1,25
	İYAŞ	83266,28	0,05	1,35	0,18	0,92	1,09
	HAS	45584,45	0,02	0,68	0,50	0,97	1,03
	HAO	-174400000	-0,11	-2,90	0,00	0,80	1,25
	LOGTVARLIK	66410000	0,27	7,05	0,00	0,70	1,43
a. Bağımlı Değişken: MVA							

Regresyon modellerine ait özet katsayılarının yer aldığı Tablo 6'da yer alan istatistiksel sonuçlara göre, birinci modelde sadece HAO'nun MVA üzerindeki etkisi anlamlı (p=0,00), ikinci modele ise kontrol değişkeni dâhil edildiğinde ise hem HAO ve hem de kontrol olarak yer alan LOGTVARLIK değişkeninin etkisi anlamlı çıkmıştır. Elde edilen bu bulgulardan yola çıkarak her iki modelde 2 no'lu hipoteze göre HAO için H<sub>0</sub> red, H<sub>1</sub> kabul, diğer değişkenler için H<sub>0</sub> kabul, H<sub>1</sub> red, kontrol değişkeni için ise 4 no'lu hipoteze göre H<sub>0</sub> red, H<sub>1</sub> kabul edilmiştir.

Tablo 6'da regresyon analizlerine ait elde edilen parametre katsayılarından yola çıkarak regresyon modeli aşağıdaki şekilde kurulur:

**Model 1:**

$$MVA = 109300000 + -316100000 \times HAO) + e_i$$

**Model 2:**

$$MVA = -1091000000 + -174400000 \times HAO) + (66410000 \times LOGTVARLIK) + e_i$$

## 5. Sonuç

Değer tabanlı yönetim araçları olarak EVA ve MVA; firmanın yatırılan sermayesinin verimli yönetilmesinin, finansal performansının, stratejik planlarının ve edineceği varlıklarının veya yükleneceği borçlarının, kârlı olmayan mamullerin veya hizmetlerin değerlendirilmesine ilişkin ölçüler içermekte ve bu değerlendirmeleri yaparken ilgili faaliyet veya konu için ayrılan sermaye tutarını da odağına almaktadır. Dolayısıyla; sermaye sahiplerinin/hissedarların servetlerinin maksimize edilmesi de değer tabanlı ölçüklerin ana odak noktasıdır. Aynı zamanda, performans ölçüm aracı olmaları nedeniyle de bu iki ölçük; firma yöneticilerinin başarısının ölçülmesinde anahtar konumundadır.

Bu nedenlerden ötürü, değer tabanlı performans ölçükleri EVA ve MVA; hem firmaların yönetim yapısı hem de ortaklık ve sahiplik yapısı ile çok yakından ilişkilidir. Teorik anlamda var olan bu ilişkinin, pratikte de var olup olmadığının test edilmesi için bu çalışma yapılmıştır.

Çalışmada, BİST’de 2011-2017 yılları arasında sürekli olarak işlem gören 124 imalat işletmesine ait veriler kullanarak sahiplik yapılarının değer odaklı finansal performans ölçütleri üzerindeki etkisine bakılmıştır. İşletmelerin sahiplik yapısı değişkenleri olarak yönetim kurulu büyüklüğü, halka açıklık oranı, halka açıklık süresi ve işletmenin yaşı alınırken, değer odaklı performans ölçütleri ise EVA ve MVA alınmıştır. Kontrol değişkeni olarak ise işletmelerin toplam varlıklarının doğal logaritması alınmıştır. Çalışmanın ampirik bölümünde ilk olarak sahiplik yapılarının EVA ve MVA üzerindeki etkisine bakılmış, daha sonra kontrol değişkenini de modele dâhil ederek regresyon analizleri tekrarlanmıştır.

Elde edilen istatistiksel sonuçlara göre, birinci regresyon modelinde sahiplik yapılarının EVA üzerinde bir etkisi olmadığı, ikinci modelde sadece kontrol değişkeninin etkisi anlamlı (F=13,98, p=0,00) olduğu ve EVA’nın %7,5’ini açıkladığı görülmektedir. Kurulan üçüncü modelde sahiplik yapılarının MVA üzerindeki etkisinin anlamlı (F=13,98, p=0,00) olduğu ve MVA’nın %0,05’ini açıkladığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu modelde sadece halka açıklık oranının etki katsayısı anlamlı çıkmıştır. Dördüncü modelde toplam varlıkların doğal logaritması alınarak analize dâhil edildiğinde ise MVA’nın açıklanma oranı %10,4’e çıkmaktadır (F=19,958, p=0,00).

İnceleme kapsamında yer alan işletmelerin 7 yıllık verilerini kullanarak yapılan regresyon analizlerinde elde edilen sonuçlardan yola çıkarak işletmelerin yönetim kurullarının büyüklüğü, işletmenin yaşı ve halka açıklık süresinin işletmelerin Piyasa Katma Değerleri (MVA) ile Ekonomik Katma Değer (EVA)’leri üzerinde bir etkileri tespit edilmemiştir. Halka açıklık oranının MVA üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu, toplam varlıklarının EVA üzerinde negatif, MVA üzerinde ise pozitif bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır.

Dolayısıyla işletmeyi aile işletmeciliği anlayışından uzaklaştırıp kurumsallaşmaya doğru götüren bağımlı ve bağımsız üyelerin toplamından oluşan işletmenin yönetim kurulu büyüklüğü, işletmenin sektörde deneyim ve tecrübesi olan yaşı, sermaye piyasasında uzun süre kesintisiz faaliyet göstermesi olan halka açıklık süresi ve işletme sahiplerinin çeşitliliği ve artması olan halka açıklık oranı değişkenlerinin artması veya azalması bu işletmelerin yarattığı EVA’yı etkilememektedir. İşletme sahiplerinin çeşitliliği ve artması olan halka açıklık oranının artmasının MVA’yı azaltmasının nedeni ise işletme Borsa’da sermaye artırımına gittiği için işletmenin özsermayesinin defter değerinin piyasa değerinden daha fazla ortaya çıkmasından veya yabancı kaynak oranının düşmesinden kaynaklı olduğunu söylemek mümkündür. Toplam varlıkların artmasının EVA’yı negatif etkilemesi işletmelerin borçlanma maliyetlerinin yüksek olması, MVA’yı pozitif etkilemesi ise işletme büyüklüğünden dolayı piyasa verdiği güven ile hisse senedi fiyatlarındaki artıştan kaynaklı, veya işletme büyüdükçe özkaynaklara dayalı büyüme yerine borçlanmaya dayalı bir büyüme stratejisi izlemiş olabilir.

**KAYNAKÇA**

- Al-Thuneibat, A. (2018). The Relationship between the Ownership Structure, Capital Structure and Performance. *Journal of Accounting – Business & Management*, 25(1), 1-20.
- Bayrakdaroğlu, A. et al. (2012). Is There a Relationship Between Corporate Governance and Value-based Financial Performance Measures? A Study of Turkey as an Emerging Market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. Vol.41, 224–239.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company.
- Doğan, M., & Topal, Y. (2015). Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(4), 165-177.
- Ertuğrul, M. (2009). Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 9, S. 1, 19 – 46.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal Of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Gökçen, G. (2004). Ekonomik Katma Değer (EVA). *MUFAD – Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 24, , 105 – 109.
- Grob, K. (2007). *Equity Ownership and Performance An Empirical Study of German Traded Companies*. New York: A Springer Company.
- Hall, J.H.-Geysler, J.M. (2004). The Financial Performance of Farming Co-Operatives: Economic Value Added vs Traditional Measures, *Working Paper*, University of Pretoria, South Africa.
- Hamadi, M., & Heinen, A. (2015). Firm performance when ownership is very concentrated: Evidence from a semiparametric panel. *Journal of Empirical Finance*, 172-194.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kang, J., et al. (2002): Economic Value Added (EVA): A Financial Performance Measure, *Journal of Accounting and Finance Research*, Vol. 10, Iss. 1, 48 – 60.
- Kılıç, M., & Ayriçay, Y. (2018). Yönetim Kurulu ve Sahiplik Yapısının Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: BIST İmalat Sanayi Sektöründe Bir Alan Araştırması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 20(2), 177-192.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 621-632.
- Paniagua, J., Rivelles, R., & Sapena, J. (2018). Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure. *Journal of Business Research*, 229-234.
- Sabol, A. & Sverer, F. (2017), A Review of The Economic Value Added Literature and Application, *UTMS Journal of Economics*, Vol. 8, Iss. 1, 19 – 27.
- Sandhar, S. K., et al. (2014), A Comparative Analysis of EVA & MVA Approach: With Special Reference to Automobile Industry, *Journal of Commerce & Accounting Research*, Vol. 3, Iss. 2, 40 – 46.
- Shleifer, A., & Vishny, R. V. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Şamiloğlu, F., & Ünlü, U. (2010). Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: İMKB 100 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(46), 66-73.
- Topal, Y. (2008), Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Arasındaki İlişki: İMKB İmalat İşletmelerinden Örnek, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.13, S. 2, 249 – 261.

- Vu, M.-C., Phan, T. T., & Le, N. T. (2018). Relationship between board ownership structure and firm financial performance in transitional economy: The case of Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 512-528.
- Zafiris, N. & Bayldon, R. (1999). Economic Value Added and Market Value Added: A Simple Version and Application, *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 5, Iss. 2, 83 – 105.