

TÜRK FİRMALARININ HALKA ARZ ORANLARI İLE PERFORMANSLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN VEKÂLET TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE İNCELENMESİ: İMKB'DE HİSSE SENETLERİ İŞLEM GÖREN 128 FİRMA ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

*Değer ALPER**
*Ümit Can GÜVENÇER***

1. GİRİŞ

Halka açılma, halka kapalı bir şirketin, yaşam döneminin herhangi bir aşamasında kullandığı alternatif bir finansman yöntemidir. Başka bir deyişle, halka açılma, bir şirketin kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu bir yöntemdir. Halka açılma, kalkınmanın gerektirdiği sermaye birikiminin sağlanması yanında, sermayenin adil dağılımının gerçekleştirilmesi bakımından da ekonomik bir amaçtır. Para ve sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkeler, halka açık şirketlerin sayısının artması için bazı teşvik tedbirleri uygulamaktadır. Türkiye'de de şirketlerin halka açılması teşvik edilmektedir. İşletmeler büyümeyi amaçladıklarından, belirli aralıklarla halka menkul kıymet ihraç etmektedirler. Öte yandan, bazı halka açılmalarda ise, sermayenin arttırılması amaçlanmayıp, mevcut ortakların ellerindeki hisse senetlerini halka satmaları da mümkündür (Ceylan, 2003, s. 395).

Halka açık şirketlerde, şirket ortaklığı (sahipliği) yaygınlaştığı için yönetim ve kontrol küçük şirketlerde olduğu gibi ortakların (sahiplerin) ellerinde değildir. Şirket ortaklarının kontrolden uzaklaşması nedeniyle oluşabilecek muhtemel sorunların giderilmesi ve ortaklar adına şirketin yönetilmesi vekâlet teorisi (agency theory) kapsamında değerlendirilebilir. Vekâlet teorisine göre şirket ortakları (asil), profesyonel yöneticiler (vekil)

* *Yard. Doç. Dr., Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Anabilim Dalı Öğretim Üyesi.*

** *Uludağ Üniversitesi S.B.E. İşletme Anabilim Dalı Tezli Yüksek Lisans Öğrencisi.*

ile anlaşarak şirketlerini kendi adlarına yönetmelerini talep ederler. Her şirket ortağı, yatırımı karşılığında maksimum gelir elde etmek istemektedir. Yönetici ise şirket ortaklarının gelirlerini artırmak sorumluluğunu yüklenmiştir. Eğer her iki tarafın çıkarları örtüşüyor ise yönetim sorunsuz bir şekilde sürdürülmektedir. Diğer taraftan, Enron ve Arthur Andersen gibi halka açık şirketlerde yaşanan yolsuzlukların arkasında vekillerin şirketlerini kötü yönetmeleri, kendi gelirlerini artırmaya yönelik davranışlarda bulunmaları ve en önemlisi denetim raporlarını tahrif etmeleri yatmaktadır (Dudaroğlu, 2005).

Vekâlet teorisinin ana fikri; yöneticilerin (vekillerin) işletme hakkında sermaye sahiplerinden (hissedarlardan) daha fazla bilgiye sahip olmaları ve sürekli olarak kontrol edilmelerinin zorluğu nedeniyle, şahsi çıkarlarını sermaye sahiplerinin çıkarlarının önünde tutabilecekleri şeklindedir. Teori, taraflar arasındaki söz konusu çıkar ayrılıklarını inceleyerek vekâlet problemlerinin ortadan kaldırılması ve bunun yanı sıra yöneticilerin, vekâlet verenlerin amaçları doğrultusunda hareket edip etmediklerine yönelik çeşitli teşvik ve kontrol araçlarının neden olduğu vekâlet maliyetlerini minimum düzeye getirmek amacıyla bir takım önlemler geliştirir.

Ülkemizde firmalar, çoğunlukla aile şirketi şeklinde yapılanarak, sermaye ve yönetimi bir arada tutmak isteseler de, son yıllarda menkul kıymet piyasalarında işlem gören firma sayısındaki artış, yabancı firmalarla kurulan ortaklıklar ve profesyonel yönetici istihdamında yaşanan gelişmeler, vekâlet teorisini Türkiye için de son derece önemli bir konu haline getirmiştir.

Firmaların halka açılmaları ve performansları arasındaki ilişkiye yönelik literatür taraması yapıldığında, konunun bir çok araştırmacı tarafından detaylı bir şekilde incelendiği görülmektedir:

Berle ve Means (1932) modern şirketlerde (halka açık) sahiplik ve kontrolün ayrıldığına ve bu ayrımın kontrolü elinde bulunduran yöneticiler ile diğer hissedarlar arasında çıkar farklılıkları yaratarak, vekâlet problemleri oluşturduğunu belirtmişlerdir. Sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması, değer maksimizasyonuna önceki kadar önem verilmeyeceğinin bir göstergesidir. Çünkü modern firma yapısında yönetim görevini üstlenen yöneticiler, kendilerini firma performansından ayrı tutacak biçimde ücretle çalıştırılmaktadırlar. Buna göre; halka açık firma yapısı ekonomik ve sosyal açıdan verimsizliğe neden olacaktır.

Vekâlet ilişkilerini teori boyutunda ilk kez inceleyen Jensen ve Meckling (1976)'e göre sahip-yönetici firma değerini ve kullanımındaki imtiyazları arttırmaya çalışır. Buna göre halka açılma söz konusu olduğunda; yatırımcılar, imtiyaz kullanımının arttırılarak sürdürüleceğini düşünürler ve

bu nedenle vekâlet maliyetlerini sahip-yöneticiye yükleyecek biçimde hisse senetlerine düşük fiyat teklif edeceklerdir. Yatırımcılar tarafından teklif edilen fiyat firmanın sermaye yapısı kararlarının da göz önünde bulundurulacağı düşünüldüğünde daha da düşecektir. Çünkü borçla finansman durumunda borç verenler risklerini azaltmak amacıyla firmayı izleyecek ve bu nedenle katlandıkları maliyetleri borç faizine yansıtacaklardır. Bununla birlikte, yetki veren ve vekil arasındaki sözleşmelere dayalı vekâlet ilişkisinde, izleme ve tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri söz konusu olacak; vekilin, yetki verenin fayda maksimizasyonu yerine kendi fayda maksimizasyonu için çaba göstermesi artık/önlenebilir kayıplara yol açacaktır. Jensen ve Meckling, sahiplik ve kontrol ayrımının vekâlet maliyetleri nedeniyle firma piyasa değerini azaltabileceği ancak herhangi bir performans azalışına yol açmayacağını ifade etmektedirler.

Fama ve Jensen (1983)'e göre üretim süreçlerinde uzmanlaşmanın ve risk paylaşımının yararlı olduğunun bilinmesi durumunda firmalar (halka açık), kontrol ve risk paylaşımını birbirinden ayıracaklardır. Söz konusu ayrım vekâlet maliyetlerini azaltacağından firma performansını artırır.

Demsetz ve Lehn (1985), Berle ve Means'in (1932) halka açılmanın firmanın sosyal fonksiyonuna zarar vereceği tezini araştırmışlardır. Analiz sonucuna göre, sahiplik ve kontrol ayrımı firma performansında azalmaya yol açmamaktadır. Ancak, araştırmalarında yer almayan hisse senedi sahiplerinin kimliğinin, sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini belirlemede önemli olabileceğini belirtmişlerdir.

Mayer ve Alexander (1991)'in araştırmalarında; sahiplik ve kontrol ayrımının halka açık firmalarda performans azalışına yol açacağı varsayımı, halka açık firma performanslarının halka kapalı firma performanslarına göre yüksek çıkması nedeniyle geçerli bulunmamıştır.

Kirchmaier ve Grant (2006); Avrupa'da en büyük ekonomik güce sahip beş ülkenin şirketleri üzerine yaptıkları araştırmada, sahiplik yapısının oldukça değişken olduğu ve sermaye sahipliğinin firma performansında önemli bir etki yarattığı sonucuna ulaşmışlardır. En iyi performansın hangi sahiplik yapısında elde edilebileceğini araştırmışlar; Almanya ve İspanya'da dağınık sermayeli firmaların, Fransa'da %33 ile %50 arası oy hakkına sahip yatırımcıları bünyesinde bulunduran firmaların, İtalya'da hisselerin büyük bir kısmına sahip olan yatırımcılardan oluşan firmaların performanslarının daha yüksek olduğu belirlenmiştir. İngiltere'de ise kesin bir sonuç alınamamasına karşın, kurumsal yatırımcıların üstünlüğünün firma değerini maksimize edecek stratejilerin uygulanmasında öncülük edeceği tahmin edilmektedir.

Ülkemizde yapılan araştırmalardan biri olan; Aydoğan ve Gürsoy (1998)'un çalışmasında, alternatif firma yönetim sistemlerinin etkinliğinin anlaşılmasında firma sahiplik yapısı ve performansı arasındaki ilişkinin öneminden hareket ederek, firma sahiplik yapısındaki yoğunlaşmayı ifade eden hisse yoğunluğu ve sahiplik bileşimindeki farklılıkların, Türkiye’de faaliyette bulunan firmaların performans ve riske karşı tutumları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Analiz sonuçları, hisse yoğunluğu ve sahiplik bileşiminin Türkiye’de faaliyette bulunan halka açık firmaların performans ve riske karşı tutumları üzerinde önemli etkilerde bulunduğuna işaret etmektedir. Buna göre, Türkiye’de faaliyet gösteren halka açık firmalar; hisse yoğunluğu arttıkça, muhasebe ölçütlerine göre düşük, piyasa ölçütlerine göre yüksek performansa sahip olmaktadır.

2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Çalışmada, İMKB’de hisse senetleri işlem gören imalat sektöründeki 128 firmanın, halka arz oranlarının vekâlet maliyetleriyle ilişkisi ve firma performansına olan etkileri incelenmiştir. Araştırma hipotezleri aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

1) Halka arz oranları – vekâlet maliyetleri ilişkisi

- ,H-1.: Firmaların halka arz oranları ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.
- ,H-2.: Firmaların halka arz oranları ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

2) Halka arz oranları – firma performansı ilişkisi

- ,H-3.: Firmaların halka arz oranları ile performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.
- ,H-4.: Firmaların halka arz oranları ile performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE YÖNTEMİ

Çalışmaya İMKB’de hisse senetleri işlem gören, imalat sektöründeki 128 firma dahil edilmiştir. Söz konusu firmaların, 2003-2007* yılları arasında kapsayan dönemdeki finansal verileri SPSS programına girilerek, halka arz oranlarının vekâlet maliyetleri ile ilişkisi ve firma performansına olan etkileri, doğrusal regresyon ve korelasyon analizi ile incelenmiştir.

* Ülkemizde 2003 ve 2004 yıllarında enflasyon muhasebesi uygulanmıştır. Çalışmada değişkenlerin hesaplanması için kullanılan 2003 ve 2004 yıllarına ait veriler enflasyon muhasebesi uygulanmış bilanço kalemleri dikkate alınarak; diğer yıllara ilişkin veriler ise, tarihi maliyet esasına göre hazırlanan bilanço kalemleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Analize Dahil Edilen Firmaların Sektörel Dağılımı

Sektörler	Firma Sayısı
Gıda, İçki ve Tütün	17
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	22
Kağıt, Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	12
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	20
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	20
Metal Ana Sanayi	11
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	23
Diğer İmalat Sanayi	3
Toplam	128

3.1 Analizde Kullanılan Değişkenler

Bağımsız değişken olarak halka arz oranları (firmanın diğer hissedarları), bağımlı değişken olarak ise vekâlet maliyetleri ve firma performansı dikkate alınmıştır. Vekâlet maliyeti ölçütü olarak Faaliyet Giderleri / Net Satışlar; Performans ölçütü olarak ise Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı kullanılmıştır.

Piyasa Değeri / Defter Değeri: Piyasa değeri, şirketin borsada oluşan fiyata göre toplam değeridir. Özsermaye, borçlar düşüldükten sonra kalan aktifler olduğuna göre, defter değeri de hisse başına kalan kısımdır. PD/DD oranı ise, piyasa (borsa)'da şirketin değerinin, özsermayesinin kaç katı olduğunu ifade etmektedir.

Faaliyet Gideri / Net Satışlar: Bu oran, firma yönetiminin faaliyet giderlerini ne kadar etkin harcadığını ölçmektedir. İşletmenin esas faaliyeti ile ilgili bulunan giderleri ve genel yönetim giderlerini kapsayan faaliyet giderlerinin satışlara oranla artması, yöneticilerin ve kurumsal yönetimi etkileyen en büyük hissedarların gereksiz imtiyazlar kullanması, firma kaynaklarının gelir artırıcı faaliyetler yerine lüks tüketim gibi giderlere harcanması, bu giderlerin en büyük hissedarlar tarafından kontrol edilememesi, vekâlet maliyetlerinin artması sonucunu doğurmaktadır.

3.2 Veri Kaynakları ve Verilerin Analize Hazır Hale Getirilmesi

Firmaların halka arz oranları, İMKB'nin internet sitesinde yayımlanan şirketler yıllığı verilerinden; finansal verileri ise, aracı kurumlara veri sağlayıcısı olarak hizmet veren Finnet firmasının internet sitesindeki veri tabanından temin edilmiştir. Elde edilen veriler SPSS programına girilerek istatistiksel analize hazır hale getirilmiştir.

4. BULGULAR VE YORUM

4.1 Firmaların Halka Arz Oranları – Vekâlet Maliyeti Analizi

Firmaların halka arz oranları ile vekâlet maliyetleri arasındaki ilişkinin açıklanması amacıyla yapılan doğrusal regresyon ve korelasyon analizi sonuçları aşağıdaki gibidir:

2003 Yılı Regresyon ve Korelasyon Analizi Sonuçları

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	15,424	1,484		10,393	,000
	Diger Hissedarlar	,001	,044	,002	,022	,982

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satıslar

Correlations

		Faaliyet Gideri / Net Satıslar	Diger Hissedarlar
Faaliyet Gideri / Net Satıslar	Pearson Correlation	1	,002
	Sig. (2-tailed)		,982
	N	128	128
Diger Hissedarlar	Pearson Correlation	,002	1
	Sig. (2-tailed)	,982	
	N	128	128

2003 yılı regresyon ve korelasyon analizi sonuçlarına göre, firmaların halka arz oranları ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

2004 Yılı Regresyon ve Korelasyon Analizi Sonuçları

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	14,878	1,467		10,145	,000
	Diger Hissedarlar	-,004	,042	-,009	-,095	,924

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satıslar

Correlations

		Faaliyet Gideri / Net Satışlar	Diger Hissedarlar
Faaliyet Gideri / Net Satışlar	Pearson Correlation	1	-,009
	Sig. (2-tailed)		,924
	N	128	128
Diger Hissedarlar	Pearson Correlation	-,009	1
	Sig. (2-tailed)	,924	
	N	128	128

2004 yılı regresyon ve korelasyon analizi sonuçlarına göre, firmaların halka arz oranları ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

2005 Yılı Regresyon ve Korelasyon Analizi Sonuçları**Coefficients^a**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	15,280	1,554		9,829	,000
	Diger Hissedarlar	-,004	,044	-,008	-,085	,932

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satışlar

Correlations

		Diger Hissedarlar	Faaliyet Gideri / Net Satışlar
Diger Hissedarlar	Pearson Correlation	1	-,008
	Sig. (2-tailed)		,932
	N	128	128
Faaliyet Gideri / Net Satışlar	Pearson Correlation	-,008	1
	Sig. (2-tailed)	,932	
	N	128	128

2005 yılı regresyon ve korelasyon analizi sonuçlarına göre, firmaların halka arz oranları ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

2006 Yılı Regresyon ve Korelasyon Analizi Sonuçları**Coefficients^a**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	15,559	1,741		8,939	,000
	Diger Hissedarlar	-,020	,049	-,035	-,396	,693

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satışlar

Correlations

		Diger Hissedarlar	Faaliyet Gideri / Net Satıslar
Diger Hissedarlar	Pearson Correlation	1	-,035
	Sig. (2-tailed)		,693
	N	128	128
Faaliyet Gideri / Net Satıslar	Pearson Correlation	-,035	1
	Sig. (2-tailed)	,693	
	N	128	128

2006 yılı regresyon ve korelasyon analizi sonuçlarına göre, firmaların halka arz oranları ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

2007 Yılı Regresyon ve Korelasyon Analizi Sonuçları**Coefficients^a**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	18,815	5,276		3,566	,001
	Diger Hissedarlar	-,047	,147	-,028	-,318	,751

a. Dependent Variable: Faaliyet Gideri / Net Satıslar

Correlations

		Diger Hissedarlar	Faaliyet Gideri / Net Satıslar
Diger Hissedarlar	Pearson Correlation	1	-,028
	Sig. (2-tailed)		,751
	N	128	128
Faaliyet Gideri / Net Satıslar	Pearson Correlation	-,028	1
	Sig. (2-tailed)	,751	
	N	128	128

2007 yılı regresyon ve korelasyon analizi sonuçlarına göre, firmaların halka arz oranları ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

4.2. Firmaların Halka Arz Oranları – Performans Analizi

Firmaların halka arz oranları ile performansları arasındaki ilişkinin açıklanması amacıyla yapılan doğrusal regresyon ve korelasyon analizi sonuçları aşağıdaki gibidir:

2003 Yılı Regresyon ve Korelasyon Analizi Sonuçları

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,379	,152		9,069	,000
	Diger Hissedarlar	-,008	,004	-,165	-1,881	,062

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

Correlations

		Diger Hissedarlar	Piyasa Degeri / Defter Degeri
Diger Hissedarlar	Pearson Correlation	1	-,165
	Sig. (2-tailed)		,062
	N	128	128
Piyasa Degeri / Defter Degeri	Pearson Correlation	-,165	1
	Sig. (2-tailed)	,062	
	N	128	128

2003 yılı regresyon ve korelasyon analizi sonuçlarına göre, firmaların halka arz oranları ile performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

2004 Yılı Regresyon ve Korelasyon Analizi Sonuçları

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,771	,295		6,006	,000
	Diger Hissedarlar	-,014	,008	-,147	-1,663	,099

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

Correlations

		Diger Hissedarlar	Piyasa Degeri / Defter Degeri
Diger Hissedarlar	Pearson Correlation	1	-,147
	Sig. (2-tailed)		,099
	N	128	128
Piyasa Degeri / Defter Degeri	Pearson Correlation	-,147	1
	Sig. (2-tailed)	,099	
	N	128	128

2004 yılı regresyon ve korelasyon analizi sonuçlarına göre, firmaların halka arz oranları ile performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

2005 Yılı Regresyon ve Korelasyon Analizi Sonuçları

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,537	,374		6,778	,000
	Diğer Hissedarlar	-,023	,011	-,193	-2,209	,029

a. Dependent Variable: Piyasa Değeri / Defter Değeri

Correlations

		Diğer Hissedarlar	Piyasa Değeri / Defter Değeri
Diğer Hissedarlar	Pearson Correlation	1	-,193*
	Sig. (2-tailed)		,029
	N	128	128
Piyasa Değeri / Defter Değeri	Pearson Correlation	-,193*	1
	Sig. (2-tailed)	,029	
	N	128	128

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

2005 yılı regresyon ve korelasyon analizi sonuçlarına göre, firmaların halka arz oranları ile performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki söz konusudur. Katsayılar (coefficients) tablosunu incelediğimizde 0,029 Sig. değeri olduğunu ve Korelasyon tablosunda ise -0,193 oranında halka arz oranları ile performans arasında negatif doğrusal bir ilişkinin mevcut olduğunu görmekteyiz. Diğer bir ifade ile; düşük bir orana sahip olmakla beraber, firmaların halka arz oranları arttıkça performansları azalmaktadır.

2006 Yılı Regresyon ve Korelasyon Analizi Sonuçları

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,167	,285		7,593	,000
	Diğer Hissedarlar	-,018	,008	-,192	-2,199	,030

a. Dependent Variable: Piyasa Değeri / Defter Değeri

Correlations

		Diger Hissedarlar	Piyasa Degeri / Defter Degeri
Diger Hissedarlar	Pearson Correlation	1	-,192*
	Sig. (2-tailed)		,030
	N	128	128
Piyasa Degeri / Defter Degeri	Pearson Correlation	-,192*	1
	Sig. (2-tailed)	,030	
	N	128	128

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

2006 yılı regresyon ve korelasyon analizi sonuçlarına göre, 2005 yılında olduğu gibi; firmaların halka arz oranları ile performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki söz konusudur. Katsayılar (coefficients) tablosunu incelediğimizde 0,03 Sig. değeri olduğunu ve Korelasyon tablosunda ise -0,192 oranında halka arz oranları ile performans arasında negatif doğrusal bir ilişkinin mevcut olduğunu görmekteyiz. Yine düşük bir orana sahip olmakla beraber, firmaların halka arz oranları arttıkça performansları azalmaktadır.

2007 Yılı Regresyon ve Korelasyon Analizi Sonuçları**Coefficients^a**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,274	,272		8,348	,000
	Diger Hissedarlar	-,015	,008	-,170	-1,937	,055

a. Dependent Variable: Piyasa Degeri / Defter Degeri

Correlations

		Diger Hissedarlar	Piyasa Degeri / Defter Degeri
Diger Hissedarlar	Pearson Correlation	1	-,170
	Sig. (2-tailed)		,055
	N	128	128
Piyasa Degeri / Defter Degeri	Pearson Correlation	-,170	1
	Sig. (2-tailed)	,055	
	N	128	128

2007 yılı regresyon ve korelasyon analizi sonuçlarına göre, firmaların halka arz oranları ile performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Türkiye’de 2003 – 2007 yılları arasını kapsayan dönem için yapılan analizler sonucunda genel olarak şu sonuçlar elde edilmiştir;

- Firmaların halka arz oranları ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. ,□-2.hipotezi reddedilip, “Firmaların halka arz oranları ile vekâlet maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.” şeklinde oluşturulmuş olan ,□-1. hipotezi kabul edilmiştir.
- Bir diğer analiz sonuçlarına göre ise; 2003, 2004 ve 2007 yıllarında firmaların halka arz oranlarıyla performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Diğer taraftan, 2005 ve 2006 yıllarında ise regresyon analizi sonuçlarına göre Sig. değerleri 0,029 ve 0,030 çıkmıştır ve korelasyon analizi sonuçlarından da görülebileceği üzere (-0,193 ve -0,192) halka açıklık oranı ile performans arasında istatistiksel olarak anlamlı (negatif doğrusal) bir ilişki mevcuttur. 2005 ve 2006 yılları sonuçlarına göre firmaların halka arz oranları arttıkça, performansları azalmakta; halka arz oranları azaldığında ise performansları artmaktadır diyebiliriz. Söz konusu sonuçlara göre; ,□-3.hipotezi reddedilip, “Firmaların halka arz oranları ile performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.” şeklinde oluşturulmuş olan ,□-4. hipotezi kabul edilmiştir.

KAYNAKLAR

- BERLE, A. A. and MEANS, G. C. (1932); "The Modern Corporation and Private Property" (revised edition, 1967) Harcourt Brace and World, Inc, New York.
- CEYLAN, Ali, (2003), “İşletmelerde Finansal Yönetim”, Ekin Kitabevi, 8. Baskı, Bursa.
- DEMSETZ, Harold & LEHN, Kenneth (1985); "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", Journal of Political Economy, sayfa: 1155-1177.
- DUDAROĞLU, Mehmet (2005); "Aile Şirketlerinin Kurumsallaşması", Taysad Dergisi, Sayı 26, <http://www.taysad.org.tr/taysaddergi/26/sayi26.html>
- FAMA, E. F. & JENSEN, M. C. (1983); "Agency Problems and Residual Claims", Journal of Law and Economics, Vol. 26, sayfa: 327-349.
- FİNNET Veri Tabanı, <http://www.finnet.com.tr/finnet2000/index.aspx>

GÜRSOY, Güner & AYDOĞAN, Kürşat (1998); "Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Emprical Investigation in Turkish Companies", International Global Finance Conference, Istanbul.

İMKB Şirketler Yılığ, <http://www.imkb.gov.tr/sirket/sy.htm>

JENSEN, M. & MECKLING W. (1976); "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, III, sayfa: 305-360.

KIRCHMAIER, Thomas & GRANT, Jeremy (2006); "Corporate Ownership Structure and Performance in Europe", CEP Discussion Paper No: 0631.

MAYER, Colin & ALEXANDER, Ian (1991); "Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Companies" Discussion Paper Series, no:571.