

## **ŞİRKET PERFORMANSI VE MÜLKİYET YAPISI**

**Mehmet Nihat SOLAKOĞLU**

*Fatih Üniversitesi*

*İ.İ.İ.F. İşletme Bölümü*

*Büyükkçekmece, İstanbul, 34500, Türkiye*

*nsolakoglu@fatih.edu.tr*

**Halil ZAIM**

*Fatih Üniversitesi*

*İ.İ.İ.F. İşletme Bölümü*

*Büyükkçekmece, İstanbul, 34500, Türkiye*

*halilzaim@fatih.edu.tr*

### **ÖZET**

*Mülkiyet yapısı ve şirket performansı arasındaki ilişki İstanbul borsasında işlem gören 133 şirket için incelenmiştir. Öngörülen hipotez aile/şahıs şirketleri için temsil maliyetlerinin daha düşük olması yönündedir. Şirket performansı yerine temsil maliyetlerinin azlığını gösteren şirkete-özel iki risk ölçütü kullanılmıştır. Bu ölçütlerden ilki haftalık hisse getirilerinin standart sapması olurken, ikincisi Finansal Varlıkları Değerleme Modeli kullanılarak hesaplanan döviz kuru riski olmaktadır. Araştırma sonucunda ortakların yönetim kurulunda temsil edilmesi ve sermaye payının, özellikle ikinci risk ölçütü altında, riski azalttığı görülmektedir. Yönetim kurulunda bulunan büyük ortağın tam kontrole sahip olması ise aile/şahıs şirketleri için de temsil maliyetleri sorumuna yol açmaktadır.*

**Anahtar Kelimeler:** *Mülkiyet yapısı, temsil maliyeti, şirket performansı*

**JELKodları:** *G3, G32, F10, F31*

### **ABSTRACT**

*The relationship between ownership structure and firm performance is investigated for 133 firms traded in Istanbul Stock Exchange. We hypothesize that family firms will face with a lower agency problem than non-family firms. Instead of focusing on firm performance, this study uses two firm-level risk measures that reflect the level of agency problem. First measure is the standard deviation of weekly stock returns, while the second measure is the exchange rate exposure calculated by using Capital Asset Pricing Model. We find that representation of partners in the board of directors and share of capital, especially under the second measure, lowers*

*the risk that the firm faces. However, if the majority partner has complete control, agency problem becomes an issue for family firms.*

**Key Words:** *Ownership structure, Agency cost, Firm performance*

**JEL classifications:** *G3, G32, F10, F31*

## GİRİŞ

Son on yıl içinde mülkiyet/sermaye yapısı ve şirket performansı arasındaki ilişki araştırmacılar tarafından yoğun bir şekilde incelenmektedir. Özellikle, şirket sermayesinin önemli bir kısmının bir aile veya şahıs tarafından elde tutulması ile performans arasındaki bağlantı bu araştırmaların merkezinde kalmıştır. Bu çalışmalarda ortaya atılan hipotez aile/shahıs şirketlerinin daha yüksek performans sağlayacağı yönünde olmaktadır. Ne var ki, literatürde bu ilişkinin yönü ve önemi üzerinde ortak bir kanaat varıldığını söylemek oldukça zordur (örneğin; Demsetz & Villalonga (2001), Maury & Pajuste (2005), Maury (2006), Barth ve diğerleri (2005), Davies ve diğerleri (2005), Kim ve diğerleri (2004)).

İleri sürülen hipotezin arkasında temsil maliyetleri problemi yer almaktadır. Temsil maliyetleri problemi şirket yöneticileri ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasını yansıtır. Aile şirketlerinde veya çoğunluk sahibi bir hissedarın yönetimde olması durumunda bu maliyet daha az olabilmekte ve bu durumda şirket performansının daha yüksek olması beklenmektedir. Dolayısıyla, kontrol sahibi bir hissedarın varlığı küçük hissedarların üzerinde pozitif bir etkide bulunacaktır. Diğer taraftan, kontrol sahibi bir hissedarın kendi çıkarları peşinde koşması firma performansı ve değeri üzerinde azaltıcı bir etkide bulunabilir<sup>1</sup>.

Bu çalışma kontrol sahibi hissedarların - şahıs veya aile – varlığının şirket yönetiminin etkinliği<sup>2</sup> üzerindeki etkisi incelenmektedir. Diğer çalışmalardan farklı olarak, bu çalışma yönetimin etkinliğini şirket değeri veya performansı yerine şirket performansını olumsuz etkileyecek bir risk faktörü ile ilişkilendirmektedir. Şirket performansı etkin bir yönetim ile ilişkilendirilmekte ve etkin yönetim sonucu riskin daha iyi yönetildiği<sup>3</sup> ve bu

<sup>1</sup> Maury & Pajuste (2005) bir yerine birden fazla kontrol sahibi hissedarın olmasının firma değeri üzerindeki etkisini incelemektedir. Kontrolün daha eşit dağıtılmasının bu değeri artırdığı sonucuna ulaşmaktadırlar.

<sup>2</sup> Bu çalışmada yönetimin etkinliği ile temsil maliyetinin azlığı ve/veya optimal kaynak dağılımının sağlandığı varsayılmaktadır.

<sup>3</sup> Aynı zamanda, hissedarlar/yatırımcılar tarafından daha iyi yönetildiğinin gözlemlendiği beklenmelidir.

riskin daha düşük düzeylerde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Risk faktörü ise iki farklı ölçüt kullanılarak incelenmektedir. İlk risk ölçütü doğrudan yönetimin etkinliğini göstermese de hisse getirisinin dalgalanması ile ölçülmektedir. Ne varki, hissedar/yatırımcıların beklentileri ve yönetim etkinlik düzeyinin kendilerine yansıtılma derecesi bu dalgalanma üzerinde doğrudan etkide bulunacaktır. İkinci ölçüt ise şirketin döviz kuru dalgalanmaları sonucu maruz kaldığı riski göstermektedir ve etkin bir yönetim ile doğrudan bağlantılıdır. Bu çalışmanın akışı şu şekildedir: İkinci bölüm veri ve kullanılan yöntem hakkında bilgi vermektedir. Üçüncü bölüm sonuçları tartışmakta, son bölüm ise genel değerlendirmelerimizle çalışmayı sona erdirmektedir.

## 1. VERİ VE YÖNTEM

Bu çalışma için gereken bilgilerin çoğunluğu İstanbul borsası internet sayfasından elde edilmiştir<sup>4</sup>. Günlük hisse fiyatı bilgileri ise [www.analiz.com](http://www.analiz.com) adresinden elde edilmiştir. Şirketler seçilirken ithalat ve/veya ihracat yapanlar dikkate alınmış ve dolayısıyla finans sektörü içermeyen ve imalat sektörü ağırlıklı bir örneklem grubu oluşturulmuştur. Verileri eksik olan şirketler örneklemden çıkarıldıktan sonra 133 şirket bilgisi analizlerde kullanılmıştır. Analiz 2003 yılı verileri kullanılarak tamamlanmıştır.

Tablo 1 bazı tanımlayıcı istatistikleri göstermektedir. Her şirket için ortalama standart sapma 2003 yılı için haftalık getiriler kullanılarak hesaplanmıştır<sup>5</sup>. Şirketlerin karşılaştığı döviz kuru riski ise Finansal Varlıkları Değerleme Modeli (FVDM) kullanılarak bulunmuştur. Bu yaklaşıma göre şirkete-özel risk aşağıdaki model kullanılarak hesaplanabilmektedir<sup>6</sup>. Bu konuda yapılan çalışmalara örnek olarak Dumas (1978), Adler & Dumas (1980, 1984), Dominguez & Tesar (2006), Fraser & Pantzalis (2004) gösterilebilir.

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_m R_{m,t} + \beta_s R_{s,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Bu modelde  $R_{i,t}$  i şirketinin t yılı için getiri oranım,  $R_{m,t}$  piyasa getiri oranını<sup>7</sup>, ve  $R_{s,t}$  USD ve Euro içeren bir portföyün getirisini<sup>8</sup> göstermektedir.

<sup>4</sup> [www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)

<sup>5</sup> Haftalık getiriler günlük fiyatların haftalık ortalamaları bulunarak hesaplanmıştır.

<sup>6</sup> Hesaplamalarda 2001-2003 yılı verileri kullanılmıştır.

<sup>7</sup> İMKB 100 endeksi kullanılarak hesaplanmıştır.

<sup>8</sup> Portföyde Euro ve USD eşit ağırlıklara sahiptir. Farklı ağırlıkların kullanılması sonuçlar üzerinde bir değişikliğe yol açmamaktadır.

Şirkete-özel risk  $\beta_s$  katsayısı ile ifade edilmekte ve şirket hisselerinin getirisinin döviz kuru dalgalanmalarına olan duyarlılığını ölçmektedir. Bu katsayının sıfır olması şirkete-özel riskin sıfır olduğunu gösterir. Mutlak değer olarak bu katsayının sıfır değerinden uzaklaşması ise riskin arttığını, yani şirket değerinin döviz kuru dalgalanmalarından daha fazla etkileneceğini gösterir. Tablo 1’de görüldüğü üzere örneklem grubundaki şirketler için 2003 yılında ortalama risk sıfır değerine oldukça yakın olmuştur.

**Tablo 1: Tanımlayıcı İstatistikler**

Değişken	Ort.	Medyan	Std.		
			Sapma	Min.	Max.
Ortalama Haftalık Getiri (2003)	0,375	0,37	0,08	-2,51	3,54
Ortalama Standart Sapma (2003)	0,976	0,84	0,04	0,24	2,39
Döviz Kuru Riski (FVDM - _s)	-0,005	-0,03	0,02	-0,35	1,79
Şirket Yaşı	32,99	33,00	1,23	4,00	98,00
Ortalama çalışan sayısı	911,60	500,50	97,85	55,00	6.589,00
İhracat gelirinin toplam gelir içindeki payı	29,89	22,60	2,37	0,03	99,00
İthalat maliyetinin toplam maliyetler içindeki payı	30,51	29,00	2,18	0,00	90,00
İthalat değeri/İhracat değeri	2,77	0,79	0,61	0,01	53,25
Saklama Oranı	0,36	0,31	0,02	0,01	1,00
En büyük ortak sermaye payı	0,49	0,48	0,02	0,03	0,96
İkinci en büyük ortak sermaye payı	0,174	0,15	0,01	0,00	0,62
Yabancı ortak oranı	% 22,56				
Kamu ortaklığı oranı	% 10,53				
Yönetim Kumlu	% 61,65				
Çoğunluk_50 (Sermaye payı $\geq$ %50)	% 49,62				
Çoğunluk_2 (Sermaye payı $\geq$ %50)*	% 72,93				
Çoğunluk_20 (Sermaye payı $\geq$ %20)	% 88,72				
Şahıs ortak	% 33,83				

\*: En büyük iki ortak sermaye payı toplamı.

FVDM: Finansal Varlık Değerleme Modeli

Ortalama şirket yaşı örneklem grubunda 33 olmakta, şirket büyüklüğü 55 işçi ile 6589 işçi arasında değişmektedir. Hem ihracat gelirinin toplam gelir içindeki payı hem de ithalat maliyetinin toplam maliyet içindeki payı ortalama da %30 civarındadır. Şirketlerin ithalat değerlerinin ihracat değerlerinden ortalama yaklaşık 2,8 kat daha fazla olduğu görülmektedir. Ortalama saklama oranı ise %36 civarında olmakta, ve %2 ile %100 arasında

değişmektedir. En büyük ortağın sermaye payı %48,6 iken, ikinci büyük ortak için bu oran %17,6 civarındadır.

Tablo 1'in ikinci kısmı ise bu çalışma içinde hesaplanan bazı değişkenler ile ilgili tanımlayıcı bilgileri vermektedir. *Yabancı ortak oranı* birinci veya ikinci en büyük ortak yabancı olduğunda 1 değerini almaktadır. Şirketlerin %22,56'sı bu koşulu sağlamaktadır. *Kamu ortaklığı oranı* da özel sektör dışındaki kurumlardan birinin varlığını gösteren bir kukla değişkendir. *Yönetim Kurulu* birinci veya ikinci en büyük hissedarın yönetim kurulu içinde olmasını göstermektedir<sup>9</sup>. Maury (2006) çalışmasının ifade ettiği gibi bu durum ailenin veya büyük ortakların kontrol gücüne sahip olduğunu yansıtmaktadır. Analizimizdeki şirketlerin %61,65'inde bu durumun sağlandığı görülmektedir. En büyük hissedarın %50'den fazla sermaye payına sahip olması *Çoğunluk\_50* değişkeni ile gösterilmektedir. *Çoğunluk\_20* ise en büyük ortağın %20'den fazla sermaye payına sahip olmasını göstermektedir. En büyük iki ortağın %50'den fazla sermaye payına sahip olması *Çoğunluk\_2* ile ifade edilirken, *Şahıs* en büyük iki hissedarın şahıs olmasını yansıtmaktadır.

Bu kukla değişkenler açısından risk ölçütlerinin istatistiki olarak farklı olup olmadığı basit t-testi yöntemiyle incelenmiş ve sonuçlar Tablo 2'de gösterilmiştir. Yönetimde etkinliği yansıtan ölçütleri mülkiyet/sermaye yapısı ile ilgili bu kontrol değişkenlerine göre karşılaştırmak bir farklılık ortaya koymamaktadır. Tek anlamlı fark standart hata risk ölçütü olarak kullanıldığında yönetim kurulu kesiti için ortaya çıkmaktadır. Üstelik, yönetim kurulunda olmak daha yüksek ortalama risk düzeyine yol açmaktadır. Ne var ki, t-test sonuçları değişkenler arasındaki korelasyonu dikkate almadığından risk ve mülkiyet/sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemek için aşağıdaki model kullanılmıştır.

$$\text{Risk}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{YK}_i + \beta_2 (\text{YK}_i * \text{M}_50_i) + \beta_3 \text{BO}_i + \varepsilon_i$$

Bu modelde Risk<sub>i</sub> bağımlı değişkeni (a) hisse getirisinin standart hatası veya (b) şirketin maruz kaldığı döviz kuru riski ile ölçülmektedir. Ayrıca, YK<sub>i</sub> büyük iki ortaktan birinin yönetim kurulunda olmasını gösteren kukla değişkeni, M<sub>50</sub><sub>i</sub> ilk ortağın çoğunluk hissesine sahip olmasını, BO<sub>i</sub> değişkeni ise en büyük ortağın sermaye payını göstermektedir. Etkileşim değişkeni (YK<sub>i</sub> \* M<sub>50</sub><sub>i</sub>) ile yönetim kurulunda olmak ve çoğunluk payına

<sup>9</sup> Bir aile şirketi ilk iki hissedardan biri olduğunda, bu şirketin sahiplerinin yönetim kurulunda olması veya aynı aileden olması da bu şartı sağlar kabul edilmiştir.

sahip olmanın etkisi incelenmektedir. Eğer en büyük iki ortak yönetim kurulunda ise ama çoğunluk sermaye payına sahip değilse ilgili katsayı  $\beta_0$  olmakta, diğer taraftan çoğunluk sahibi olduğunda yönetim kurulunda olmanın risk ölçütü üzerindeki etkisi ( $\beta_1 + \beta_2 * M_{50}$ ) değeri ile ifade edilmektedir. Eğer literatürde incelenen aile/şahıs şirketler ve performans arasındaki pozitif ilişki hipotezi doğru ise,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  ve  $\beta_3$  katsayılarının hepsinin negatif olması beklenmektedir. Diğer taraftan, temsil maliyetleri kontrol tek bir şahıs/aile elinde toplandığında tekrar etkili olması  $\beta_2$  katsayısının pozitif bir değer almasına yol açacaktır.

**Tablo 2: T-testi ile Karşılaştırma**

		Risk Ölçütü			
		Standart Hata		Döviz Kuru Riski	
		Ortalama	t Değeri	Ortalama	t Değeri
Yönetim Kurulu	Evet	1,0401	2,30**	0,1101	0,51
	Hayır	0,8737		0,1297	
Çoğunluk (En büyük ortak)	Evet	0,9759	0,01	0,0975	1,32
	Hayır	0,9766		0,1374	
%20 (En büyük ortak)	Evet	0,9933	1,38	0,1069	0,83
	Hayır	0,8419		0,2022	
Çoğunluk (İlk 2 ortak)	Evet	0,9724	0,15	0,0976	1,41
	Hayır	0,9866		0,1715	
Şahıs Ortak	Evet	0,9476	0,56	0,134	0,61
	Hayır	0,9909		0,1092	
Yabancı Ortak	Evet	0,9918	0,21	0,0905	1,5
	Hayır	0,9717		0,1255	
Kamu ortaklığı oranı	Evet	0,9845	0,07	0,1138	0,08
	Hayır	0,9753		0,1181	

Test için varyansın farklı olduğu varsayımı altında Satterthwaite yöntemi kullanılmıştır. Tabloda T-değerleri mutlak değer olarak verilmiştir.

## 2. BULGULAR

Model sonuçları Tablo 3'de verilmiştir. Şirkete özel bazı faktörlerin etkisini incelemek için model bütün şirketler için ve dört farklı kesit için ayrı ayrı incelenmiştir. Bu dört kesit şirket büyüklüğü, yabancı ortak olup olmaması, saklama oranı ve en büyük ortak yanında ikinci büyük ortağında

en az %10 sermaye payına sahip olmasıdır. Şirket büyüklüğü 2001-2003 dönemi ortalama çalışan sayısı kullanılarak temsil edilmiştir<sup>10</sup>.

Risk ölçütü olarak hisse getirisinin standart sapması kullanıldığında bütün şirketler için varsayılan hipotezi destekler bir sonuç bulunmamaktadır. Diğer taraftan, ikinci risk ölçütü kullanıldığında şahıs/aile şirketinin varlığı ve ayrıca kontrol sahibi olması risk üzerinde azaltıcı bir etkiye bulunmaktadır. Ancak, kontrolün tam olması risk üzerinde artırıcı bir etkiye yol açmaktadır. Bu ise daha önce de bahsedildiği gibi tam kontrole sahip aile veya şahısın az da olsa temsil maliyetleri probleminde yol açtığı bir belirtisidir.

Çalışan sayısı yüksek olan şirketler için büyük ortak sermaye payı riski azaltıcı bir yönde çalışırken, etkileşim değişkeni pozitif ve anlamlı olmakta ama toplam etki,  $(\beta_1 + \beta_2 * M_{50})$ , anlamlı bulunmamaktadır. Diğer kesitler için bakıldığında ise özellikle bu risk ölçütü için aile/shahıs şirketleri ile performans arasındaki ilişkiyi gösterecek önemli bir bulgu bulunmamaktadır.

Önceden de bahsedildiği gibi şirketlerin döviz kuru dalgalanmaları sonucu maruz kaldığı risk ortaklardan birinin yönetim kurulunda olması ve büyük ortağın sermaye payından negatif olarak etkilenmektedir. Bu bulgu (i) çalışan sayısına göre küçük sayılabilecek şirketler, (ii) önemli bir yabancı ortağı olmayan şirketler, (iii) saklama oranı yüksek olan şirketler ve (iv) önemli sermaye payına sahip bir ikinci ortağın olduğu şirketler için de geçerli olmaktadır. Genelde daha büyük şirketlerin kurumsallaşma yolunda önemli adımlar atabilmiş olmaları daha küçük ölçekli şirketlerde aile/shahıs ortaklarının etkisinin pozitif anlamda etkili olmasını sağlayabilir. Aynı açıklama, yabancı ortak olmayan ve saklama oranı daha düşük şirketler için de kullanılabilir. Maury & Pajuste (2005) çalışması kontrolün eşit dağılmasının şirket performansı üzerindeki pozitif etkisinden bahsetmektedir. Önemli sermaye payına sahip ikinci ortağın varlığı ve bulunan risk üzerindeki azaltıcı etki bu görüşü doğrulamaktadır. Ayrıca, etkileşim değerinin pozitif ve anlamlı olması tam kontrolün bir ortak ta toplanmasının risk üzerinde azaltıcı değil artırıcı bir etkide bulunduğu göstermektedir. Etkileşim değerinin her zaman pozitif olması da temsil maliyetleri probleminin aile/shahıs şirketleri için tam kontrol altında var olduğunun bir belirtisi olarak algılanabilir.

<sup>10</sup> Saklama oranı 2006 Temmuz ayı itibari ile kullanılmıştır. Bu oran sadece kontrol amaçlı kullanıldığından, 2003 yılı verilerinin olmaması bir eksiklik olsa da, sonuçlar üzerinde önemli bir etkisinin olması beklenmemektedir.

**Tablo 3: Regresyon Sonuçları**

	Bağımlı Değişken: Standart Sapma				Bağımlı Değişken: Döviz Kuru					
	YK	YK*M_50	BO	R <sup>2</sup>	F-testi <sup>(a)</sup>	YK	YK*M_50	BO	R <sup>2</sup>	F-testi <sup>(a)</sup>
Şirketlerin Hepsisi	0,14198 (,1031)	0,05782 (,1287)	-0,00447 (,2315)	0,04	4,24**	-0,08497** (,0427)	0,09534* (,0533)	-0,26118*** (,0958)	0,06	0,07
Çalışan Sayısı>911	-0,25170 (,2312)	0,48008** (,2427)	-1,04953** (,4886)	0,14	1,72	0,03014 (,0492)	0,01269 (,0517)	0,09389 (,104)	0,10	1,34
Çalışan Sayısı≤911	0,21939* (,1183)	-0,04002 (,1552)	0,25275 (,2652)	0,06	2,27	-0,09356* (,0547)	0,09412 (,0717)	-0,34927*** (,1226)	0,09	0,00
Yabancı Ortak: Evet	0,39745 (,2584)	-0,13763 (,281)	-0,09480 (,6015)	0,15	1,47	0,06309 (,0376)	0,01298 (,0409)	0,05052 (,0876)	0,21	5,94**
Yabancı Ortak: Hayır	0,07151 (,1123)	0,10548 (,1489)	-0,01585 (,2651)	0,03	2,42	-0,11862** (,0529)	0,11521 (,0702)	-0,30749** (,125)	0,07	0,00
Saklama Oranı>0.359	0,05522 (,158)	0,05988 (,2209)	0,21278 (,4382)	0,02	0,44	-0,18764** (,0875)	0,20298 (,1224)	-0,51389** (,2428)	0,10	0,03
Saklama Oranı≤0.359	0,26211* (,1425)	-0,01427 (,1643)	0,03835 (,2965)	0,09	4,49**	0,0377 (,024)	-0,0159 (,0276)	-0,00616 (,0499)	0,06	1,23
Önemli 2. Ortak: Evet	0,17817 (,1504)	0,13998 (,2507)	-0,25829 (,5245)	0,05	1,94	-0,17625** (,0718)	0,20384* (,1196)	-0,71953*** (,2503)	0,15	0,06
Önemli 2. Ortak: Hayır	-0,01637 (,148)	0,19179 (,1609)	0,11697 (,2565)	0,08	3,50*	0,03409 (,0344)	-0,01358 (,0374)	0,01016 (,0597)	0,02	0,88

YK: En büyük iki sermaye sahibinden biri yönetim kurulunda; M\_50: En büyük ortak sermaye payının %50'den fazlasına sahip; BO: En büyük ortağın sermaye payı

(a) F-testi Ho: YK+YK\*M\_50=0 hipotezini test etmektedir.

\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.



## SONUÇ

Bu çalışmada mülkiyet/sermaye yapısı ile şirket performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Öne sürülen hipotez ise aile/şahıs şirketlerinde temsil maliyetlerinin azlığı nedeniyle performansın daha yüksek olması yönündedir. Doğrudan şirket performansı ya da değeri üzerinde yoğunlaşmak yerine yönetimin etkinliğini – temsil maliyetlerinin azlığı – yansıtması açısından şirkete özel iki risk ölçütü kullanılmıştır. Bunlardan ilki hisse getirilerinin standart sapması, diğeri ise şirketin döviz kuru dalgalanmaları sonucu maruz kaldığı riski gösterir. İkinci risk FVDM modeli kullanılarak hesaplanmıştır.

Risk ölçütü standart sapma olduğunda yönetim etkinliği ve aile/şahıs şirketleri arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki görülmemektedir. Diğer taraftan, şirkete-özel döviz kuru riski incelendiğinde ortaklardan birinin yönetim kurulunda olmasının ve sermaye payı oranının bu risk üzerinde azaltıcı bir etki oluşturduğu görülmektedir. Büyük ortağın tam kontrole sahip olması ise temsil maliyetlerinin aile/şahıs şirketlerinde de var olduğunu yansıtmaktadır.

## KAYNAKÇA

- ADLER, M. and B. DUMAS, 1980, *The exposure of long-term foreign currency bonds*, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15, 973-994.
- ADLER, M. and B. DUMAS, 1984, *Exposure to currency risk: definition and measurement*, *Financial Management*, 13, 41-50.
- BARTH, E., GULBRANDSEN, T., SCHONE, P., 2005, *Family ownership and productivity: the role of owner-management*, *Journal of Corporate Finance*, 11, 107-127.
- DAVIES, J.R., HILLIER, D., MCCOLGAN P., 2005, *Ownership structure, managerial behavior and corporate value*, *Journal of Corporate Finance*, 11, 645-660.
- DEMSETZ, H., VILLALONGA, B., 2001, *Ownership structure and corporate performance*, *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- DOMINGUEZ, K.M.E. and L.L. TESAR, 2006, *Exchange rate exposure*, *Journal of International Economics*, 68, 188-218.
- DUMAS, B., 1978, *The theory of the trading firm revisited*, *Journal of Finance*, 33, 1019-1029.

- FRASER, S. and C. PANTZALIS, 2004, *Foreign exchange rate exposure of US multinational corporations: a firm-specific approach*, **Journal of Multinational Financial Management**, 14, 261-281.
- KIM, K.A., KITSABUNNARAT, P., NOFSINGER, J.R., 2004, *Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms*, **Journal of Corporate Finance**, 10, 355-381.
- MAURY, B., 2006, *Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations*, **Journal of Corporate Finance**, 12, 321-341.
- MAURY, B., PAJUSTE, A., 2005, *Multiple large shareholders and firm value*, **Journal of Banking & Finance**, 29, 1813-1834.