



KURUMSAL YATIRIMCI SAHİPLİĞİ İLE MARKA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ: BİR UYGULAMA*

THE RELATIONSHIP BETWEEN INSTITUTIONAL INVESTORS OWNERSHIP AND BRAND VALUE: AN APPLICATION

Doktora Öğrencisi Yalçın KILINÇ

Kırıkkale Üniversitesi, SBE, İşletme ABD, Kırıkkale/ TÜRKİYE,
ORCID: 0000-0002-3761-7480

Doç. Dr., İsmail GÖKDENİZ

Kırıkkale Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, Kırıkkale/ TÜRKİYE,
ORCID: 0000-0003-4342-0200

ÖZET

Son yıllarda, rekabetin uluslararasılaşması, müşteri ihtiyaçlarının çeşitlenmesi, artan finansal ve ticari entegrasyon, bilgi ve iletişim ağının güçlenmesi gibi faktörler sebebiyle işletmelerin fon ihtiyaçları artmaya başlamıştır. Firmalar bu fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için yatırımcılara yönelmeye başlamışlardır. Firmalara bu fon akışını sağlayan kurumlardan bir tanesi de kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar (Emeklilik Fonları, Sigorta Şirketleri, Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Yardım Fonları, Sosyal Güvenlik Kurumları, Portföy Yönetim Şirketleri) bireysel yatırımcılardan topladıkları fonları sermaye piyasası araçlarına kanalize etmektedirler. Bu yönüyle bakıldığında, kurumsal yatırımcıların firmalar için büyük önem arz ettiği söylenebilir. Bu çalışmada Kurumsal Yönetici Sahipliği ile Marka Değeri Arasındaki İlişki, BIST’de işlem gören imalat ve teknoloji firmaları özelinde, 2012-2017 dönemi için dinamik panel veri yöntemi (Sistem GMM) kullanılarak araştırılmaktadır. Analiz bulguları, firmalardaki kurumsal yatırımcı sahipliği arttıkça marka değerinin arttığını ortaya koymuştur.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetici Sahipliği, Marka Değeri, Dinamik Panel Veri Analizi.

ABSTRACT

In recent years, due to factors such as internationalization of competition, diversification of customer needs, increasing financial and commercial integration, and strengthening of information and communication networks, the fund needs of enterprises have started to increase. In order to meet these fund needs, companies started to focus on investors. One of the institutions that providing the flow of funds to the companies is institutional investors. Institutional investors (Pension Funds, Insurance Companies, Mutual Funds, Investment Trusts, Charitable Funds, Social Security Institutions, Portfolio Management Companies) are transferring the funds to capital market instruments they collect from individual investors. From this point of view, it can be said that institutional investors have great importance for companies. In this study, the relationship between institutional investors ownership, and brand value is investigated by using dynamic panel data method (System GMM) for 2012-2017 period, especially in the manufacturing and technology firms traded in BIST. The analysis results show that the brand value increase as the institutional investor ownership increases.

Keywords: Institutional Investors Ownership, Brand Value, Dynamic Panel Data Analysis.

* Bu çalışma, Doç. Dr. İsmail GÖKDENİZ’in danışmanlığında Kırıkkale Üniversitesi SBE İşletme ABD Doktora programında Yalçın KILINÇ tarafından yazılan, “Kurumsal Yatırımcı Sahipliği İle Firma ve Marka Değeri Arasındaki İlişki: Bir Araştırma” başlıklı doktora tezinden üretilmiştir.

1. GİRİŞ

Finansal piyasaların hızla gelişimi, küreselleşme, piyasaların entegrasyonu gibi olgular sebebiyle sermaye piyasalarında hızlı bir değişim ve dönüşüm gerçekleşmektedir. Bu değişim ve dönüşüm özellikle şirket içi uygulamalarda da kendini göstermektedir.

Bireysel yatırımcıların, hisse senedi piyasaları ile ilgili teknik analizleri yapma konusunda karşılaştıkları problemler, tasarrufların nasıl değerlendirileceği ile ilgili bilgi eksikliği ve riskin dağıtılmasında yaşanan sıkıntılar kurumsal yatırımcılara olan ihtiyacı artırmıştır. Kurumsal yatırımcılar (kolaktif yatırım kuruluşları, emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve diğer yatırımcılar), küçük yatırımcılarından topladıkları tasarrufları finans piyasalarına enjekte etme görevini üstlenmektedirler. Kurumsal yatırımcıların finans piyasalarında faaliyet göstermeleri sonucunda pay sahipliği yaygınlaştırılırken, diğer taraftan farklı beklentilere sahip yeni yatırımcıların piyasaya girişi de sağlanır.

Kurumsal yatırımcıların topladıkları fonlar ile borsada işlem gören firmaların hisse senetlerine yatırım yapmaları, firmalar açısından ihtiyaç duydukları fonların temin edilmesine yatırım ortamı açısından da yatırımların toplam riskinin azaltılmasına ve portföy yönetiminin daha akılcı hale dönüşmesine zemin hazırlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar aynı zamanda uluslararası piyasalara da açılabilirler. Özellikle tasarrufların verimli alanlarda kullanılması noktasında profesyonel yatırımcılar olan kurumsal yatırımcılara önemli iş düşmektedir. Geleneksel noktada kurumsal yatırımcılar hem firmanın fon ihtiyacı ve gelişimi hem de ülke ekonomisi için oldukça önem arz etmektedir. Literatürde yapılan çalışmalarda şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların performansı ve marka değeri (Kayalı, vd., 2017, Ünlü ve Yağlı, 2016, Lee, 2008) üzerinde pozitif etkiler doğurduğu tespit edilmiştir. Bu çalışmada diğer çalışmalardan (bu çalışmalarda genellikle statik panel veri yöntemlerinin kullanıldığı görülmüştür) farklı olarak, doğrudan kurumsal yönetici sahipliğinin marka değeri üzerindeki etkisi dinamik panel veri yöntemleri kullanılarak araştırılmaktadır. Bununla birlikte, literatürde firma değeri ve performansı ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasındaki ilişkiye yönelik çok sayıda çalışma olmasına karşın, marka değeri- kurumsal yatırımcı sahipliği ilişkisine yönelik çalışma sayısının oldukça az olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal yatırımcı sahipliği-marka değeri ilişkisinin analiz edildiği bu çalışma şu şekilde tasarlanmıştır: Öncelikle kurumsal yatırımcı-marka değeri konusuna değinilmiş, ardından bu konuyu ele alan çalışmaların özetine yer verilmiştir. Ekonometrik uygulamanın yer aldığı üçüncü bölümü takiben çalışma sonuç ve değerlendirme ile tamamlanmıştır.

2. KURUMSAL YATIRIMCI VE MARKA DEĞERİ

Ekonomik gelişmenin sağlanabilmesinde hane halkının tasarruflarını arttırmasının tek başına yeterli olmadığı görülmektedir. Tasarrufların, özellikle finansal piyasaları geliştirmekte olan ülkelerin kalkınmasına yardımcı olacak yatırım alanlarına kaydırılması ve bu konuda uzmanlaşmış kişilerce analiz edilerek değerlendirilmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Küçük yatırımcıların, tasarruflarının iyi yönetilmesini arzulamaları ve teknik bilgi gerektiren analizlerin yapılmasını gerekliliğini hissetmeleri, onları artan bir orandan kurumsal yatırımcılara yönlendirmektedir (Usul & Kocabıyık, 2010, s. 65). Tasarruf miktarı arttıkça kurumsal yatırımcılara olan ihtiyaçta buna paralel olarak artmaktadır.

Kurumsal yatırımcı, yatırım yapmak isteyen küçük yatırımcıların belli bir vade ve belli bir risk seviyesi üzerinden en çok kazancı elde edebilecekleri amaçlarını gerçekleştirmeye aracılık etmek için kurulan uzmanlaşmış kolektif yönetim tarzına sahip finansal kuruluşlardır. Bireysel yatırımcıların küçük birikimlerini finansal piyasaların içine dahil etmek, piyasalarda istikrarı ve hızlı büyümeyi sağlamak gibi ülke ekonomisine önemli katkıları vardır (Aysoy, 2011, s. 3). Ekonomik kalkınmanın sağlıklı devam edebilmesi için ihtiyaç duyulan tasarruf miktarının arttırılmasında ve bu birikimlerin yeni yatırım alanlarında değerlendirilmesinde de kilit bir rol üstlenmektedir. Temel bileşeni olan küçük yatırımcılardan fon toplayarak meydana getirilen fonların uzman kadrolar tarafından yönetilerek sermaye piyasalarına aktarılmasını sağlamaktadırlar. Bu özellikleri barındıran diğer yatırım kuruluşları, sahip oldukları büyük fonları ve bu tasarrufları yöneten uzman kişilerle sermaye piyasalarında doğru dağıtım öncülük ederek ve piyasaların değişimine pozitif katkı sağlayarak sermaye piyasalarda yaşanabilecek şokların etkisini azaltma potansiyeline sahiptirler (Sancaktar,

2017, s. 14). Kurumsal yatırımcıların tüm bu faktörleri barındırmaları omları finansal piyasaların en etkili aktörleri olmaları gerçeğini de ortaya koymaktadır.

Marka değeri, bir ürün veya hizmetin işletmeye ya da müşterilere sağladığı ilave değer, ürüne veya hizmete eklenen ya da çıkarılan değerdir. Markaya bağlı olan simge, markanın adı, marka varlıkları ve yükümlülüklerdir (Aaker, 1991, s. 15). Satın alma kararını etkileyen ve yönlendiren, ürünü benzerlerinden ayıran marka, pazarlama ve reklam unsurlarının odak noktasıdır. Pazarlama faaliyetlerinin tamamı tüketicilerin ürünleri tanımlamasına, reklam faaliyetlerinde ise tüketici ile etkileşimde bulunma amacına dayanması nedeniyle marka daha fazla önem kazanmıştır. Ürünlerin benzerlerinden ayıran özellik marka olarak ifade edilmektedir (Aktuğlu, 2004, s. 11). Tüketicilerin satın alma kararlarını etkilen en önemli unsurlardan biriside marka haline gelmiştir.

Firmaların marka değerini belirlemelerinin en önemli nedeni ise tüketicilerin markanın ürünlerine olan sadakati ve güvenin ölçülmesi anlamına da gelmesidir. Dünyaca tanınan ve bilinen markaların değeri ile tüketici algıları, ürüne olan talepleri arasında doğru bir orantı vardır.

Marka değeri oluşturmanın anahtarı doğru konumlandırılmış bir markanın varlığıdır. Son yıllarda müşteriler için önemli olan markanın gerçekte nasıl olduğu değil, markanın nasıl olduğuna ait algılardır. Bu nedenle firmalar marka sadakatini arttırarak markalarının rakiplerinden daha çok tercih edilmesini sağlayabilirler (Tosun, 2014, s. 256).

3. LİTERATÜR

Kayalı, vd., (2017), çalışmalarında şirketlerin kurumsal yönetim endeksi ve marka değeri arasındaki uzun dönemli ilişkiyi ölçmek için panel veri yöntemi kullanılmıştır. Araştırma neticesinde kurumsal yönetim endeksi ile marka değeri arasında kısa vadede bir ilişki bulunamamıştır.

Ünlü ve Yağlı (2016), kurumsal yönetim ile marka değeri arasındaki ilişkiyi kurumsal yönetimin; hisse, kamuyu aydınlatma, şeffaflık, yönetim kurulu ve paydaşlar gibi alt kategorilerine ait endeks skorları bağlamında BIST’de işlem gören firmalar özelinde 2011-2015 dönemi için statik panel veri yöntemlerini (panel rassal etkiler) kullanarak test etmişlerdir. Analizleri sonucunda kurumsal yönetim ile marka değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir.

Acaravcı vd. (2015)’te, kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların performansları üzerindeki etkisini BIST İmalât Sanayi Sektörü’nde faaliyet gösteren 126 firma özelinde 2005-2011 dönemi için statik panel veri yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Buna göre aktif kârlılığı ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasında negatif ilişki gözlenmiş iken, özkaynak kârlılığı ve Tobin Q’su ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır. Çalışmada ayrıca genel müdürün yönetim kurulunda görevli olması ve en büyük üç hissedarın pay oranının artması halinde firma performansının azalacağı tespit edilmiştir.

Dana (2015), çalışmasında kurumsal firma sahipliğinin firma performansı üzerindeki etkisini Ürdün özelinde incelemiştir. 2005-2013 yılları arasında Amman Menkul Kıymetler Borsası’nda 82 firmayı panel veri yöntemini kullanarak ölçüme tabi tutmuştur. Sonuç olarak bu firmaların performansı ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasında güçlü bir ilişki tespit edememiştir.

Tuan, (2014), Vietnam HO Chi Minh Borsası’ ndaki şirketlerin özelinde güven ve etik davranışların kurumsal yönetimin aracı rolü ile marka değerine katkısının bulunup bulunmadığını ANOVA ve yapısal eşitlik modellemesi kullanarak ölçmeye çalışmıştır. Bulgular neticesinde adalet ahlaki ve hesaplama dayalı güven arasında ilişki tespit etmiştir. Kurumsal yönetimin marka değerini son derece önemli derecede arttırdığını ortaya koymuştur.

Alfaraih, Alanezi & Almujaed (2012), Kuveyt Borsasında işlem gören 134 firma incelenmiş ve regresyon analiz sonuçlarında kurumsal yatırımcıların varlığının firma performansında son derece güçlü pozitif etkiler meydana getirdiği ortaya konmuştur. Diğer taraftan, devlet mülkiyetinin söz konusu olduğu firmalarda ise negatif bir etki olduğu belirtilmiştir.

Charfeddine & Elmarzougui (2011), 2002-2005 yılları arasında Fransız finans piyasalarında yeralan 35 şirket için kurumsal sahiplik ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Amprik sonuçlar kurumsal sahipliğin varlığını teyit ederken sahiplik yapısı hakkındaki içselliği savunan

çalışmaları ise desteklemiştir. Bu durumda kurumsal sahipliğin Tobin Q'nun eşzamanlı sistemiyle yapılan ölçümünde firma performansına olumsuz bir etkisi bulunduğunu ortaya koymuşlardır.

Lee (2008), Güney Kore'de hisse sahipliği yapısının firmanın finansal performansı üzerindeki etkisi, 2000-2006 yılları arasında panel veri yöntemiyle incelemiş ve mülkiyet yoğunluğu arttıkça varlık getiri oranı ve firmaların performansı olumlu yönde etkilendiğini ortaya koymuştur. Fakat çalışmada, firmanın mülkiyetinin yabancı veya kurumsal yatırımcı olmasının firma performansı üzerinde bir etkisi olmadığı tespit edilmiştir.

Bhattacharya & Graham (2007), üç aşamalı en küçük karalar yöntemi kullanılarak firma performansı ve farklı sınıflardaki kurumsal yatırımcılar arasındaki ilişki ele alınmıştır. Ampirik sonuçlar, firma performansı ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasında negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

4. VERİ, YÖNTEM VE BULGULAR

Bu çalışmada, Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören imalat ve teknoloji firmaları² özelinde, 2012-2017 dönemi için, kurumsal yatırımcı sahipliğinin marka değeri üzerindeki etkileri dinamik panel veri yöntemleri kullanılarak araştırılmaktadır. Çalışmada kullanılan veri seti Tablo 1'de sunulmaktadır.

Tablo 1: Veri Seti

Değişkenler		Değişkenin Kısaltması	Değişkenlerin Tanımı
Değer Değişkeni	Marka Değeri	LNMD	Brand Finance Kuruluşu tarafından 2010 yılından bu yana yayınlanan Türkiye'nin En Değerli 100 markası raporlarından alınmıştır. Doğal logaritması kullanılmıştır.
Yatırımcı Değişkeni	Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	LNKYS	Kurumsal yatırımcıların sermaye bakiyesi tutarıdır. Doğal logaritması kullanılmıştır.
Karlılık Değişkenleri	Aktif Karlılığı	ROA	Firmanın net karının toplam aktiflere oranıdır.
	Özsermaye Karlılığı	ROE	Firmanın net karının özsermayeye oranıdır.
	Faaliyet Kar Marjı	FKM	Firmanın faaliyet karının net satışlara oranıdır.
	Net Kar Marjı	NKM	Net karın net satışlara oranıdır.
Faaliyet Değişkenleri	Stok Devir hızı	SDH	Satışların maliyetinin stoklara oranıdır.
	Alacak Devir hızı	ADH	Net satışların ticari alacaklara oranıdır.
	Özsermaye Devir Hızı	ODH	Net satışların özsermayeye oranıdır
Likidite Oranları	Cari Oran	CO	Dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara oranıdır.
	Asit-Test Oranı	ATO	Dönen varlıklardan stoklar çıkarıldıktan sonra elde edilen değer kısa vadeli yabancı kaynaklara oranıdır.
Finansal Yapı Oranları	Borç-Özsermaye Oranı	BOR	Toplam borçların özsermayeye oranıdır.
	Faiz Karşılama Oranı	FKO	Faiz veya vergi öncesi karın finansal giderlere oranıdır.
Makroekonomik Değişkenleri	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	GSYH	Bir ülkede bir yılda üretilen nihai mal ve hizmetlerde meydana gelen artışları ifade etmektedir.
	Reel Efektif Döviz Kuru	RER	Türkiye'nin dış ticaretinde önemli paya sahip ülkelerin para birimlerinden oluşan sepete göre. Türk lirasının ağırlıklı ortalama değerinin enflasyondan arındırılmış biçimidir.
	Faiz Oranı	FAIZ	Bankalarca TL üzerinden verilen ticari kredilere uygulanan faiz oranıdır.
	Enflasyon Oranı	TUFE	Tüketici fiyat endekslerini göstermektedir. 2003=100 baz alınmıştır.

Kaynak: 1. Merkezi Kayıt İstanbul, e-veri, <https://www.mkk.com.tr/>

2. İş Yatırım, Piyasa Verileri, <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx>

3. Kamu Aydınlatma Platformu, Finansal Tablolar, <https://www.kap.org.tr/tr/>

4. TCMB, İstatistikler, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>

Panel veri, çeşitli zaman dilimleri içerisinde firmalar, ülkeler, hanehalkları gibi birimlerin yatay kesitleri üzerindeki gözlemlerinin havuzlaştırılması anlamına gelmektedir. Bu gözlemlerin elde edilebilmesi,

² Bu firmalar; ADEL KALEMCİLİK, ANADOLU EFES, ARÇELİK, AYGAZ, BANVİT, BOSSA, BRİSA, FORD OTOSAN, DYO BOYA, GOODYEAR, İNDEKS BİLGİSAYAR, KENT GIDA, OTOKAR, PINAR SÜT, ŞİŞECAM, TAT GIDA, TOFAŞ, TÜRK TRAKTOR, TUBORG, VESTEL, ÜLKER BİSKUVİ.

belirli bir süreç boyunca sözkonusu birimlerin ölçülmesi ve izlenmesi ile mümkün olmaktadır (Baltagi, 2005: 1). Panel veri yöntemi sayesinde, birimlere ait farklılıklar kontrol edilebilir, daha bilgilendirici doneler elde edilebilir, daha karmaşık davranışsal modellerin oluşturulabilir, zaman boyutunun kısa olmasının dezavantajı giderebilir. Diğer taraftan panel veri yönteminin; ölçüm hatalarının çarpıklığı, seçicilik sorunları ve yatay kesit bağımlılığı şeklinde kısıtları vardır (Baltagi, 2005: 4-9; Hsiao, 2006: 3-7).

Panel veri yöntemi kendi içerisinde statik ve dinamik panel veri yöntemi şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Statik panel veri yöntemlerinde (sabit ve rassal etkiler modeli gibi) değişkenlerin kendi gecikmeli değerleri model tahminlerinde yer almazken, dinamik panel veri tahminlerinde (Arellano-Bond (1991), Arellano-Bover (1995) ve Blundell-Bond (1998) tahmincileri gibi) gözardı edilen bu durum dikkate alınmaktadır. Özellikle gerek mikro gerekse de makroekonomi verileri ile çalışılırken, değişkenlerin kendi değerlerinden etkilenme olasılığı sözkonusu olabilmektedir. Örneğin, firmaların kar oranları geçmiş yıl karları ile ilişkili olabilmektedir. Bir firma, x_{t-1} yılında kar elde etmiş ise bu kar düzeylerinin belirli bir bölümünü tasarruf ve yatırıma kanalize ederek, (diğer değişkenlerin çok değişmediği varsayımı altında) x_t yılında bu karlılığını sürdürmesi beklenebilir.

Hansen (1982) tarafından geliştirilen Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM), ekonomik modelin bilinmeyen parametrelerinin tahminlerini üretmek için gözlemlenen ekonomik verileri popülasyon momentindeki bilgilerle birleştiren istatistiksel bir yöntemdir (Zsohar, 2012: 151). Maksimum Olabilirlik Yönteminin aksine verilerin dağılımı hakkında tam bilgi gerektirmez. GMM tahmini için yalnızca bir altta yatan modelden türetilen momentlere ihtiyaç vardır. Verilerin dağılımının bilindiği bazı durumlarda, MLE hesaplama açısından çok zor olabilirken, GMM çok kolay olabilmektedir. Model parametrelerinden daha fazla moment koşulu olan modellerde, GMM tahmini, önerilen modelin spesifikasyonunu test etmek için kolay bir yol sağlayabilmektedir. Bu, GMM tahminine özgü olan önemli bir özellik olarak değerlendirilmektedir³. ML tahmin edicileri, bir amaç fonksiyonu üretmek için rassal değişkenlerin dağılım aileleri hakkındaki varsayımları kullanırken, GMM tahmin edicileri amaç fonksiyonu türetirken rassal değişkenlerin momentleri hakkında varsayımlar kullanmaktadır (Drukker, 2010: 4).

Arellano-Bond (1991) ve Arellano-Bover (1995)/Blundell-Bond (1998) tahmincileri şu durumlar için tasarlanmıştır: 1) zaman periyodunun dar buna karşın yatay kesit biriminin fazla olduğu durumlar, 2) doğrusal bir fonksiyonel ilişki durumu, 3) kendi geçmiş gerçekleştirmelerine bağlı değerler alan dinamik değişken durumu, 4) kesinlikle dışsal olmayan bağımsız değişkenler durumu, 5) sabit bireysel etkiler ve 6) birimler arasında değişen varyans ve otokorelasyonun olduğu durum (Roodman, 2006: 1).

Panel veri modellerindeki içsellik probleminin üstesinden gelebilmenin iki farklı yolu vardır: Birincisi araç değişkenleri düzey değerlerini alarak kullanmak, ikincisi ise araç değişkenleri farklarını alarak kullanmaktır.

Arellano ve Bover (1995) tarafından geliştirilen sistem GMM modeli ise araç değişkenleri hem düzey değerlerindeki hem de farklarındaki gecikmeler olarak kullanmaktadır.

Çalışmada kurumsal yatırımcı sahipliği-firma ve marka değeri arasındaki ilişki, Roodman (2006) tarafından geliştirilen Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu (Sistem GMM) kullanılarak araştırılmaktadır. Sistem GMM modeli (Labra ve Torrecillas, 2018: 36):

$$y_{it} = \alpha_{i,t-1} + \beta x_{it} + u_{it}$$

$$u_{it} = \eta_i + \vartheta_{it}$$

$$E(\eta_i) = E(\vartheta_{it}) = E(\eta_i \vartheta_{it}) = 0 \quad (6)$$

Burada hata terimi ε_{it} 'nin iki tane ortogonal bileşeni vardır: η_i sabit etkileri ve ϑ_{it} ise sıra-dışı şokları (*idiosyncratic shocks*) göstermektedir.

³ <https://faculty.washington.edu/ezivot/econ583/gmm.pdf> Erişim Tarihi: 08.05.2018.

Sistem GMM tahmincisi, hem birinci fark denklemlerde y_{it} 'nin gecikmeli düzeylerinin araç değişken olarak hem de düzey denklemlerde y_{it} 'nin gecikmeli farklarının araç değişken olarak kullanılmasına olanak sağlamaktadır (Arı ve Özcan, 2011: 109).

Sistem GMM tahmincisi tek ve iki aşamalı olarak yürütülebilmektedir. Tek aşamalı tahmin hata terimlerinin gruplar arasında ve zaman içinde sabit varyanslı olduklarını kabul ederken, iki aşamalı tahmin ise hata terimlerinin değişen varyanslı olabileceğini hesaba katmaktadır (Bahar ve Bozkurt, 2010: 261).

Tablo 2'de değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Ele alınan dönemde FK oranı seçilmiş firmalarda ortalama %36 olarak gerçekleşmiştir. Cari oranın ortalaması 1.58, asit-test oranının 1.14'tür. Faaliyet kar marjı, net kar marjı, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığının ortalamaları ise sırasıyla; 0.09, 0.07, 0.27 ve 0.17 şeklindedir. Bir serinin kendi ortalaması etrafındaki dağılımının asimetrik olup-olmadığını gösteren çarpıklık değerlerine göre değişkenlerin tamamı sağa çarpıktır. Serilerin dik mi yoksa basık mı olduğunu gösteren basıklık değerlerine göre ise FK, NKM ve ROA değişkenlerinin dik, diğer değişkenlerin ise basık olduğu söylenebilir.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ort	Medyan	Max	Min	Std. Dev.	Basıklık	Çarpıklık	Jarque-Bera	Olasılık	Top.	Top. Hata Kareler
LNKYS	16.18	16.54	21.88	5.81	3.18	-0.65	3.70	11.53	0.00	2038.44	1263.62
LNMD	18.80	18.53	21.41	16.59	1.21	0.39	2.18	6.67	0.04	2368.49	181.98
CO	1.58	1.40	4.93	0.60	0.63	2.05	9.68	321.77	0.000	199.46	49.75
ATO	1.14	1.03	2.78	0.44	0.40	1.10	4.54	37.92	0.000	143.20	20.47
SDH	-7.88	-5.46	-1.03	-59.16	7.35	-3.56	21.60	2082.72	0.000	-993.41	6756.98
ADH	5.86	4.92	18.40	2.11	3.31	1.68	5.91	103.47	0.000	737.89	1370.09
ODH	3.76	2.72	21.13	0.01	3.46	2.46	10.29	406.23	0.000	473.73	1494.16
FKM	0.09	0.08	0.27	-0.01	0.06	1.05	4.19	30.81	0.000	11.15	0.39
NKM	0.07	0.06	0.97	-0.05	0.10	5.76	49.30	11948.60	0.000	8.90	1.30
ROA	0.27	0.06	25.52	-0.09	2.27	11.08	123.84	79236.76	0.000	33.94	643.13
ROE	0.17	0.14	1.74	-0.49	0.21	3.00	27.68	3386.58	0.000	21.22	5.46
FKO	-30.44	-1.31	4.62	-3327.00	296.16	-11.08	123.79	79171.58	0.000	-3835.52	1096400.0
BOR	2.07	1.32	9.37	0.00	1.95	1.48	4.66	60.35	0.000	260.62	475.67
GSYH	6.85	6.75	11.10	3.18	2.57	0.23	2.07	5.72	0.06	862.47	826.62
RER	98.70	99.36	110.62	85.19	8.34	-0.21	2.00	6.17	0.05	12435.78	8688.44
FAIZ	13.94	14.09	15.97	10.83	1.62	-0.80	2.80	13.53	0.00	1756.65	326.89
TUFE	254.13	251.31	312.14	206.84	35.53	0.28	1.90	8.02	0.02	32020.17	157816.8

Marka değeri-kurumsal yatırımcı sahipliği arasındaki ilişkiye ait GMM modeli bulguları Tablo 3 ve Tablo 4'te sunulmaktadır. Buna göre; kurumsal yatırımcı sahipliği, cari oran, asit-test oranı, faaliyet kar marjı, net kar marjı, aktif karlılığı, özsermaye devir hızı, reel efektif döviz kuru ve GSYH artış oranı marka değeri üzerinde pozitif etkiye sahip iken, borç özsermaye oranı, faiz oranı, alacak devir hızı negatif etkiye sahiptir.

Tablo 3: Marka Değeri-Kurumsal Yatırımcı Sahipliği Modeli GMM Bulguları (İlk 10 Model)

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
L.LNMD	0.945*** (0.0521)	0.974*** (0.0101)	0.974*** (0.0102)	0.935*** (0.047)	0.969*** (0.043)	0.891*** (0.0279)	0.922*** (0.0482)	0.897*** (0.0266)	0.980*** (0.0171)	0.979*** (0.0198)
L.NKYS	0.0621 (0.0560)	0.0121 (0.0112)	0.0121 (0.0111)	0.0697 (0.0501)	0.0265 (0.0138)	0.0238** (0.0109)	0.0828* (0.0515)	0.0225** (0.0103)	0.0155** (0.00701)	0.0154** (0.00720)
CO		0.118** (0.0493)	0.118** (0.0496)		0.1381* (0.081)	0.120** (0.0482)		0.0840* (0.0471)	0.0927* (0.0528)	0.0944* (0.0494)
ATO										
SDH	0.00245 (0.00465)	0.00229 (0.00319)	0.00222 (0.00318)	0.0011 (0.0046)				0.00253 (0.00333)		
ADH					-0.0148 (0.0171)					
ODH						0.00530 (0.00712)	0.0472 (0.0298)		0.0192* (0.0102)	0.0192* (0.0102)
FKM									1.472** (0.700)	1.470** (0.707)
NKM				0.612 (0.405)			0.649 (0.448)			
ROA			0.00259 (0.00383)			0.0119** (0.00497)				
ROE	0.110 (0.190)				0.0532 (0.1512)			0.0951 (0.132)		
BOR							-0.0649 (0.0412)			
FKO				-0.00002 (0.000021)	-0.00005 (0.00003)					
RER						0.0150*** (0.00420)		0.0146*** (0.00499)		
GSYH		0.0215* (0.0126)	0.0212* (0.0129)					0.00690 (0.0150)	0.0220* (0.0126)	0.0202* (0.0126)
FAIZ									-0.0259* (0.0139)	
TUFE										-0.00126 (0.000977)
Hansen	20.48	19.98	18.93	19.82	19.64	18.51	19.69	18.22	17.7	18.09
Ar(1)	-2.33**	-2.45**	-2.48**	-2.17**	-2.35**	-2.58***	-2.28**	-2.55***	-2.54***	-2.55***
Ar(2)	1.08	1.30	1.27	0.81	1.20	1.56	1.06	1.48	1.20	1.34
Observations	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Number of id	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21

Not: *** p<0.01. ** p<0.05. * p<0.1. Parantez içindeki değerler dirençli standart hataları göstermektedir. İki aşamalı tahminci kullanılmıştır. Not: *** p<0.01. ** p<0.05. * p<0.1. Parantez içindeki değerler dirençli standart hataları göstermektedir. İki aşamalı tahminci kullanılmıştır.

Tahmin edilen modellerde otokorelasyon olup-olmadığı ve kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup-olmadığını test etmek amacıyla testler yapılmıştır. Marka değerinin, bağımlı değişken olduğu modellerin tamamında ikinci mertebeden otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. Diğer taraftan, Hansen testi sonuçları modellerin tümünde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olduğunu göstermiştir.

Tablo 4: Marka Değeri-Kurumsal Yatırımcı Sahipliği Modeli GMM Bulguları (Son 10 Model)

Değişkenler	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
L.LNMD	0.781*** (0.0882)	0.765*** (0.0930)	0.987*** (0.0178)	0.966*** (0.0110)	0.890*** (0.0272)	0.892*** (0.0288)	9706*** (0.049)	0.983*** (0.0164)	0.885*** (0.0280)	0.920*** (0.0488)
L.NKYS	0.186** (0.0789)	0.202** (0.0886)	0.0135* (0.00712)	0.0144* (0.00888)	0.0239** (0.00998)	0.0218** (0.0109)	0.0234 (0.036)	0.0141** (0.00679)	0.0251*** (0.00974)	0.0829* (0.0517)
CO							0.1416 (0.1016)			
ATO	0.463* (0.265)	0.431* (0.263)	0.113** (0.0574)	0.190** (0.0903)	0.121* (0.0717)	0.144* (0.0821)		0.105 (0.0732)	0.161* (0.0838)	
SDH	-0.0185 (0.0125)				0.00246 (0.00307)	0.00314 (0.00315)				
ADH							-0.0137 (0.215)			
ODH		0.142* (0.0730)	0.0194** (0.00913)	0.0146* (0.00782)				0.0184* (0.00993)	0.00808 (0.00691)	0.0194 (0.0128)
FKM	3.658* (1.975)	4.250** (1.935)	1.549*** (0.601)					1.548** (0.615)		
NKM				0.451* (0.259)	0.483*** (0.183)				0.546*** (0.197)	0.710* (0.440)
ROA						0.0115** (0.00578)				
ROE										
BOR		-0.172* (0.101)					0.0106 (0.0256)			
FKO	-1.32e-05 (5.90e-05)									
RER					0.0156*** (0.00508)	0.0155*** (0.00526)			0.0154*** (0.00494)	
GSYH				0.0168 (0.0118)	0.00416 (0.0147)	0.00567 (0.0158)		0.0219* (0.0126)	0.00282 (0.0143)	
FAIZ								-0.0270** (0.0137)		
TUFE			-0.00121 (0.00100)							
Hansen	17.86	17.25	18.33	19.03	18.43	18.41	19.39	17.91	18.27	20.38
Ar(1)	-2.26**	-2.32**	-2.49**	-2.41**	-2.48**	-2.54***	-2.33**	-2.52**	-2.49**	-2.25**
Ar(2)	1.37	1.58	1.27	1.03	1.29	1.44	1.25	1.16	1.31	0.88
Observations	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Number of id	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21

Not: *** p<0.01. ** p<0.05. * p<0.1. Parantez içindeki değerler dirençli standart hataları göstermektedir. İki aşamalı tahminci kullanılmıştır. Not: *** p<0.01. ** p<0.05. * p<0.1. Parantez içindeki değerler dirençli standart hataları göstermektedir. İki aşamalı tahminci kullanılmıştır.

5. SONUÇ

Bireysel tasarrufların sermaye piyasalarına aktarımında aracı görevini üstlenen kurumsal yatırımcılar, tasarrufların verimli alanlara kanalize edilmesini sağlayarak ülkelerin kalkınma sürecine katkı vermektedirler. Aynı zamanda kurumsal yatırımcılar, topladıkları fonlar ile hisse senedi piyasalarından hisse senedi satın alarak firmalar için finansman temini yapmaktadırlar. Kurumsal yatırımcılar bu yolla firmaların performansı ve değerleri (firma ve marka değeri gibi) üzerinde önemli etkiler doğurabilmektedir.

BİST'te işlem gören imalat ve teknoloji firmalarında; 2012-2017 döneminde, kurumsal yatırımcı sahipliğinin marka değeri üzerindeki etkilerinin sistem GMM tekniği ile incelendiği bu çalışmanın temel bulgularına göre; kurumsal yatırımcı sahipliği arttıkça marka değeri artmaktadır. Bununla birlikte marka değeri üzerinde; cari oran, asit-test oranı, özsermaye devir hızı, faaliyet kar marjı, net kar marjı, ROA, GSYH ve reel efektif döviz kurları pozitif etkili iken, borç özsermaye oranı ile faiz oranları negatif etkilidir. Sonuçların iktisadi beklentiler ile paralellik arz ettiği ifade edilebilir. Marka değerini arttırmak isteyen firmaların, daha fazla kurumsal yatırımcıya ulaşmalarını sağlayacak adımlar atması gerektiği ifade edilebilir.

KAYNAKÇA

- Aaker, D. A. (1991). *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand*. New York: Macmillian, inc.
- Acaravcı, S. K., Kandır, S. Y., & Zelka, A. (2015). Kurumsal Yönetimin BİST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 171-183.
- Alfaraih, M., Alanezi, F., & Almujaed, H. (2012). The influence of institutional and government ownership on firm performance: evidence from Kuwait. *International Business Research*, 5(10), 192.
- Aktuğlu, I. K. (2004). *Marka Nedir. Marka Yönetimi Güçlü ve Başarılı Markalar İçin Temel İlkeler*. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Arı, A., & Özcan, B. (2011). İşçi Gelirleri ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Dinamik Panel Veri Analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (38), 101-117.
- Arellano, M., & Bond, S., (1991), Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies* 58: 277-297.
- Arellano, M., & Bover, O., (1995), Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models, *Journal of Econometrics* 68, 29-51.
- Aysoy, D. (2011, 6 3). Kurumsal Yatırımcı Olarak Türkiye'de Emeklilik Yatırım Fonları Ve Fon Performanslarının Analizi.
- https://angora.baskent.edu.tr/acik_arsiv/dosya_oku.php?psn=2409&yn=297&dn=1 Erişim Tarihi: 10.05.2017.
- Baltagi, B., H., (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, Third Edition, John Wiley & Sons Ltd, Endgland.
- Bahar, O., & Bozkurt, K. (2010). Gelişmekte Olan Ülkelerde Turizm-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Dinamik Panel Veri Analizi. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 21(2), 255-265.
- Bhattacharya, P. S., & Graham, M. (2007). Institutional ownership and firm performance: evidence from Finland.
- Charfeddine, L., & Elmarzougui, A. (2010). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France. *IUP Journal of Behavioral Finance*, 7(4).
- Dana, A., N., (2015). The Effect of Institutional Ownership on Firm Performance: Evidence From Jordanian Listed Firms. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), 97.
- Drukker, D. M. (2010). An Introduction to GMM Estimation Using Stata. In *German STATA Users' Group Meeting, unpublished*.
- Hsiao, C., (2006), *Panel Data Analysis - Advantages and Challenges*, WISE Working Paper Series, Xiamen University, China.
- Kayalı, N., Saygılı, A., T., Soysal, M., & Kayalı, C., A., (2017). Evaluation of Corporate Index Values and Financial Performance of Banks Traded on BIST, *International Journal of Business Management and Economic Research(IJBMER)*, 8 (6), 1141-1147.
- Labra, R., L., ve Torrecillas, C. (2018). Estimating Dynamic Panel data. A Practical Approach to Perform Long Panels. *Revista Colombiana de Estadística*, 41(1), 31-52.
- Lee, S. (2008). Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea (No. 2008-17). Working Paper, University of Utah, Department of Economics.
- Sancaktar, C., (2017). Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi. <http://dspace.deu.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/12345/11681/189900.pdf?sequence=1> Erişim Tarihi: 12.06.2017.

Roodman, D., (2006), How to Do xtabond2: An Introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata," Working Papers 103, Center for Global Development.

Tosun, N. B. (204). *Marka Yönetimi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

Tuan, L., T., (2014), Corporate Governance and Brand Performance", *Management Research Review*, Vol. 37 Issue: 1, pp.45-68.

Usul, H., & Kocabıyık, T. (2010). Kurumsal Yatırımcıların Hisse Senedi Seçiminde Gözönünde Bulundurduğu Etmenlerin Faktör Analiziyle İncelenmesi: Türkiye Örneği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(3): 63-78.

Ünlü, U., & Yağlı, İ., (2016), Corporate Governance and Brand Value, *European Journal of Business and Management*, Vol. 8, No. 15.

Zsohar, P. (2012). Short Introduction to the Generalized Method of Moments. *Hungarian Statistical Review*, 16, 150-170.

İnternet Kaynakları

Merkezi Kayıt İstanbul, e-veri, <https://www.mkk.com.tr/> Erişim Tarihi: 15.06.2018

İş Yatırım, Piyasa Verileri, <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx>
Erişim Tarihi: 15.06.2018

Kamu Aydınlatma Platformu, Finansal Tablolar, <https://www.kap.org.tr/tr/> Erişim Tarihi: 15.06.2018

TCMB, İstatistikler, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <https://evds2.tcmb.gov.tr/> Erişim Tarihi: 15.06.2018

<https://faculty.washington.edu/ezivot/econ583/gmm.pdf> Erişim Tarihi: Erişim Tarihi: 08.05.2018.