

**KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ
İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSI
ÜZERİNE ETKİLERİ: BIST'DA İŞLEM GÖREN
İMİALAT SANAYİ İŞLETMELERİ ÜZERİNE
BİR ARAŞTIRMA**

Mesut DOĞAN

Doktora Tezi

Danışman: Doç. Dr. Yusuf TOPAL

Şubat, 2015

Afyonkarahisar

T.C.
AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ
İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNE
ETKİLERİ: BİST'DA İŞLEM GÖREN İMALAT SANAYİ
İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Hazırlayan
Mesut DOĞAN

Danışman
Doç. Dr. Yusuf TOPAL

AFYONKARAHİSAR 2015

YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum “**Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerine Etkileri: BIST’da İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma**” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

24/02/2015

Mesut DOĞAN

TEZ JÜRİSİ KARARI VE ENSTİTÜ ONAYI

JÜRİ ÜYELERİ

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Yusuf TOPAL

Jüri Üyeleri : Prof. Dr. Rıza AŞIKOĞLU

: Doç. Dr. Mikail ALTAN

: Doç. Dr. Soner AKKOÇ

: Doç. Dr. Veysel AĞCA

İmza



İşletme Anabilim Doktora öğrencisi Mesut DOĞAN'ın "**Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerine Etkileri: BIST'da İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama**" başlıklı tezi, 24.02.2015 günü saat 10:00'da Afyon Kocatepe Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Sınav Yönetmeliği'nin ilgili maddeleri uyarınca yukarıda isim ve imzaları bulunan jüri üyeleri tarafından değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Selçuk AKÇAY
Sosyal Bilimler Enstitü Müdürü

ÖZET

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİLERİ: BİST’DA İŞLEM GÖREN İMALAT SANAYİ İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Mesut DOĞAN

AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

Şubat 2015

Danışman: Doç. Dr. Yusuf TOPAL

Bu araştırmanın amacı; Borsa İstanbul’da (BİST) hisse senetleri işlem gören işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı üzerindeki etkisini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda çalışmada 2002-2012 yılları arasında Borsa İstanbul’da kesintisiz olarak işlem gören 136 imalat sanayi işletmesinin verilerinden yararlanılmaktadır. Araştırmada kurumsal yönetim uygulamaları olarak; işletmelerin yönetim kurullarına ve sahiplik yapılarına ilişkin değişkenler kullanılmıştır. Performans ölçütleri olarak ise; muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergelerine ve finansal başarısızlık göstergesine yer verilmiştir. Araştırmada panel veri analizi kullanılmış ve Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci tercih edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ve kadın yönetim kurulu üye sayısı ile varlık karlılığı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca CEO sahiplik ve yabancı yatırımcı sahiplik seviyesi arttıkça

Tobin's q oranının da arttığı belirlenmiştir. Buna karşın yönetim kurulu sahiplik seviyesinin artması işletmelerin finansal başarısızlık riskini azaltmaktadır. Araştırmada elde edilen bulgular; yatırımcılar, araştırmacılar, finansal düzenleyiciler ve işletmelerin üst yönetimi açısından büyük önem taşımaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim Uygulamaları, Finansal Performans, Borsa İstanbul

ABSTRACT

IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES ON FINANCIAL PERFORMANCES OF COMPANIES: AN APPLICATION ON MANUFACTURING COMPANIES TRADED IN BIST

Mesut DOĞAN

**AFYON KOCATEPE UNIVERSITY
THE INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES
DEPARTMENT of BUSINESS ADMINISTRATION**

February 2015

Advisor: Assoc. Prof. Dr. Yusuf TOPAL

The purpose of this study is to analyze the impact of corporate governance practices on financial performances of companies traded in Borsa Istanbul (BIST). The study made use of data of 136 firms continuously active in BIST manufacturing industry between 2002 and 2012. As for corporate governance practices, variables related to board structures and ownership structures of companies have been utilized in the study. Accounting-based and market-based performance indicators and financial distress indicator have been taken into account as performance criteria. In the study, panel data analysis was used and robust estimator developed by Beck-Katz(1995) was preferred. As a result of analyses, positive correlation between board size, number of female directors and return on assets was found. In addition, it was observed that as level of CEO ownership and foreign ownership increase, Tobin's q

rate increases at the same time. After all, increasing level of managerial ownership makes risk of financial distress decrease. Findings of the research are important for investors, researchers, executives of business and people who makes financial adjustment.

Keywords: Corporate Governance Practices, Financial Performance, Borsa Istanbul

ÖNSÖZ

Hazırladığım bu tezde pek çok kişinin çok kıymetli destekleri oldu. Öncelikle tezin gelişimi için çok önemli katkılar sağlayan, bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan danışmanım Doç. Dr. Yusuf TOPAL'a ve değerli görüşleriyle tezimin son şeklini almasını sağlayan Prof. Dr. Rıza AŞIKOĞLU'na teşekkür ederim.

Doktora eğitimim ve iş hayatım süresince karşılaştığım güçlükleri aşmamda bana yardımcı olan çok kıymetli hocalarım Doç. Dr. Veysel AĞCA'ya ve Doç. Dr. Feyyaz YILDIZ'a özellikle müteşekkirim. Prof. Dr. Cemal ELİTAŞ, Doç. Dr. Bilge Leyli ELİTAŞ, Yrd. Doç. Dr. Erol MUZIR, Öğr. Grv. Mehmet MECEK, Gülsevil MECEK tezin yazımı sırasında kıymetli desteklerini esirgemedikleri için müteşekkirim.

Hayatımın her evresinde ve bu tez çalışması süresince bana her zaman destek olup ve çocuğumuzun bütün yükünü üstlenen değerli hayat arkadaşım Hüsna DOĞAN'a ve oğlumuz Mehmet Kerem DOĞAN'a gösterdikleri sabır ve sağladıkları destek için sonsuz şükranlarımı sunuyorum.

Son olarak bana maddi ve manevi desteğini hiçbir zaman esirgemeyen, bugünlere gelmemde büyük pay sahibi olan ANNEME çok teşekkür ediyorum.

Mesut DOĞAN

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
YEMİN METNİ	i
TEZ JÜRİSİ KARARI VE ENSTİTÜ ONAYI.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ.....	vii
İÇİNDEKİLER	viii
TABLolar LİSTESİ.....	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xvii
KISALTMALAR DİZİNİ	xviii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE KURUMSAL YÖNETİMİN BOYUTLARI

1. KURUMSAL YÖNETİM.....	6
1.1.KURUMSAL YÖNETİMİN TEORİK TEMELLERİ	11
1.1.1.Vekâlet Teorisi	12
1.1.2.Temsil (Hizmetkârlık) Teorisi	14
1.1.3.Kaynak Bağımlılığı Teorisi	16
1.1.4.Paydaş (Çıkar Ortaklığı) Teorisi.....	17
1.1.5.Yönetimsel Egemenlik Teorisi	19
1.1.6.İşlem Maliyeti Teorisi.....	21
1.1.7.Miyop Piyasa Teorisi	22
1.2.KURUMSAL YÖNETİMİN DAYANDIĞI TEMEL İLKELERİ.....	23
1.2.1. Şeffaflık.....	24
1.2.2. Adillik ve Eşitlik.....	25

1.2.3. Hesap Verebilirlik.....	27
1.2.4. Sorumluluk	28
1.3. KURUMSAL YÖNETİME GÖRE YÖNETİM KURULLARININ YAPISI VE İŞLEYİŞİ	29
1.3.1.Yönetim Kurulları Hakkında Genel Bilgi	30
1.3.2.Yönetim Kurulu Üyelik Yapısı	32
1.3.3.Yönetim Kurulu Üye Sayısı	33
1.3.4.Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi	33
1.3.5.Yönetim Kurulu Başkanlığı	35
1.3.6.Yönetim Kurulu Üyeliği Kriterleri	36
1.3.7.Yönetim Kurulunun İşlevi	36
1.3.7.1. Stratejik Planlama İşlevi	37
1.3.7.2.Kaynak Sağlama İşlevi	38
1.3.7.3.Danışmanlık İşlevi	38
1.3.7.4.Denetleme İşlevi	38
1.3.8.Yönetim Kurulu Komiteleri.....	39
1.3.8.1. Denetimden Sorumlu Komite	40
1.3.8.2. Riskin Erken Saptanması Komitesi	41
1.3.8.3.Kurumsal Yönetim Komitesi	42
1.3.8.4. Aday Gösterme Komitesi.....	42
1.3.8.5. Ücret Komitesi	43
1.4.KURUMSAL YÖNETİME GÖRE SAHİPLİK YAPISI.....	44
1.4.1.Sahiplik Yapısı İle İlgili Genel Bilgiler	45
1.4.2.Sahiplik Yapısı Türleri.....	47
1.4.2.1.Aile İşletmeleri Sahipliği	48
1.4.2.2.Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	49

1.4.2.3.Yabancı Sahipliği.....	51
1.4.2.4.Yönetici Sahipliği	52
1.4.2.5.Çalışan Sahipliği	54
1.4.2.6.Kamu Sahipliği	55
1.4.2.7.Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği	56
1.5.KURUMSAL YÖNETİMDE KULLANILAN FİNANSAL PERFORMANS GÖSTERGELERİ	57
1.5.1. Varlık (Aktif) Kârlılığı	59
1.5.2. Özsermaye Kârlılığı.....	61
1.5.3. Tobin's q Oranı.....	63
1.5.4. Z Altman Skoru	64

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI İLE FİNANSAL PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİYİ ÖLÇEN GEÇMİŞ ARAŞTIRMALAR

1. YÖNETİM KURULLARI İLE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİNİ ARAŞTIRAN ÇALIŞMALAR.....	66
1.1. YÖNETİM KURULU BÜYÜKLÜĞÜNÜN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ.....	67
1.1.1.YK Büyüklüğünün İşletmenin Finansal Performansına Negatif Etkisi	70
1.1.2. YK Büyüklüğünün İşletmenin Finansal Performansına Pozitif Etkisi	84
1.1.3.YK Büyüklüğü İle Finansal Performans Arasında Anlamli Olmayan İlişkiler	90

1.2. BAĞIMSIZ YÖNETİM KURULU ÜYE SAYISININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ.....	96
1.2.1. BYKÜ Sayısının İşletmenin Finansal Performansına Negatif Etkisi. 99	
1.2.2. BYKÜ Sayısının İşletmenin Finansal Performansına Pozitif Etkisi 104	
1.2.3. BYKÜ Sayısı İle Finansal Performans Arasında Anlamli Olmayan İlişkiler	111
1.3.KADIN YÖNETİM KURULU ÜYE SAYISININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ.....	116
1.4. YABANCI YÖNETİM KURULU ÜYE SAYISININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ.....	126
1.5.GENEL MÜDÜR'ÜN YK BAŞKANI VEYA ÜYESİ OLMASININ (İKİLİK-DUALİTY) İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ.....	130
1.5.1.İkiliğin (Duality) İşletmenin Finansal Performansına Negatif Etkisi132	
1.5.2. İkiliğin (Duality) İşletmenin Finansal Performansına Pozitif Etkisi 140	
1.5.3. İkilik (Duality) İle Finansal Performans Arasında Anlamli Olmayan İlişkiler	147
2. SAHİPLİK YAPISI İLE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİNİ ARAŞTIRAN ÇALIŞMALAR.....	151
2.1. EN BÜYÜK ORTAK SAHİPLİĞİNİN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ.....	153
2.2. YÖNETİM KURULU SAHİPLİĞİNİN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ.....	166
2.3. GENEL MÜDÜR SAHİPLİĞİNİN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ.....	179
2.4. YABANCI YATIRIMCI SAHİPLİĞİNİN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ.....	183
2.5. HALKA AÇIKLIK ORANININ FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	189

3. KURUMSAL YÖNETİMDE KONTROL DEĞİŞKENLER İLE İLGİLİ YAPILMIŞ OLAN ARAŞTIRMALAR	191
3.1. KALDIRAÇ ORANININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ.....	192
3.2. FİRMA BÜYÜKLÜĞÜNÜN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ.....	197
3.3. FİRMA YAŞININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ	202

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİLERİ: BIST'DA İŞLEM GÖREN İMALAT SANAYİ İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

1. ARAŞTIRMANIN KONUSU	206
2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE KAPSAMI	207
3. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ	207
4. VERİ SETİ, ÖRNEKLEM VE SINIRLILIKLAR	208
5. ARAŞTIRMANIN MODELİ VE HİPOTEZLER	210
6. ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER	211
6.1. BAĞIMLI DEĞİŞKENLER	211
6.1.1. Varlık Kârlılığı.....	212
6.1.2. Özsermaye Kârlılığı.....	213
6.1.3. Tobin's q Oranı.....	213
6.1.4. Z Altman Skoru	215
6.2. BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER	216
6.2.1. Yönetim Kurulu Yapısı ile İlgili Değişkenler	216
6.2.2. Sahiplik Yapısı ile İlgili Değişkenler	222

6.2.3. Kurumsal Yönetim Dışındaki Kontrol Değişkenler	227
7. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	231
7.1. YÖNTEM	232
7.2. BİRİM KÖK TESTLERİ	234
7.3. TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER	235
8. AMPİRİK SONUÇLAR	240
8.1. KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ VARLIK KARLILIĞI (ROA) ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	240
8.2. KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ ÖZSERMAYE KARLILIĞI (ROE) ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	248
8.3. KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ TOBİN'S Q ORANI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	252
8.4. KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ Z ALTMAN ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	257
GENEL DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER.....	263
KAYNAKÇA	271
EKLER.....	325
ÖZGEÇMİŞ.....	328

TABLÖLAR LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1. YK Üye Sayısının Finansal Performans Üzerinde Negatif Etkisini Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi	81
Tablo 2. YK Üye Sayısının Finansal Performans Üzerinde Pozitif Etkisini Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi	89
Tablo 3. YK Üye Sayısı İle Finansal Performans Üzerinde Anlamlı Olmayan İlişkiler Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi	94
Tablo 4. BYKÜ Sayısının Finansal Performans Üzerinde Negatif Etkisini Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi	103
Tablo 5. BYKÜ Sayısının Finansal Performans Üzerinde Pozitif Etkisini Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi	110
Tablo 6. BYKÜ Sayısı İle Finansal Performans Arasında Anlamlı Olmayan İlişki Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi	114
Tablo 7. KYKÜ Sayısı İle Finansal Performans Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi	124
Tablo 8. YYKÜ Sayısı İle Finansal Performans Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmaların Özetlenmesi	129
Tablo 9. İkilik İle Finansal Performans Arasında Negatif İlişkiler Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi	139
Tablo 10. İkilik İle Finansal Performans Arasında Pozitif İlişkiler Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi	146
Tablo 11. İkilik İle Finansal Performans Arasında Anlamlı Olmayan İlişkiler Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi	150
Tablo 12. En Büyük Ortak Sahipliğinin İşletmenin Finansal Performansına Etkisini İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi	164
Tablo 13. Yönetim Kurulu Sahipliğinin İşletmenin Finansal Performansına Etkisini İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi	177
Tablo 14. Genel Müdür Sahipliğinin İşletmenin Finansal Performansına Etkisini İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi	182

Tablo 15. Yabancı Yatımcı Sahipliğinin İşletmenin Finansal Performansına Etkisini İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi	188
Tablo 16. Kaldıraç Oranının İşletmenin Finansal Performansına Etkisi İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi	195
Tablo 17. Firma Büyüklüğünün İşletmenin Finansal Performansına Etkisi İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi	199
Tablo 18. Firma Yaşının İşletmenin Finansal Performansına Etkisi İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi	204
Tablo 19. İmalat Sanayi’de Faaliyet Gösteren Firmaların Sektörlere Göre Dağılımı	209
Tablo 20. Araştırmanın Hipotezleri	211
Tablo 21. Analizde Kullanılan Değişkenler	231
Tablo 22. Araştırmada Kullanılan Denklemler	233
Tablo 23. Panel Birim Kök Testi Sonuçları	234
Tablo 24. Tanımlayıcı İstatistikler	236
Tablo 25. Korelasyon Tablosu	239
Tablo 26. Hausman Testi (Model 1)	241
Tablo 27. Otokorelasyon Testi Sonuçları (Model 1)	241
Tablo 28. Birimler Arası Korelasyon Testleri Sonuçları (Model 1)	242
Tablo 29. Çoklu Varyans (Heteroskedasite) Testi Sonuçları (Model 1)	243
Tablo 30. Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 1)	245
Tablo 31. Hausman Testi (Model 2)	248
Tablo 32. Otokorelasyon Testi Sonuçları (Model 2)	248
Tablo 33. Birimler Arası Korelasyon Testleri Sonuçları (Model 2)	249
Tablo 34. Çoklu Varyans Testleri Sonuçları (Model 2)	249
Tablo 35. Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 2)	250
Tablo 36. Hausman Testi (Model 3)	252
Tablo 37. Otokorelasyon Testi Sonuçları (Model 3)	253
Tablo 38. Birimler Arası Korelasyon Testleri Sonuçları (Model 3)	253
Tablo 39. Çoklu Varyans Testleri Sonuçları (Model 3)	254
Tablo 40. Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 3)	255
Tablo 41. Hausman Testi (Model 4)	257

Tablo 42. Otokorelasyon Testleri Sonuçları Model 4).....	258
Tablo 43. Birimler Arası Korelasyon Testleri Sonuçları (Model 4)	258
Tablo 44. Çoklu Varyans Testleri Sonuçları (Model 4).....	259
Tablo 45. Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 4).....	260

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1. Araştırmanın Modeli	210

KISALTMALAR DİZİNİ

BİST	: Borsa İstanbul
BYKÜ	: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi
IMF	: Uluslararası Para Fonu
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KYKÜ	: Kadın Yönetim Kurulu Üyesi
ROA	: Varlık Karlılığı
ROE	: Özsermaye Karlılığı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
YK	: Yönetim Kurulu
YKB	: Yönetim Kurulu Büyüklüğü

GİRİŞ

2000’li yılların başından itibaren işletmelerin rekabet gücünün artırılmasında kurumsal yönetim uygulamaları önem kazanmıştır. Yaşanan muhasebe skandalları (Enron, Tyco, Merrill Lynch, WorldCom, Parmalat vb.) nedeniyle kurumsal yönetim uygulamalarının yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır. Bu muhasebe skandalların, şirketlerin çıkar gruplarının güvenini kaybetmesine neden olmuştur. Söz konusu skandalların nedenleri arasında, işletmelerde bağımsız denetim ve iç denetim kavramlarının iç içe geçmiş olması ve işletme yöneticilerinin verdikleri kararlarda hatalı-yanlı davranmaları sayılabilir. Tüm bu yaşananlar, firmaların yönetim kurulu ve sahiplik yapısını daha da sorgulanır hale getirmiştir.

Kurumsal yönetim çok yönlü bir kavramdır. Bu kavramın önemli bir kısmını hesap verebilme, temsili görev, denetleme ve kontrol mekanizmaları oluşturur. Bu anlamda herhangi bir kurumsal yönetim sisteminde yer alan bireyler, o sistemin tüm paydaşlarının çıkarları ve iyiliği için istenen kurallarına uymak zorundadır (Alacaklıoğlu, 2009). Kurumsal yönetim ilkelerinin etkin ve sistemli çalışması başta ekonomik yapı ve ülkenin dış dünya karşısındaki güvenilirliğinin elde edilmesi bakımından son derece önemlidir. Ayrıca yönetim ile çalışanlar arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi ve bu ilişkilerin daha etkin ve verimli olması bakımından da doğru uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinin önemi daha fazla hissedilmektedir (Korkmaz, Alacahan ve Taştan, 2013: 4). Kurumsal yönetim ilkeleri, maliyetlerin düşürülmesini isteyen işletmeler için de bir uygulama setidir. Bu kurallar genel olarak yönetim kurulunun nasıl yönetebileceği ve hissedarlara karşı sorumlulukların belirtildiği listedir (Rubach ve Picau, 2005).

Bu bağlamda kurumsal yönetim hissedarlarca işletme yöneticilerinin varlıklar ve değerlerin, etkin bir şekilde kullanılmasını ve yöneticilerin bu kullanım şekli ile elde edilen sonuçlar hakkında, hissedarlara hesap verecek durumda olmalarını hedefleyen bir sistemler topluluğudur. Buradan hareketle bu kavram, dar anlamda bir işletmenin hissedarları ile ilişkilerini düzenleyen ve geniş anlamda da işletme ile toplumun ilişkilerini düzenleyen sistemler topluluğu şeklinde ifade edilebilir (Aysan, 2007: 18). Kurumsal yönetimin en başta gelen gayelerinden birisi hissedarlarının

çıkarlarını korumaktır. Kurumsal yönetim, işletmelere sermaye akışını sağlayan kişilerin yatırımlarının geri dönüşünü garanti altına almanın yolları ile ilgilenmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997). Yatırımcılar, yatırımın geri dönüşünün sağlandığı ve yasalarda korunduğu durumlarda kendini güvende hissederler. Böylelikle işletmeler kendini güvende hisseden yatırımcılardan elde edecekleri düşük maliyetli sermaye ile yapacağı yatırımlar sayesinde ülke ekonomisine katkı sağlayacak ve ülkenin ekonomik kalkınmasına da yardımcı olacaktır (Claessens ve Fan, 2002).

Kurumsal yönetime etki eden teorik yaklaşımlar; ekonomi, muhasebe, finans, sosyoloji, psikoloji, hukuk, yönetim ve organizasyon gibi farklı alanlardan kaynaklanmaktadır (Ergyun, 2013: 6). Kurumsal yönetimin teorik temelleri, firma sahipliği ile yönetimin birbirinden ayrılması neticesinde ortaya çıkan çıkar çatışmaları üzerine yapılan çalışmalara dayanmaktadır (Zahra ve Pearce, 1989). Bu araştırmada kurumsal yönetimin teorik alt yapısını oluşturan çalışmalar ve bunlar arasından en çok kabul gören yedi teori incelenmiştir. Bu teoriler Vekâlet Teorisi (Agency theory), Paydaş Teorisi (Stakeholder Theory), Temsil Teorisi (Stewardship Theory), Yönetimsel Egemenlik Teorisi (Managerial Hegemony Theory), Miyop Piyasa Teorisi (Myopic Market Theory), İşlem Maliyeti Teorisi (Transaction Cost Theory) ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi (Resource Dependence Theory) olmak üzere yedi gruba ayrılmıştır. Bu teoriler, sahiplik yapısı, yönetim kurulu görev ve sorumlulukların nasıl olması konuları da içermektedir. Bu teorilerden her birinin kurumsal yönetimin teorik yönden gelişmesine önemli derecede katkısı olmakla beraber, hiçbiri kurumsal yönetimin arkasındaki olguyu tek başına açıklayamamaktadır. Bu sebeple genel ve geçerli bir kurumsal yönetim teorisi geliştirmek mümkün olamamıştır. Bu durum, büyük ölçüde konunun karmaşık olmasından kaynaklanmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 38).

Şirket yönetim kurullarının mercek altına alınması, kurumsal yönetimin finansal boyutunu ilk kez ortaya koyan Cadbury (1992) raporu ile gerçekleşmiştir. Bu alandaki akademik çalışmalar aynı dönemde Hermalin ve Weisbach (1991)'in çalışmaları ile hız kazanmıştır. Bu iki çalışmanın yapıldığı günden bugüne kadar olan dönemde ise; yönetim kurullarının yapısı, üye sayısı, yönetim kurulu başkanı ve icra

başkanı ayrımı ve bağımsız üye sayısı gibi değişkenlerle ilgili pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar için yapılan çalışmalar mevcuttur.

Yönetim kurulunun, kurumsal yönetimin etkin ve verimli bir biçimde uygulanmasında önemli rolü bulunmaktadır. Yönetim kurulu (YK) bir işletmenin en önemli stratejik organıdır. Yönetim kurulu stratejik karar alma, yürütme ve temsil ederek işletmeyi etkin bir şekilde yönlendirir ve amacı uzun vadeli olarak hissedarların refahlarını artırmaktır. Yönetim kurulu bu temel görevin yanı sıra paydaş terosinde de vurgulandığı gibi işletmenin tüm paydaşlarına karşı da sorumludur (Karayel, 2006: 62).

Kurumsal yönetim genel olarak işletmelerin performanslarını, etkinliklerini ve verimliliklerini en üst düzeye ulaşmasına yardımcı olması beklenen mekanizmalar bütünüdür. Bununla birlikte, işletmelerin faaliyetleri ile alakalı kararlarında göz önünde bulundurmaları gereken düzenlemeleri ve kuralları ayrıntılı bir şekilde açıklayan ve hissedarların hak ve sorumluluklarını ortaya koyan bir kontrol ve yönetim sistemi olarak da ifade edilmektedir (Akdoğan ve Boyacıoğlu, 2010: 12). YK ise verimliliğin en üst seviyede olmasını ve tüm paydaşlar arasında çıkar çatışmasından uzak, karar alma, yürütme ve temsil işlevlerini bağımsız olarak yerine getirmesini sağlayacak biçimde oluşturulur. YK üyelerinin kabiliyet, beceri ve deneyim seviyeleri ile bağımsızlık derecesi, yönetim kurulunun performans seviyesini ve başarısını etkilemekte ve işletmenin amaçlarına ulaşmadaki başarısını doğrudan belirlemektedir (SPK, 2014: 24).

Kurumsal yönetim uygulamalarının bazı yönlerinin eksik olmasından dolayı küresel finansal piyasalarda giderek büyüyen bir güven eksikliği söz konusudur. Vekâlet teorisi; şirket yöneticileri ile hissedarları arasında potansiyel çıkar çatışmalarının, vekâlet maliyetlerini artıracak ve performansı ise azaltacağını savunmaktadır. Buna karşın temsil teorisi ise; yöneticilerin hizmet rolünü vurgulamakta ve yöneticiler ile hissedarlar arasındaki içsel bir çatışmanın varlığını kabul etmemektedir. Bu teoriler bağlamında bu araştırmanın amacı Borsa İstanbul'da (BİST) hisse senetleri işlem gören işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı üzerindeki etkisini incelemektir. Başka bir ifade ile yönetim kurulu ve sahiplik yapısının firmaların muhasebe ve piyasa esaslı performans

göstergeleri üzerindeki etkisi test edilecektir. Araştırmada 2002-2012 yılları arasında BİST imalat sanayide kesintisiz olarak faaliyet gösteren 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. İşletmelerin yönetim kurulu yapıları olarak; yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, kadın yönetim kurulu üye sayısı, yabancı yönetim kurulu üye sayısı, genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmaması (ikilik) kullanılmıştır. Söz konusu yönetim kurulu yapısına ilişkin değişkenlerin performans üzerindeki etkisinin tam olarak bilinememesi konuya olan ilginin artmasına neden olmuştur. Sahiplik yapısı ile ilgili olarak; ortak sayısı, büyük hissedar sahipliği, yönetici sahipliği, CEO sahipliği, yabancı yatırımcı sahipliği, halka açıklık oranı gibi değişkenler incelenmiştir. Söz konusu sahiplik yapılarının işletme performansına etkisi araştırılmıştır. Kurumsal yönetimde önemli bir yer tutan sermaye yoğunlaşmasının performans üzerindeki etkisi tam olarak belirlenememiş, literatürde ülkelere göre farklı sonuçların tespit edildiği görülmüştür.

Bu çalışmada kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda çalışma üç ana bölüm halinde ele alınmıştır. Birinci bölümde kurumsal yönetim tanımları yapılarak kurumsal yönetimin öneminden ve faydalarından bahsedilmiştir. Daha sonra kurumsal yönetimin teorik temellerine yer verilmiştir. Ardından kurumsal yönetimin dayandığı şeffaflık, adalet ve eşitlik, hesap verebilirlik, sorumluluk gibi temel ilkeler ifade edilmiştir. Ayrıca yönetim kurullarının yapısı, işleyişi ve sahiplik yapısı açıklanmıştır. Bu bölümde ayrıca yönetim kurulu komiteleri ve sahiplik yapısı türleri anlatılmıştır. Son olarak kurumsal yönetimde kullanılan performans ölçütlerinin teorik temelleri vurgulanmıştır.

İkinci bölümde kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalar anlatılmıştır. Bu bölüm “yönetim kurulları ile finansal performans ilişkisini araştıran çalışmalar”, “sahiplik yapısı ile finansal performans ilişkisini araştıran çalışmalar” ve “kurumsal yönetimde kontrol değişkenler ile ilgili yapılmış olan araştırmalar” olmak üzere üç grupta ele alınmıştır. Birinci grupta yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, kadın yönetim kurulu üye sayısı, yabancı yönetim kurulu üye sayısı, ikilik değişkenlerinin finansal performans üzerindeki etkisi inceleyen araştırmalar özetlenerek sınıflandırılmıştır. İkinci grupta büyük hissedar sahipliği, yönetim kurulu sahipliği,

CEO (genel müdür) sahipliği, yabancı yatırımcı sahipliği ve halka açıklık oranı değişkenleri ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalar sistematik bir şekilde özetlenmiştir. nc grupta ise kurumsal yönetim çalışmalarında kontrol değişkeni olarak modele dahil edilen kaldıraç oranı, firma büyüklüğü ve firma yaşı ile finansal performans göstergeleri arasındaki sonuçlar sınıflandırılmıştır.

Araştırmanın nc bölümünde öncelikle araştırmanın amacı, kapsamı, modeli, evren ve örneklemini açıklanarak hipotezler geliştirilmiştir. Daha sonra ise Varlık Karlılığı, zsermaye Karlılığı, Tobin's q oranı ve Z Altman Skoru bağımlı değişkenleri tanıtılmıştır. Ardından yönetim kurulu yapısı, sahiplik yapısı ve kontrol değişkenleri ile ilgili bağımsız değişkenler açıklanmıştır. Söz konusu değişkenler kullanılarak 2002-2012 yılları arasında BİST imalat sanayide hisse senetleri işlem gören 136 işletmenin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı üzerindeki etkisi irdelenmiştir. Stata 13.0 programı yardımı ile Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci kullanılarak ekonometrik analizler yapılmıştır. Yapılan analizler sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ve kadın yönetim kurulu ye sayısı ile varlık karlılığı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca CEO sahiplik ve yabancı yatırımcı sahiplik seviyesi arttıkça Tobin's q oranının da arttığı belirlenmiştir. Buna karşın yönetim kurulu sahiplik seviyesinin artması işletmelerin finansal başarısızlık riskini azaltmaktadır.

Araştırmanın son bölümünde ise bulgular özetlenmiş, kurumsal yönetimin teorik temelleri ile ilişkilendirilerek daha önceki çalışmalarla kıyaslanmıştır. Daha sonra ise bu alandaki çalışmalara özgü sınırlılıklardan bahsedilmiş ve gelecek araştırmalar ile ilgili önerilerde bulunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE KURUMSAL YÖNETİMİN BOYUTLARI

1. KURUMSAL YÖNETİM

Kurumsal yönetim 90'lı yıllardan itibaren önemini artıran ve tartışılan bir kavram haline gelmiştir. Yaşanan şirket skandallarının ve uluslararası finansal krizlerin arkasında yatan en önemli sebeplerden birisi, özel ve kamu sektörün kurumsal yönetim politikalarının yetersiz olduğu görüşü ise kavramın önemini daha da artırmıştır (Elitaş, Yıldız, Karakoç ve Özdemir, 2012: 3; SPK, 2003). Yaşanan şirket skandallarından sonra şirketlerin çıkar gruplarının güvenini kaybetmesi, kurumsal yönetimi bir bilgi sistemi ve haberleşme yaklaşımı olarak günümüze getirmiştir. Özellikle son yıllarda uluslararası alanda kurumsal yatırımcıların rolünün artması, bu bilgi sistemi ve haberleşme sayesinde olmuştur. Bu doğrultuda, dünya genelinde finansal bilgi hazırlayıcılarının güvenilirliklerinin yeniden sağlanması için çalışmalar yapılmaktadır. Kurumsal yönetim, amaçların gerçekleştirilmesi çerçevesinde kurumları bir bilgi sistemi ve haberleşme sürecinde profesyonelce yönetildikleri ve kontrol edildikleri bir yapıya dönüştürecektir (Abdioğlu, 2007: 16).

İngilizce literatürde “corporate governance” olarak ifade edilen kurumsal yönetim genel olarak “Şirketin üst yönetiminin yönetilmesi” biçiminde açıklanmaktadır. Bu kavram konusunda Türkçe’de bazı karışıklıklar yaşanmasının yanında; “yönetişim”, “kurumsal yönetim”, “kurumsal egemenlik” gibi terimlerle ifade edilmekte, kimi zaman “kurumsallaşma” ile de karıştırılmaktadır. Aslında kurumsal yönetimde “yönetim” kavramı, bir tarafın diğer tarafı yönettiği bir ilişkiden, karşılıklı etkileşimlerin ön plana çıktığı bir ilişkiler bütününe doğru dönüşümü ifade etmektedir (Baraz, 2004: 764).

Kurumsal yönetim kavramının dünyada genel kabul gören tek bir tanımı bulunmamaktadır. Kurumsal yönetim; nerede ne amaçla ve kim tarafından kullanıldığına veya buna ilişkin prensiplerin hangi kuruluş ve örgüt tarafından yayımlandığına bağlı olarak farklı biçimlerde açıklanmaktadır. Bu tanımları, odaklandığı unsurlara göre üç ana sınıfta gruplandırmak mümkündür (Alp ve Kılıç, 2014: 23).

- Şirket ile şirketin hissedarları arasındaki ilişkilerinin düzenlenmesini esas alan tanımlar,
- Kurumsal yönetimle hangi çıktının elde edilmek istendiğini esas alan tanımlar,
- Belli amaç ve ilkelere dayalı yönetim anlayışını esas alan tanımlar,

Şirket ile şirketin hissedarları arasındaki ilişkilerinin düzenlenmesini esas alan tanımlara örnek olarak; Cadbury Raporu'nda (1992) kurumsal yönetim, şirketlerin yönetildiği ve kontrol edildiği sistem olarak açıklanarak, kurumsal yönetimin ilk tanımlamalarından birisi yapılmıştır. Kurumsal yönetimle hangi çıktının elde edilmek istendiğini esas alan tanımlama olarak Gregory ve Lillien (2000) kurumsal yönetimi hissedarlar ile diğer paydaşların menfaatlerini koruyan ve firma değerinin artmasına neden olan düzenlemeler olarak ifade etmişlerdir. Belli amaç ve ilkelere dayalı yönetim anlayışını esas alan tanımlardan Gill (2002) ise kurumsal yönetimin özünü; disiplin, bağımsızlık, doğruluk ve dürüstlük, şeffaflık, eşitlik, hesap verebilirlik ve sosyal bilincin oluşturduğunu belirtmiştir.

Yukarıda tanımlamalara ilave olarak Koçel (2014) kurumsal yönetimi devlet, hissedarlar, müşteriler, kreditorler ve çalışanlar nezdinde işletmelerin doğru bilgiler vermesi ve şeffaf olması şeklinde ifade etmiştir. Başka bir tanıma göre kurumsal yönetim, işletmelerin sermayeyi ve insan kaynaklarını cezp etmesine, etkin ve yüksek bir performans göstermesine, amaçlarına ulaşmasında, hukuki zorunluluklarını ve toplumsal beklentilerine yönelik, yasa, düzenleme ve özel sektör uygulamalarını içermektedir (TKYD, 2009: 12). Morin ve Jarrell (2001) ise piyasadaki farklı oyuncuların menfaatlerinin korunduğu ve kontrol edildiği bir durum ile ilişkilendirmişlerdir. Mathiesen (2002) ise işletme yönetimin faaliyete geçiren sözleşme, organizasyon yapısı vs. teşvik uygulamalarını kullanan ekonominin bir

alanı olarak ifade etmiştir. Söz konusu tanımlamalardan farklı olarak Nelson (2005) kurumsal yönetimi, yöneticiler ile hissedarların firma değerini nasıl dağıtacaklarına karar verdikleri kısıtlar olarak belirtmiştir. Başka bir ifade ile kurumsal yönetimin firma performansını etkileyebilecek önemli olgu olduğunu vurgulamışlardır.

Bu kapsamda kurumsal yönetim, ortaklarca işletme yöneticilerinin kullanımına verilen varlıklar ve değerlerin verimli sonuç verecek biçimde kullanılmasını ve yöneticilerin bu kullanım biçimi ile alınan sonuçlar hakkında ortaklara hesap verecek durumda bulunmalarını amaçlayan bir sistemler topluluğudur. Bu özelliğiyle kurumsal yönetim, dar anlamda bir işletmenin, ortaklarıyla ilişkilerini düzenleyen sistemler topluluğu, geniş anlamda da işletme ile toplumun ilişkilerini düzenleyen sistemler topluluğu biçiminde ifade edilebilir (Aysan, 2007: 18). Kurumsal yönetimin en başta gelen gayelerinden birisi hissedarlarının çıkarlarını korumaktır. Kurumsal yönetim, işletmelere sermaye akışını sağlayan kişilerin yatırımlarının geri dönüşünü garanti altına almanın yolları ile ilgilenmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997). Yatırımcılar, yatırımın geri dönüşünün sağlandığı ve yasalarda korunduğu durumlarda kendini güvende hissederler. Böylelikle işletmeler kendini güvende hisseden yatırımcılardan elde edecekleri düşük maliyetli sermaye ile yapacağı yatırımlar sayesinde ülke ekonomisine katkı sağlayacak ve ülkenin ekonomik kalkınmasına da yardımcı olacaktır (Claessens ve Fan, 2002).

Kurumsal yönetim çok yönlü bir kavramdır. Kurumsal yönetimin önemli bir kısmı hesap verebilme, temsili görev, denetleme ve kontrol mekanizmaları oluşturur. Bu anlamda herhangi bir kurumsal yönetim sisteminde yer alan bireyler, o sistemin tüm paydaşlarının çıkarları ve iyiliği için oyunun kurallarına uymak zorundadırlar. Diğer önemli nokta ise ekonomik verimlilik (Alacaklıoğlu, 2009: 47-48).

Kurumsal yönetim, modern şirketin ortaya çıkarmış olduğu sahiplik ve kontrolün ayrışması gerçeği ve bu ayrışmanın yarattığı yöneticiler, yatırımcılar ve kreditorler arasındaki çıkar farklılaşması ve enformasyon asimetrileri (information asymmetries) neticesinde oluşan ortak hareket problemini ve bu problemin yaratmış olduğu maliyetleri (işlem ve enformasyon maliyetleri) azaltmayı amaçlamaktadır (Kıyılar ve Belen, 2005). O halde şirketlerde kurumsal yönetimin genel kabul

görmüş, doğru ve iyi kurumsal yönetim ilkelerine göre gereklilikleri; şirketlerin hesap verebilir olması, yayınlanan finansal raporların yeterince bilgi içermesi ve şeffaf olması, yönetim kurullarının bağımsız olması ve yönetim kurulunun yarısından fazlasının icracı olmayan bağımsız üyelerden oluşmasıdır. Bunun yanı sıra hissedarlarla beraber, kredi verenler, çalışanlar, şirketle her türlü iş ilişkisi içinde olanlar gibi diğer çıkar sahiplerinin haklarının korunması, şirketlerin sosyal sorumluluk bilincinde olmaları ve etik değerlere önem vermeleri de gereklidir (Abdioğlu, 2007: 14-15).

Kurumsal yönetim uygulamasının birçok sebebi ve amaçları vardır. Kurumsal yönetimin temel amaçlarını şöyledir (Aktan, 2014; Çatıkkaş, 2013: 6).

- Şirket üst yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkilerin keyfi kullanımının ortadan kaldırılması, başka bir deyişle yönetimin güç ve yetkilerini kötüye kullanarak bireysel çıkarlar sağlamalarının engellenmesi,
- Yatırımcı menfaatlerinin korunması,
- Şirket ortaklarının eşit ve adil muameleye tabi tutulmasının temin edilmesi,
- Şirketle doğrudan ilişki içerisinde bulunan tüm paydaşların haklarının korunması ve bu doğrultuda azınlık haklarının korunması,
- Şirket faaliyetleri ve mali durumu ile ilgili olarak kamuoyunun bilgilendirilmesi ve şeffaf olunması, bu doğrultuda hisse senetleri borsada faaliyet gösteren şirketlerin, şeffaf olmaları ve kurumsal yatırımcılar ve diğer paydaşlar için önem taşıyan bilgiyi zamanında ve tam olarak kamuoyuna açıklamaları,
- Yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarının net bir şekilde belirlenmesi,
- Şirket üst yönetiminin, karar ve eylemleri dolayısıyla hissedarlara ve diğer menfaat sahiplerine hesap verme yükümlülüğünün sağlanması,
- Vekâlet maliyetlerinin düşürülmesi,
- Şirket kazancının hissedarlara ve tüm paydaşlara hakları oranında geri dönüşünün sağlanması,

- Büyük ortakların azınlık hisselerine el koyma riskinin engellenmesi,
- Uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcılar bakımından güvenin elde edilmesi ve sermaye maliyetinin azaltılması, şirketin hisse senedi ihracı yoluyla finansman kaynaklarına daha kolay erişim olanaklarının artırılması.

Yukarıda bahsi geçen amaçlar çerçevesinde kurumsal yönetim prensiplerini en iyi şekilde uygulayan şirketlerin, hiç şüphesiz, diğer şirketlere göre finansal performans ve firma değeri açısından daha iyi konumda olabilecekleri söylenebilmektedir. Ayrıca literatürde kurumsal yönetimin önemi, şirketlere sağladığı faydalar açısından da incelendiğinde maliyet minimizasyonu, rekabet üstünlüğü, şirket imajının sağlamaştırılması gibi birçok faydalar vurgulanmaktadır. Kurumsal yönetimin önemi ve faydalarını vurgulayan çalışmalarda, iyi kurumsal yönetime sahip şirketlerin, diğer şirketlere göre daha iyi imaja sahip oldukları söylenmektedir (İzciler, 2014: 6-7).

Kurumsal yönetimin işletmelere sağladığı birçok yararı olmasının yanında bir ülkenin kurumsal yönetim ortamını, ülkenin içerisinde bulunduğu ortam, finansal piyasaların gelişmişlik seviyesi ve işletme uygulamaları belirlemektedir. Ülke ile ilgili faktörler genel olarak, finansal ve ekonomik ortam, rekabetin yapısı ve yoğunluğu, mülkiyet haklarının gelişmişlik seviyesi, bankacılık sistemi ve düzenlemeleri ve benzeri faktörlerden oluşmaktadır. Sermaye piyasası ile ilgili faktörleri ise; piyasanın alt yapısı ve piyasaya ile ilgili yasal düzenlemeler, piyasa likiditesi, büyük yatırımcıların olması ve muhasebe standartlarının, uluslararası standartların uygulanma seviyesi oluşturmaktadır. İşletme uygulamaları ile ilgili faktörler ise; mali ve mali olmayan bilgilerin tam ve zamanında paylaşılarak şeffaf olunması, ortakların eşitliği, yönetim kurullarının faaliyetleri ve bağımsızlık seviyesi ve yönetim kuruluna sağlanan maddi çıkarlar, halka açılma seviyeleri, hisse senetlerinin likiditesi, sermaye yapısı, tüm paydaşların alınacak kararlara katılım seviyesi, işletmenin çevreye duyarlılığı ve sosyal sorumluluk seviyesidir (SPK, 2014).

Sonuç olarak kurumsal yönetim; işletmeye birçok yarar sağlamaktadır. Tüm bu yararların yanı sıra; iyi bir kurumsal yönetim uygulamaları, firma değerini ve

finansal performansını olumlu bir şekilde etkilemektedir. Başka bir ifade ile kurumsal yönetim genel olarak işletmelerin performanslarını, etkinliklerini ve verimliliklerini en üst düzeye ulaşmasına yardımcı olması beklenen mekanizmalar bütünüdür (Akdoğan ve Boyacıoğlu, 2010: 12).

1.1.KURUMSAL YÖNETİMİN TEORİK TEMELLERİ

Kurumsal yönetime etki eden teorik yaklaşımlar; ekonomi, muhasebe, finans, sosyoloji, psikoloji, hukuk, yönetim ve organizasyon gibi farklı alanlardan kaynaklanmaktadır (Ergyun, 2013: 6). Kurumsal yönetimin teorik temelleri, firma sahipliği ile yönetimin birbirinden ayrılması neticesinde ortaya çıkan çıkar çatışmaları üzerine yapılan çalışmalara dayanmaktadır (Zahra ve Pearce, 1989). Bu araştırmada kurumsal yönetimin teorik alt yapısını oluşturan çalışmalar ve bunlar arasından en çok kabul gören yedi teori incelenmiştir. Bu teoriler Vekâlet Teorisi (Agency theory), Paydaş Teorisi (Stakeholder Theory), Temsil Teorisi (Stewardship Theory), Yönetimsel Egemenlik Teorisi (Managerial Hegemony Theory), Miyop Piyasa Teorisi (Myopic Market Theory), İşlem Maliyeti Teorisi (Transaction Cost Theory) ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi (Resource Dependence Theory) olmak üzere yedi gruba ayrılmıştır. Bu teoriler, yönetim kurulu sahiplik yapısı, görev ve sorumlulukların nasıl olması konularını da kapsamaktadır.

Bu teorilerden her birinin kurumsal yönetimin teorik yönden gelişmesine önemli derecede katkısı olmakla beraber, hiçbirisi kurumsal yönetimin arkasındaki olguyu tek başına açıklayamamaktadır. Bu sebeple genel ve geçerli bir kurumsal yönetim teorisi geliştirmek mümkün olamamıştır. Bu durum, büyük ölçüde konunun karmaşık olmasından kaynaklanmaktadır. Konuyu karmaşıklaştıran durumlardan birisi, işletmelerin hem ekonomik hem de sosyal rollerinin olmasıdır. Dolayısıyla, kurumsal yönetim, ekonomik faktörlerin yanı sıra sosyal bilimlere ilişkin yaklaşımların da dikkate alınmasını gerektirmektedir. Karmaşıklığa neden olan ikinci faktör ise, dünyada uygulanan yönetim sistemlerinin ve süreçlerinin çokluğudur. Kurumsal yönetim biçimleri, ülkelerin ekonomik, siyasi ve yasal geçmişlerine, finansman kaynaklarına ve olanaklarına, ilgili oldukları tarih ve kültüre göre ulusal düzeyde şekillenmektedir (Clarke, 2004; akt. Alp ve Kılıç, 2014: 38-39).

1.1.1.Vekâlet Teorisi

Vekâlet Teorisi'nin (Agency theory) temelleri Alchian ve Demsets (1972) Jensen ve Meckling (1976) tarafından yapılan araştırmalara dayanmaktadır (Clarke, 2004: 79). Daha sonra ise işletme alanında sahiplik yapısının değişmesi ve paydaşların artması ile birlikte “ortaklıklar” oluşmaya başlamış, büyüyen bu firmalarda ortaklık ve kontrol ayrımı açık bir hale gelmiş ve “kontrol edebilme olanağına sahip olmayan paydaşlar” ve “önemli bir hisse payı miktarına sahip olmadan kontrol hakkını elde edebilenler” durumu ortaya çıkmıştır. Böylelikle firmaların belirli ortaklık sahibi grupları, ellerinde bulundurdukları yönetim hakkını vekâlet ilişkisi kurdukları yöneticilere devretmişlerdir. Dolayısıyla kontrol hakkına sahip asıl malikler ve yöneten vekiller ortaya çıkmıştır (Ülgen ve Mirze, 2007: 427).

Vekâlet teorisi, amaçları ve çıkarları farklı olan kişilerin birbirleriyle belirli sonuçları elde edebilmek için yardımlaşması halinde ortaya çıkan sorunları inceleyen ve bu sorunlara çözüm önerileri getiren bir yaklaşımdır. Ortak amaçlara ulaşmak isteyen taraflardan biri vekâlet veren diğeri de vekildir. Vekâlet veren belirli sonuçlara ulaşabilmek için vekilin yardımını almakta, vekil ise, istenen sonuçları gerçekleştirmek üzere faaliyete geçmektedir. Bir işin gerçekleştirilmesinin başkasına devredildiği durumlarda vekâlet ilişkisi söz konusu olmaktadır. Vekâlet ilişkisi; genellikle halka açık anonim ortaklıklarda, ortaklar ile yöneticiler arasında görülmekte, şahıs ortaklıkları ve halka kapalı aile işletmelerinde temsil ilişkisi söz konusu olmamaktadır. Çünkü işletmenin sahibi ile yöneticisi aynı kişiden oluşmaktadır (KGK, 2014). Vekâlet teorisine göre, kişiler her zaman kendi menfaatleri açısından en iyi durumu isteyeceklerinden ortak yapılan işlerde çıkar çatışması kaçınılmaz bir durumdur. Ayrıca bu gibi durumlar sadece ticari ortaklıklarda değil, her türlü organizasyonel yapıda ve hatta aile üyeleri arasında bile görülebilmektedir (Jensen, 2005: 32).

Vekâlet teorisi vekâlet ilişkisini kontrat metaforunu kullanarak ifade etmektedir. Vekâlet teorisinde, kontrata uygun bir şekilde yönetici ile hissedar arasında bir kontrol ilişkisi bulunmaktadır. Buradan hareketle vekâlet teorisinde hem hissedarların çıkarlarını korumak hem de vekâlet maliyetlerini düşürmek için vekil-işveren ilişkisine paralel bir şekilde ücret planlaması ve kademeli yönetim yapıları

gibi farklı uygulamalar geliştirilmiştir. Buna göre, ilk uygulama yönetici (vekil), hissedarın beklediği amaç ve hedefleri etkin bir biçimde yerine getirebiliyorsa, karşılığında belli bir ücret kazanabilmeleri gerekmektedir. Bunun neticesi, hissedarların beklentilerini yerine getiren ve hissedar ile uyumlu bir yönetsel ilişki gösteren yöneticiler motive olmaktadır. Bununla birlikte yönetici, teşvik planları sayesinde işletmenin yaşamını sürdürmeye ve devamlılığını korumaya daha hevesli olmaktadır. İkinci mekanizma ise, firma ya da hissedarlarının, performans amaçları ve performans kriterlerini föz önünde bulundurarak yöneticileri kontrol etmelerinin var olmasıdır (Akın, 2004: 132).

Bilgi asimetrisi, yöneticilerin şirket faaliyetleriyle ilgili hissedarlara nazaran daha çok bilgiye sahip olmasını ifade etmektedir. Hissedarlar, tam bilgiye sahip olmaları halinde, kendileri adına şirketi yöneten vekillerin sözleşme koşullarını yerine getirip getirmediğini gözlemleyebilir. Ancak eksiksiz bilgiye sahip olmak için uygulanması gereken doğrudan gözlemi uygulamak çok fazla vakit alacağından, vekâlet ilişkisinin kurulduğu hemen hemen her durumda vekillerin lehine bilgi asimetrisi oluşacağı açıktır. Bu yüzden vekâlet teorisi, bilgi asimetrisinden kaynaklanacak problemleri önlemek amacıyla çeşitli mekanizmalar gerektiğini vurgulamaktadır (Koçer, 2006: 12). Risk alabilme yönüyle vekâlet sorunu ise, bireysel hissedarların farklı sektörlerdeki işletmelerin hisse senetlerinden oluşturdukları portföy ile risklerini dağıtmaları sonucu, işletme yönetimlerine ve karşılaşılabilecekleri risklere karşı duyarsız kalmalarından kaynaklanmaktadır. Böylelikle hissedarlar risk alabilen davranışlar gösterebilirken, yöneticiler sadece çalıştıkları işletmeden gelir elde ettikleri için, riskten kaçarak veya riski azaltarak iş güvencelerini ve kişisel çıkarlarını güvence altına almayı tercih edebilmektedirler (Ülgen ve Mirze, 2007: 429).

Sonuç olarak vekâlet teorisi, sahiplik ve yönetim ayrılığını vurgulayarak, üç sorun yoluyla yönetimde başarısızlığa ve nihayetinde de firma finansal performansının azalmasına neden olduğunu öne sürülmektedir. Birincisi yöneticilerin firma sahiplerinin refahlarını en üst noktaya çıkarma amacına yönelik olarak yeterli gayreti gösterip göstermedikleri ile ilgilidir. İkinci sorun ise varlıkların kullanımı ile ilgilidir. Yöneticilerin, kontrol ettikleri firma varlıklarını kötüye kullanmaları riski

vardır. Üçüncüsü firma sahiplerinin firma yöneticilerinden farklı risk tercihlerine sahip olmalarından kaynaklanmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 40).

İşletme yapısının içerisinde bulunan yöneticilerin yalnızca sadece maddi menfaatlara dayalı olarak motive edilebildiği için vekâlet teorisi eleştirilmiştir. Motivasyon ile ilgili hiçbir faktör dikkate alınmamıştır (Barney ve Ouchi, 1986: 99). Ayrıca teorinin perspektifini biraz taraflı tutulduğu ve olaylara sadece hissedar tarafından bakıldığı şeklinde vekâlet teorisi eleştirilmiştir (Perrow, 1986: 17).

1.1.2.Temsil (Hizmetkârlık) Teorisi

Temsil teorisini ilk kez Jensen ve Meckling (1976); Alchian ve Demsetz (1972) şirketi bir sözleşmeler bütünü olarak görmekte ve sözleşme olarak temsil ilişkisini, bir veya birkaç kişinin/grubun bir başka kişiyi/grubu, bazı kararlar almak üzere yetkilendirerek kendi faydasına faaliyette bulunmaya yönlendirmesi olarak ifade etmişlerdir.

Vekâlet Teorisi'nin yöneticilerin kişisel menfaatlerini ön planda tuttuğunu ve çıkar odaklı davranan yönetici tanımlamasını sınırlı bulan bazı akademisyenler, yönetici davranışlarını açıklamak için bu yaklaşıma alternatif bir teori geliştirmişlerdir. Temsil/Hizmetkârlık Teorisi (Stewardship Theory) olan bu teori, varsayımları bakımından Vekâlet Teorisi'nin tam zıttı olduğu söylenebilir (Koçer, 2010: 20). Temsil teorisi, temelini psikoloji ve sosyolojiden alan ve araştırmacılar için, sahiplerinin öncelikli menfaatlerine uygun şekilde hareket etmek için motive olan yöneticilerin durumunu açıklayıcı biçimde planlayan bir yaklaşımdır. Bu teori, organizasyondan yana olan, kolektivist davranışları, bireysellik ve kendine hizmet davranışlarından üstün gören hizmetkâr insan modelini temel almaktadır. Bu teoriye göre, kendine hizmet davranışları ve organizasyona hizmet davranışları arasında seçim yapılması istendiğinde hizmetkârın davranışları, örgütün çıkarlarından ayrılmayacaktır (Akın, 2004: 133). Temsil teorisine göre, organizasyonlarda şirket sahibi ve yönetici arasında her iki tarafın menfaatlerinden kaynaklanan bir çatışma yoktur. Yönetici şirket sahibinin hizmetkârı olarak organizasyonun menfaatlerini kendi kişisel menfaatlerinin üzerinde tutar ve organizasyonun başarısı onu motive etmek için yeterlidir (Donaldson ve Davis, 1991). Bu teoriye göre, yöneticiler çalıştıkları şirkete sadakatle bağlıdırlar ve şirketin değerinin artırılması için hizmet

ederler (Muth ve Donaldson, 1998). Bu durumda, hissedarların menfaatleri için çalışan yönetici bakımından motive olma, yönetme ve sorumluluk alma bir ilke halini almaktadır. Yaklaşımın özünde profesyonel yöneticilerce, hissedarların kazançlarını koruma gayretleri ön plana çıkmaktadır (Akin, 2004: 133; KGK, 2014: 14).

Temsil teorisinde, vekil olan yöneticiler işletme sahipleri ile ortak amaçlara sahiptirler. Vekâlet teorisinin aksine temsil teorisi, söz konusu iki grup arasında menfaat çatışması olduğunu değil ortak amaçların oluşturduğu bir birlikteliği desteklemektedir. Bunun arkasında yönetici açısından motive edici olarak görülen; en iyi biçimde performans gösterme, başarı gösterme, zorlukların üstesinden gelme, yapılan işlerde yetkili ve sorumlu olma ve en önemlisi tüm bunların karşılığında takdir edilme gibi sosyolojik ve psikolojik beklentiler içerisinde bulunmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 43-44).

Yönetime tek taraflı bakış açısında olan temsil teorisi yaklaşımı, yönetim kurulu başkanları ile genel müdürlerin rollerini ayırma konusuna da daha rahat yaklaşmaktadırlar. Temsil teorisi, bununla birlikte hissedarların ilgi ve birikimlerini uygun bir şekilde yön vermek için motive olan yöneticilerin davranışlarını açıklayan, özünde psikoloji ve sosyolojiye dayanan bir yaklaşımdır. Özünde, menfaat davranışları kriter olarak alan bu teori bireycilikten çok, faydacı bir yaklaşımla kolektif ve örgütsel davranışları tercih eden yönetici modelinin varlığı görülmektedir (Topcu, 2007: 25).

Patron çıkarlarını maksimum seviyeye çıkaracak en uygun sözleşmelerin yapılması temsil teorisinin temelini oluşturmaktadır (Usul, 2005: 423). Bu teoriye göre yöneticilerin kişisel amaçları geri planda kalır, onları şirketin psikolojik sahipleri olarak tanımlamak mümkündür. Bu yüzden şirket sahiplerinin menfaatleri çerçevesinde davranırlar, amaç birliği oluşturmaya çalışırlar ve işletmeyi sahibi yönetiyormuş gibi özenle yönetirler (Ataay, 2006: 66-67).

Temsil Teorisi, vekâlet sorununa farklı bir bakış açısı getirirse de, mülkiyet ve kontrol ayrımı sonucunda ortaya çıkabilecek bazı çıkar çatışmalarını göz ardı etmektedir. Örneğin, taraflardan birinin hissedar diğzerinin ise yönetici konumunda olması, risk almaya karşı tutumlarındaki farklılığı vekâlet ilişkisinin vazgeçilmez bir

sonucu haline getirmektedir. Ayrıca bazı yazarlar yöneticilerin her zaman hissedar menfaatlerine uygun hareket ederek kendi yararlarını maksimum seviyeye çıkarabileceği önerisine karşı çıkararak, hissedar ve yöneticilerin fayda fonksiyonlarının zaman zaman örtüştüğünü zaman zaman ise ayrı düştüğünü ifade etmektedir. Başka bir ifade ile bir süre "vekil" konumunda olan bir yönetici, daha sonra "hizmetkâr", "hizmetkâr" konumunda olan bir yönetici ise "vekil" konumuna geçebilmektedir (Koçer, 2006: 20).

1.1.3.Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Kaynak bağımlılığı teorisi (Resource Dependence theory) ilk kez 1970'lerin ilk yarısında Pfeffer'ın tek başına ve diğer akademisyen arkadaşlarıyla yazdığı makaleler aracılığıyla adını duyurmuştur. Aldrich ve Pfeffer'in 1976'da yayınladığı makalede, kaynak bağımlılığı hususunda diğer makalelerde ortaya atılan çoğu fikir sınanarak bir araya getirilmiş, Pfeffer ve Salancik'in 1978 yılında yayınlanan kitabıyla yaklaşımın perspektifi daha net ve tam olarak ortaya konmuş, ilgili deneysel çalışmalar tartışılmış ve örgütsel tasarım için fikirler geliştirilmiştir (Özder, 2011: 15).

Örgüt teorisi ve sosyolojiden kaynaklanan kaynak bağımlılığı teorisi, sistem yaklaşımının bir uzantısıdır. Fakat örgütün çevresi ile olan ilişkilerini sorgulayan durumsallık yaklaşımı ve popülasyon ekolojisi yaklaşımı gibi diğer açık sistem kuramlarından farklı olarak kaynak bağımlılığı teorisi, sosyal sistem içindeki aktörlerin (örneğin örgüt yöneticilerinin) çevresel ve yapısal koşulları etkileyebileceğini ileri sürmektedir. Kaynak bağımlılığı teorisi, işletmenin çevresi ile olan ilişkilerini güçlülük-bağımlılık ekseninde irdellemektedir. İşletmeler başka örgütleri de içinde barındıran ilişkiler ağının bir parçasıdırlar. Varlıklarını devam ettirebilmek için hammadde, emek, sermaye, bilgi ve teknoloji gibi kaynaklara bağımlı olduklarından; bu kaynakları kontrol edenlerle ilişkiye girmek zorundalar. Örgüt ihtiyaç duyduğu kaynakları kontrol edemediğinden, kaynakları elde etmek sorunlu ve belirsiz bir süreçtir (Ergyun, 2013: 18). Bu bağlamda kaynak bağımlılığı teorisyenleri, yönetim kurullarının organizasyon ile çevresi arasındaki iletişimi sağlayan mekanizmalardan en önemlisi olduğundan yola çıkarak, yönetim kurullarının organizasyona yaşamının devamı için ihtiyaç duyduğu kritik kaynakların elde edilmesinde katkı sağlayacağını ileri sürmektedirler (Zahra ve Pearce, 1989).

Kaynak Bağımlılığı Teorisi örgütsel başarı ve yaşamı devam ettirmede kritik değere sahip olan kaynakları elde etme amaçlı örgüt içi ve örgütler arası davranışları açıklama gayreti üzerine kurgulanmış bir teoridir. Bu teoride örgütlerin diğer örgütlerle olan ilişkilerinin bağımlılık perspektifinden değerlendirilmektedir. Böylelikle bu teorinin ilişki yönetimini doğrudan gündeminde tuttuğu iddiası yanlış olmayacaktır ve bu sebeple diğer örgüt teorilerinden farklılaşmaktadır (Çiftci, 2011: 35).

Kaynak bağımlılığı teorisi, şirketin yönetim kurulunun dışa bağımlılığını, çevresel etkenlerin karmaşıklığını ve çevresel ilişkilerden kaynaklanan işlem ücretlerini yönetmeyi hedeflemektedir. Başka bir ifade ile yönetim kurulu, işletme için kayda değer dış gruplarla ilişkisinde karar verici rol oynamaktadır (Hillman, Cannella ve Paetzold, 2000). Bu noktada yönetim kurulu üyelerinin rolü son derece önem taşımaktadır, çünkü işletmenin devamlılığı için dış kaynaklara bağımlıdır. Bu kaynakların piyasada farklı miktarlarda ve türlerde var olması sebebiyle yönetim kurulu üyelerinin ilişkileri de karmaşıklaşabilir. Ayrıca yönetim kurulunu oluşturan üyelerin uzmanlıkları ve birikimleri dış kaynaklara ulaşımın sürekliliğinde önemli bir etkidir (Karşlıoğlu, 2014: 8).

Bu bağlamda kaynak bağımlılığı teorisi, vekâlet teorisinin yönetim kurullarının yapısına ilişkin önerilerini vekâlet teorisinin ileri sürdüğü nedenlerden farklı nedenlere dayandırarak savunmaktadır. Vekâlet teorisi yönetim kurullarında dış üye sayısının baskın olması gerektiğini “yönetimin kontrolünün sağlanması” bağlamında savunurken, kaynak bağımlılığı teorisi bunu “dış üyelerin firmanın ihtiyaç duyduğu kaynakları firmaya taşıyabilme özelliklerinden” dolayı savunmaktadır. Sonuç olarak kaynak bağımlılığı teorisi, yönetim kurullarındaki dış üye sayısının artmasının işletmenin daha fazla kaynağa erişmesini sağlayacağını, böylece firma performansını olumlu yönde etkileyeceğini savunmaktadır (Kalaycıoğlu, 2011: 69).

1.1.4. Paydaş (Çıkar Ortaklığı) Teorisi

Paydaş teriminin ilk kez kullanımı Standford Araştırma Enstitüsü'nün 1960'lı yıllardaki araştırmaların öncüllüğünde ortaya çıkmıştır. Daha sonra bu kavram, İgor Ansoff ve Robert Steward'ın araştırmaları ile daha da geliştirilmiştir. Paydaş

teorisinin (Stakeholder theory) temelleri ise vekâlet teorisine getirilen eleştirilere dayanmaktadır. Bu teoride bir işletmenin amacı, sahiplerinin refahını en üst noktaya çıkarma amacından daha geniş bir biçimde açıklanmaktadır. Bir işletmenin amacı tespit edilirken, uzun dönemde işletmenin başarısını etkileyen ve başarısından etkilenecek bütün kesimlerin varlığı dikkate alınmaktadır. İşletmenin faaliyetlerini etkileyen veya faaliyetlerinden etkilenen bu kesimler; işletmenin çalışanları, tedarikçileri, kreditorleri, müşterileri, devlet ve toplum gibi paydaşlardan meydana gelmektedir. İşletme, ortaklarının yanı sıra bu paydaşlar için refah yaratan bir sosyo-ekonomik organizasyondur. İşletmelerdeki yönetim sorunlarının sebebi, işletme amaçlarının bu dar bakış açısıyla belirlenmesi olup, buna çözüm olarak kurumsal yönetim anlayışı, yöneticilerin işletme ile ilgili tüm paydaşların refahını dikkate alacak biçimde işletme yönetimini dizayn etmeleri sağlamalıdır (Alp ve Kılıç, 2014: 42).

Vekâlet Teorisi, işletmeyi kontrol eden yöneticilerin işletmenin sahibi durumundaki hissedarlara karşı sorumluluklarını inceleyerek, bu sorumlulukların yerine getirilmesine olanak verecek çeşitli kurumsal yönetim mekanizmalarını taşımaktadır. Fakat işletmenin varlığını sürdürebilmesi üzerinde meşru menfaatleri olan başka grupların da olması bu teorinin çeşitli akademisyenlerce sorgulanmasına sebep olmuştur. Dolayısıyla işletmenin hissedarlar dışındaki gruplara karşı sorumluluklarının neler olduğu literatürde oldukça fazlaca yer alan bir tartışma konusudur. Paydaşlık teorisi olarak tanımlanan yaklaşımı bu konu üzerine yoğunlaşan çalışmalar ortaya çıkarmıştır. Bu yaklaşımda işletme ile çıkar ilişkisi olan tüm gruplar, “paydaş” olarak adlandırılmakta ve yöneticilerin paydaşlara karşı sorumlulukları incelenmektedir (Koçer, 2006: 21; KGK, 2014).

Paydaş teorisinde işletmenin yönetsel kontrolü menfaat ortakları arasında onların lehine olacak biçimde paylaştırılmıştır. Buna paralel olarak paydaş teorisi kaynak elde edilmesini yönetim açısından ana görev olduğunu vurgulamaktadır. Bu teoriye göre, yönetim kurulu işletmenin başarısı için önemli olan tüm paydaşların yetkililerinden meydana gelmelidir. Bu durumda işletmenin bütün kritik paydaşlar arasında fikir birliğine varabilmesi sonucunu yaratacaktır. Bu teoride, yönetim kurulu çatışan çıkarların ortak yolunun bulunduğu, gerekli birliğin sağlandığı yer olarak görülmektedir (Donaldson ve Preston, 1995; akt. Akıncı, 2011: 24). Başka bir ifade

ile bu teori, işletme ve işletmenin diğer paydaşları arasındaki ilişkiyi ve bu ilişkinin girdisiyle çıktısını araştırmaktadır. Bu teori araştırmacılara ve yöneticilere değişken dış çevresini biçimlendiren stratejik sorulara nasıl cevap verilmesi hususu ile ilgili ana bir yapı sunmakta ve daha önceki yönetim ve ekonomi teorilerine kıyasla yöneticilerin nasıl çalışmaları gerektiği konusunda daha fazla görüş ifade etmektedir. Bugünün iktisadi gerçekliği ile paydaş teorisinin felsefesi uyuşmaktadır. Ekonomik değer, gönüllü gruplar ve herkesin içerisinde bulunduğu koşulları iyileştirmeyi amaçladığı gruplar tarafından oluşturulmaktadır. Buradan hareketle paydaşların işletmenin sunacağı değere karşılık olarak işletmenin yararına gayret edeceği ve işletmenin de hem toplumsal meşruiyetini yükseltme hem de ekonomik getiri elde edebilme noktasında karşılıklı olumlu ilişkilerden yarar sağlamaktadır. Yöneticileri, hissedarlar ve diğer paydaşlarıyla güven esasına dayalı ilişkiler kuran ve bu ilişkileri sürdüren işletmeler önemli derecede avantaj sağlayacaklardır (Ertuğrul, 2008: 220).

Paydaşlık teorisi, genelde işletmenin tüm paydaşlarının çıkarlarını gözetmesi gerektiğini ifade etmektedir. Buna göre, tüm yasal paydaşların çıkarları anlamlıdır ve tek başına hiçbir paydaşın çıkarı bir diğerine üstün olamaz. Fakat paydaş teorisi işletme yönetiminin çıkarları birbirinden farklı olan çeşitli paydaş grupları arasında dengeyi nasıl sağlayacağı sorusuna açık bir yanıt vermemektedir (Ergyün, 2013: 17). Başka bir ifade ile literatürde tüm paydaşlar arasında dengenin sağlanmasının oldukça zor olmasından dolayı eleştirilmektedir. Büyük bir çoğunluğunun birbiri ile rekabet eden paydaşların menfaatlerinin nasıl önceliklendirileceği hususunda yönetim kuruluna ve üst yönetime yardımcı olacak bir rehber bulunmadığı gibi, işletmenin sosyal yükümlülüklerini yerine getirmediği durumda, onlara uygulanabilecek yaptırımlar da belli değildir (Alp ve Kılıç, 2014: 43).

1.1.5.Yönetimsel Egemenlik Teorisi

Yönetim hegemonyası teorisi (Managerial Hegemony Theory) mülkiyetin tabana yayılmasıyla şirketin büyük hissedarlarının yönetimi kontrol etme gücünün ortadan kalktığı ve böylelikle kendi menfaatlerini ön planda tutan profesyonel yöneticilerin, kendi amaçları doğrultusunda şirketi yönettikleri düşüncesine dayanmaktadır (Mizruchi, 1993).

Yönetmel egemenlik teorisi, yönetim kurulunu işletmenin yasal olarak yönetici organı olarak değerlendirmekte, fakat yönetim kurulunu üst düzey yöneticiler tarafından baskılanmıştır. Bu sebeple yönetim kurulu üst düzey yönetimi denetleme ve kontrol etmede başarısız bir durum almıştır. Burada ifade edilmek istenen yönetim kurulunun hissedarları tarafından kendisine verilen yetkiyi üst düzey yöneticiler tarafından kullanılmasından doğan çelişkili durumdur. Elindeki yetki gücünü kaybeden yönetim kurulu üst yöneticilere bağımlı hale gelmesinden dolayı işletmenin hissedarlarının haklarını ve menfaatlerini koruma gücünü kaybederek yalnızca üst yönetimin kararlarını onaylayan bir kurum haline gelmiş sayılır (Çakalı, 2008, s. 23-24). Sonuç olarak yönetmel egemenlik teorisi; kurumsal yönetim problemlerini, üst düzey yöneticilere çok fazla yetki verilmesi ve üst yönetimin de bu yetkiyi kendi menfaatleri çerçevesinde kullanmaları nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Keasy, Thompson ve Wright, 1997).

Yönetmel egemenlik teorisi CEO'ların neredeyse yönetim kurulu üyelerinin seçilmesinde ve belirmesinde bile etkisi olduğu durumdur. Bu durumda yönetim kurulunun neleri yapıp neleri yapmamasına genel müdür karar verebilmektedir. Yönetim kurulu üyeleri kendilerinden beklenen bağımsız karar alma özelliğini kaybetmiş olmaktadır. 1960'larda ABD'de faaliyette bulunan işletmelerde sıkça görülmüştür. Bağımsız yönetim kurulları 1990'larda piyasadaki çöküşlerle birlikte hükümet ve kurumsal yatırımcıların daha yaygın bir biçimde aktif olması ile birlikte ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu teoriye göre operasyonel yöneticilerin günlük aktiviteleri yürütmeleri ve kontrol etmeleri onlara işletmenin faaliyetleri hakkında sınırsız bir bilgi birikimi sağlamaları olanağı tanımaktadır. Bununla birlikte karlı işletmelerde CEO'lar yatırımları dağıtılmamış karlar ile finanse etme olanağı bularak, sermaye için hissedarlara bağımlılıkları da zayıflamaktadır. Yönetimsel egemenlik teorisi, kararlarda etkisi olmayan zayıf ve pasif yönetim kurullarına işaret etmektedir ve bu kurulların yönetim üzerinde de etkisi çok azdır (Topcu, 2007: 24).

Görüldüğü üzere, bu teori, ortakların menfaatlerini gözetmekle yükümlü olan yönetim kurulunun fiiliyatta yöneticilerin egemenliği altına girdiklerinden, işletme yönetimde sınırlı bir etkiye sahip olduğunu bu sebeple bu görevlerini layıkıyla yerine getiremediklerini öne sürmektedir. Bu da, ortakların beklentilerinin göz ardı edilerek yöneticilerin kendi menfaatlerini düşündüğü, kontrol mekanizmasının bulunmadığı

kurumsal yönetim zafiyetlerine sebep olmaktadır. Bu problemlere çözüm olarak, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin yer alması, bazı faaliyetlerin veya işlerin bu üyelerin onayına tabi tutulması ve etkin ve verimli denetim modelleri geliştirilmesi kurumsal yönetim önerilerinde bulunmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 45).

1.1.6.İşlem Maliyeti Teorisi

İlk kez Cyert ve March (1963) tarafından hazırlanan “A Behavioral Theory of the Firm” isimli araştırmasıyla oluşan bu teori daha sonraki yıllarda finans teorisinde önemli bir yere sahip olmuştur.

Mübadele, kişiler ve/veya örgütler arasında malların ve hizmetlerin değiş tokuşu anlamına gelmektedir. Bütün kaynakların potansiyel olarak piyasadaki mübadele ilişkileri yoluyla elde edildiğinden yola çıkarak, örgütleri bu kaynaklara sahip olan ve bunları kontrol eden mekanizmalar olarak ifade edilebilir. İşlem maliyeti teorisi örgütü bir dizi işlemler ilişkisi olarak görmektedir. Piyasada yapılan mübadelede, arz ve talep çerçevesinde fiyatın belirleyicisidir. Taraflar açısından kabul edilebilir bir fiyat oluştuğunda mübadele gerçekleşecek ve alıcı ile satıcı arasındaki ilişki bitecektir. Örgüt; tedarikçilerle, işgücüsüyle ve müşterilerle mübadele yapmaktadır. Bu mübadelelerden bir kısmı örgütün sınırları dışında diğer kısmı ise sınırlar içinde gerçekleşebilir. İşlem maliyeti teorisine göre; hem örgüt içinde, hem de örgüt dışında gerçekleşen mübadele ilişkisi örgütsel analiz açısından önemlidir (Ergyun, 2013: 10).

Örgütleri açık sistem olarak kabul eden İşlem Maliyeti Teorisi (Transaction Theory) ağırlığını, üretilen mal ve hizmetlerin sistemin dışındaki kişilerle değiştirilmesi işlemine kaydıran bir yaklaşımdır. Başka bir ifade ile bu teori, temel kritik önem taşıyan faaliyetin üretimden ziyade, üretilen mal ve hizmetlerin değişimi ve bu değişimi yönlendirenin örgüt yapıları olduğunu ileri sürmektedir. Bu teorinin ana fikri; örgütler ürettikleri mal ve hizmetlerin değişim işlemlerini, maliyeti en ekonomik olacak biçimde organize etmek istemeleridir. Ekonomiklik bir taraftan karar verenlerin sınırlı rasyonelliğe sahip olmalarından, diğer taraftan da değişimle ilgili olan kimselerin kendi menfaatlerine uygun bir şekilde hareket etmelerinden etkilenebilir (Demirel, 2005: 109-110; KGK, 2014).

İşlem maliyetleri teorisinin temelinde rasyonellik ve etkinlik anlayışı bulunmaktadır. Williamson'a göre bu teori, stratejik yönetim gibi karmaşık ve disiplinler arası bir alanda kullanılabilecek bir yaklaşımdır. Çünkü ekonomi en iyi stratejidir. İşlem maliyeti teorisinin en önemli mesajı budur. İşletmeler arası ilişkilere ve yardımlaşma konularına bu teori farklı bir bakış açısı getirmiştir (Koçel, 2014: 59).

Diğer bir taraftan kurumsal yönetim işletme ile ilgili tüm paydaşların menfaatlerinin korunması ve bununla birlikte bu paydaşlar arasındaki ilişkileri düzenleyen bir sistemdir. Bu anlamda işletme ve ilgili paydaşlar arasında farklı biçimlerde karşılıklı işlemler ortaya çıkmaktadır. Hammadde elde edilmesinde, hazır ürünün satışında veya hisse senedi ihracında gibi faaliyetlerde değişim söz konusu olmaktadır. Kurumsal yönetim anlayışı da bu karşılıklı ilişki içinde olan ilgili paydaşlarla işletmenin ilişkilerini düzenleme amacı taşıdığı için, kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkmasında etkili olan teorilerden birinin İşlem Maliyeti Teorisi olduğu söylenebilmektedir (İsmaliyov, 2007: 23; KGK, 2014: 16).

1.1.7.Miyop Piyasa Teorisi

Miyop Piyasa Teorisine (Myopic Market Theory) göre, piyasanın kısa vadeli getirilere yoğun ilgisi, kurumsal yönetim başarısızlıklarına ve problemlerine yol açmaktadır (Keasy, Thompson ve Wright, 1997).

Piyasa sistemi uzun süreli yatırımları düşük değerlemeye meyilli olduğundan, ortakların refahının en üst noktaya çıkarılması ile hisse fiyatının piyasada en üst noktaya çıkarılması aynı şey değildir. Ortakların refahı uzun soluklu yatırımlarla maksimize edilir. Ancak, piyasanın miyop bakışı, yöneticileri kısa sürede sonuç verecek ve geri dönüşü sağlanacak kararlar alarak hisse fiyatını şişirmeye yöneltmektedir. Aksi halde, şirket ele geçirilme riski ile karşı karşıya kalmaktadır. Miyop piyasa, bankacılık finansmanının yoğun olduğu Almanya ve Japonya gibi ülkelere nazaran ABD ve İngiltere gibi Anglo-Sakson sistemlerinde daha sık görülmektedir (Alp ve Kılıç, 2014: 45). Yöneticiler, kendi performansları kısa vadeye bakılarak değerlendirildiğinden, oldukça rekabetçi bir işgücü piyasasında varlıklarını sürdürebilmek için yüksek getiri getiren veyahut kısa sürede geri dönüş sağlayan projelere yatırım yapmaktadırlar. Piyasa bu projelere göre şirketleri analiz

ettiğinden, kısa vadede yüksek getiri sağlayan bu projeler nedeniyle şirket hisselerinin fiyatları yükselmektedir. Oysa aslında uzun vadeli refah artışından ödün verilmiş olmaktadır. Kurumsal yönetim sorunları, bu şekilde uzun vadeli refah artışından ödün verilerek kısa süreli getirilere yönelme sonucunda orta çıkmaktadır (Keasy, Thompson ve Wright, 1997; akt. Alp ve Kılıç, 2014: 45).

1.2.KURUMSAL YÖNETİMİN DAYANDIĞI TEMEL İLKELERİ

Kurumsal yönetim ilkelerinin tespit edilmesine ilişkin ilk taslak 1991 yılında İngiliz ekonomi denetçisi Sir Adrian Codbur'nın oluşturduğu kurul tarafından hazırlanmış başkanında adını alan Cadbury Raporu ile ilk adım atılmıştır. Ancak yasalaşma süreci çok hızlı bir şekilde 2000'li yıllarda gerçekleşmiştir. Uluslararası piyasalarda ortaya çıkan muhasebe manipülasyonları kurumsal yönetim ilkelerinin tüm dünyada yürürlüğe konma sürecine ivme kazandırmıştır (Pulaşlı, 2003: 7).

Dünya'da olduğu gibi ülkemizde de kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının birçok nedeni ve faydası vardır. İşletmelerin söz konusu ilkeler kapsamında faaliyet gösterebilmelerini sağlamaya yönelik kurumsal yönetim kavramı, özellikle ABD'de yaşanan şirket skandalları neticesinde başta ABD olmak üzere tüm Dünya'da önem kazanmaya başlamıştır. Uluslararası seviyede OECD tarafından 1999 yılında yayınlanan ve 2004 yılında gözden geçirilen Kurumsal Yönetim İlkeleri, ülke düzenlemelerine yol göstermesi ve ışık tutması bakımından önemli bir yere sahiptir. Avrupa Birliği'nde 2004'te Kurumsal Yönetim Forumu kurulmuş, kurumsal yönetim bakımından son derece önemli kuralllar ve tavsiye kararları oluşturulmuştur (Çemberci, 2011: 7; SPK, 2014). Bunun ardından birçok ülkede olduğu gibi Türkiye'de de bu konuda SPK ve BİST ile birlikte TUSİAD tarafından çalışmalar yapılmıştır. Bu konuda en etkin ve verimli çalışma TUSİAD tarafından gerçekleştirilmiş, bu kuruluş bünyesinde bir çalışma grubu kurularak söz konusu ilkelerin dilimize çevrilmesi ve tanıtılmaları sağlanmış, şirket yönetimleri için kurumsal yönetim ilkeleri ve aile şirketlerinde iyi yönetişimin sağlanması konusunda öneriler getirilmiştir (Şenturan, 2006: 51).

Kurumsal yönetim ilkelerinin etkin ve sistemli çalışması başta ekonomik yapı ve ülkenin dış dünya karşısındaki güvenilirliğinin elde edilmesi bakımından son derece önemlidir. Bununla birlikte yönetim ile çalışanlar arasındaki ilişkilerin

düzenlenmesi ve bu ilişkilerin daha etkin ve verimli olması bakımından da doğru uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinin önemi daha fazla hissedilmektedir (Korkmaz, Alacahan ve Taştan, 2013: 4). Kurumsal yönetim ilkeleri, maliyetlerin düşürülmesini isteyen işletmeler için uygulama setidir. Bu kurallar genel olarak yönetim kurulunun nasıl yöneteceği ve hissedarlara karşı sorumlulukların belirtildiği listedir (Rubach ve Picau, 2005). Kurumsal yönetimin dört temel kural üzerine kurulu olan genel kabul görmüş kurumsal yönetim ilkeleri şu şekildedir (Sönmez ve Toksoy, 2011: 64).

- Şeffaflık
- Adillik ve Eşitlik
- Hesap Verebilirlik
- Sorumluluk

1.2.1. Şeffaflık

Son yıllarda gerçekleşen Enron, Worldcom, Parmalat gibi muhasebe skandallarının ortaya çıkması nedeniyle birçok ülkede muhasebe düzenlemeleri ve uygulamaları yeniden gözden geçirilerek, denetim ve standartlar genişletilerek işletmelerin daha doğru hesap vermeleri sağlanmaya çalışılmaktadır. Bu bağlamda kurumsal yönetimin işletmeler açısından önemine tekrar vurgu yapılmıştır. Özellikle Asya krizinden sonra önem kazanmaya başlayan kurumsal yönetim, işletmelerde şeffaflığın sağlanması ve işletme ile ilgili tüm tarafların çıkarlarının korunmasını içermektedir (Taliyev, 2011: 105).

Şeffaflık işletmenin mali performansı, yönetimi ve sermaye yapısı hakkında doğru, karşılaştırılabilir bilginin doğru zamanda ve eksiksiz bir şekilde açıklanması olarak tanımlanmaktadır (TÜSİAD, 2002: 35). Başka bir ifade ile şeffaflık; ticari sır niteliğindeki ve henüz kamu ile paylaşılmamış bilgiler haricinde, işletme ile ilgili mali ve mali olmayan bilgilerin, tam zamanında, doğru, tam, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bir biçimde kamuya açıklanmasıdır (SPK, 2014). Zira yatırımcılar ancak yeterli seviyede kaliteli bilgiye sahip oldukları hallerde kaynaklarını etkin bir biçimde yönlendirme imkânı bulacaklardır. Bu sebeple, işletmenin geçmiş dönem finansal performansı ile birlikte, geleceğe yönelik amaçları, hedefleri ve karşılaşacağı risklerin yatırımcılara duyurulması, iyi bir

kurumsal yönetimin gereğidir. Şeffaflık ilkesi, sadece faaliyetler sonrasında değil, faaliyetlerin gerçekleştirilmesi esnasında ve öncesinde de geri bildirim sağlanmasına yönelik imkânların geliştirilmesini amaçlayan düzenlemeleri teşvik etmektedir (TKYD, 2009: 13; KGK, 2014). Bu yüzden firmalar, yatırımcıların güvenini temin etmek ve koruyabilmek amacıyla kurumsal yönetim anlayışı şartlarını oluşturmak ve geliştirmek durumundadırlar. Şeffaflığın ve kamuyu aydınlatmanın geliştirilmesi ekonominin her kesimini ilgilendirdiğinden kurumsal yönetim anlayışının en temel ilkelerindendir (Pamukçu, 2011: 134).

Şeffaflık; gerekli olduğunun ve artırılmasının faydalarının genel kabul görmesinin yanı sıra, bir etik zorunluluk olarak da görülmektedir. Şeffaflığın önemi, kamu ve maliye politikaları açısından refah ve büyümenin sürdürülebilmesine ilişkin mekanizmalar içinde giderek daha fazla anlaşılmaktadır. Güvenilir ve güncel bilginin elde edilebilirliği, ekonomik alanda kaynak dağılımının düzeltilmesi, verimlilik ve büyüme üzerinde olumlu etki yaratmaktadır (TBB, Bankacılık ve Araştırma Grubu, 2002: 1).

Yeni Türk Ticaret Kanunu'na göre; kamu ile paylaşılacak bilgiler, bu bilgilerden yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine faydalı olacak şekilde zamanında, doğru, tam, anlaşılabilir, yorumlanabilir ve düşük maliyetle kolay erişebilir şekilde “Kamuyu Aydınlatma Platformu” (www.kap.gov.tr) ve şirketin internet sitesinde kamunun kullanımına sunulmaktadır. Bununla birlikte kamunun aydınlatılmasında şirkete ait internet sitesi de aktif olarak kullanılmaktadır. Gerekli bilgilerin, açıklamaların ve güncellemelerin şirketin internet sitesinden yapılması gerekmektedir. Ayrıca yönetim kurulu faaliyet raporunu kamuoyunun şirketin faaliyetleri hakkında tam ve doğru bilgiye ulaşmasını sağlayacak şekilde ayrıntılı olarak hazırlaması gerekmektedir (KGK, 2014).

1.2.2. Adillik ve Eşitlik

Adillik; işletmede azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil olmak üzere tüm hissedarların haklarının ve menfaatlerinin korunması ve tedarikçilerle yapılan sözleşmelerin uygulanabilmesi şeklinde ifade edilmektedir (TÜSİAD, 2002: 35). Başka bir ifade ile adillik; işletme yönetiminin tüm faaliyetlerinde, tüm paydaşlarına eşit davranmasını ve olası çıkar çatışmalarının engellenmesini ifade eder (SPK,

2014). Başka bir ifade ile adillik ilkesi, işletme yönetiminin bütün hak sahiplerine karşı eşit davranmasını anlatmaktadır.

Kısaca adil davranma ilkesi, farklı çıkar sahiplerinin farklı ve dışlayacak nitelikteki çıkarları arasında bir dengenin sağlanmasını anlatmaktadır. Bu ilke şirket yöneticilerinin alınacak kararlardan etkilenecek bütün kesimlere eşit uzaklıkta olmasını ve sadece belirli bir kesimin değil, şirketin varlığını sürdürmesi için gerekli tüm tarafların (çıkarcı sahiplerinin) haklarının gözetilmesini ifade etmektedir. Şirket içi görev ve sorumlulukların belirlenmesinde adil davranma ilkesi göz önünde bulundurulduğunda temsil maliyetleri minimum seviyeye inecek, çıkar çatışmaları azalacaktır (Doğan, 2007: 50-51).

Eşitlik ilkesi, geniş kapsamlı eşit işlem ilkesi ile örtüşmektedir. Eşit işlem yalnızca hissedarlara değil, daha geniş bir çevreye; çalışanlara, müşterilere, alacaklılara, yani işletme ile çıkar ilişkisi bulunanlara, hatta kamuya yönelmektedir. İlkedeki bu toplumsal açılım gün geçtikçe daha fazla ön plana çıkmaktadır. Eşitlik ilkesi, şeffaflık temelinde iyi yönetim ve denetimle, menfaatlerin ideal noktada uyuşturulması gerektiği şeklinde özetlenebilir. Bir işletmenin yönetim kurulu görevlerini yerine getirirken alınan kararlardan etkilenen bütün paydaşlara karşı eşit mesafede olmalıdır. Bu; adil bir yönetim anlayışına sahip olmanın gereğidir (Öztürk, 2013: 30; TUSİAD, 2002).

Bir kişinin (finansal sermaye, uzmanlık ya da işçilik yoluyla) şirkete katılma kararındaki ana unsur, şirketin gelirlerinden adil bir miktarı alacaklarına dair güvendir. Eğer bazı kişiler adil bir miktardan fazlasını alıyorsa (aşırı yüksek yönetici maaşları), diğer kişiler bu şirketlerle olan ilişkilerine son verebilirler ve bu da potansiyel çöküşün habercisidir (pay sahiplerinin sermayelerini geri çekmeleri vb.). Kurumsal yönetim, tüm hissedarlar arasında güvenin sağlandığı ana mekanizmadır (Alacaklıoğlu, 2009: 49). Bu ilkeye göre aynı tipten hissedarlara eşit muamele yapılmalı, her tipte bütün hissedarlar eşit oy hakkına sahip olmalıdır. Adillik ve eşitlik ilkesi hissedarların belirli bazı haklarının kabulü anlamındadır (Bakal, 2013: 50).

1.2.3. Hesap Verebilirlik

Kurumsal yönetim çerçevesi, işletmenin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin ve verimli denetimini ve yönetim kurulunun, işletmeye ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü ve sorumluluğu taşımasını sağlamalıdır (TÜSİAD, 2002: 35). Başka bir ifade ile hesap verebilirlik; yönetim kurulu üyelerinin esas itibarıyla anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla ortaklara karşı olan hesap verme zorunluluğunu ifade etmektedir (SPK, 2014).

Hesap verilebilirlikteki temel amaç yönetim ve denetimin daha etkin hale getirilmesiyle birlikte işleyen ulusal ve uluslararası bir yapının oluşturulmasıdır. Hesap verebilirlik ilkesi; şirketin yönetimine ilişkin kural, kaide ve yükümlülüklerin açıkça belirlenmesi, yönetim ve hissedarların menfaatleri arasındaki paralelliğin şirket yönetim kurulu tarafından gözetilmesidir (Erdoğan, 2009: 17).

Hesap verebilirlik kavramı şeffaflık kavramı ile yakından ilişkilidir. Şeffaflığın amacı, şirketlerin yanlış politikaları ve uygulamalarının ilgililerce fark edilerek, sorumlu tutulabilmelerinin sağlanmasıdır. Şeffaflığın sağlanmaması halinde hesap verebilirlik kavramının anlamını önemli ölçüde yitireceği, ilgililerin faaliyetlerinin bir bölümünden haberdar olunmayacağı bir gerçektir. Hesap verebilirlik, gücün kullanımı, yetki aşımı ve kural ihlali ile yakından ilişkilidir, yöneticilerin aldıkları kararların doğruluğunu savunma ve sonuçlarının sorumluluğunu kabul edilmesini gerektirmektedir. Böylece yöneticilerin beklenmedik karar alma eğilimlerinin azalması; temsil sorunları içerisinde büyük bir yer tutan, yöneticilerin kendi menfaatlerini şirket menfaatlerinin üstünde tutmaları eğiliminin ve hissedarlarla yöneticiler arasında yaşanan çıkar çatışmalarının azalması beklenebilir (Ünal, 2011: 27-28).

Hissedarların temsilcisi olarak olan yönetim kurulu, hissedarların menfaatlerini en iyi biçimde gözeterek karar almalıdır. Bu sorumluluğun yerine getirilebilmesi için yeterli ve doğru bilgiye tam zamanında erişebilmelidir. Yönetim kurulu ile hissedar arasındaki ilişkinin güvene dayalı bir ilişki olduğu, hissedara karşı sadakat yükümlülüğünün olduğu bilinmelidir (Akgül, 2009: 44).

1.2.4. Sorumluluk

Yönetim kurulu, uzun vadede hissedarlarına sürekli kazanç sağlamak amacıyla, üst düzey karar alma, yürütme ve temsil merci olarak şirketi faal bir şekilde yönlendirir. Bu çerçevede yönetim kurulu, şirketi temsil eder. Yönetim kurulu, bu temel görevine ilave olarak şirketin müşterilerine, çalışanlarına, tedarikçilerine ve toplumdaki diğer paydaş gruplarına karşı da sorumluluk sahibidir (TÜSİAD, 2002: 15). Sorumluluk ilkesi; işletme yönetiminin anonim şirket adına yaptığı bütün faaliyetlerinin mevzuata, ana sözleşmeye ve işletme içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini anlatmaktadır (SPK, 2014). Başka bir ifade ile sorumluluk ilkesi, işletmenin paydaşları için değer yaratırken, toplumsal değerleri yansıtan kanun ve düzenlemelere uyum gösterecek biçimde faaliyet göstermesini anlatmaktadır. Fakat kurumsal yönetim ilkeleriyle, genel olarak kanunların sorumluluk bakımından minimum standartları oluşturduğu, gerçek anlamda sorumlu işletme davranışının ise, yasal zorunlulukların ilerisine geçilerek yerine getirilebileceği ifade edilmektedir (TKYD, 2009: 12; KGK, 2014). Bu ilke, yönetimin işlevleri ve sorumlulukları, oluşumu, faaliyetleri ile yönetime sağlanan finansal haklar ve yönetimin faaliyetlerinde yardımcı olmak için kurulacak komitelere ve yöneticilere ait açıklamalar yer almaktadır (Abdioğlu, 2007: 23).

Sorumluluk ilkesinin amacı; yönetim kurulunun ortaklık üzerinde etkin ve verimli gözetim uygulaması ve paydaşların sorumluluk taşımalarının sağlanmasıdır. Sorumluluk ilkesi, en genel anlamıyla, işletme faaliyetlerinin ilgili mevzuata, toplumsal ve etik değerlere uygunluğunun sağlanması olarak ifade edilebilir (Serinkaya, 2008: 23). Bu ilke hissedarlara, hak ve söz sahiplerine, işletme değerini sürekli arttırmaları gerektiği hususunda sorumluluk bilinci kazandırmaktadır. Bu ilkeye dayandırılan kurumsal yönetim kuralları sayesinde şirketle ilişki içinde olan her çıkar grubu, şirkete katkı sağlamak için sorumluluk üstlenmekte, yeni iş imkânları yaratıp, bu imkânları kazanca dönüştürerek şirketin piyasa değerini arttırmabilmektedirler. Burada en önemli ve büyük sorumluluk yöneticilere, yani söz sahiplerine düşmektedir. İşletme için esas bir amaç (vizyon ve misyon) belirleyip, bu amacı gerçekleştirecek yöntem ve araçları (strateji, taktik, program) ortaya koymak işletme üst yönetiminin görevidir. Hissedarların sorumluluklarına örnek olarak,

yöneticilere hesap sorma, çalışmalarını takip etme ve gözetleme, sonuçları denetleme gibi faaliyetler gösterilebilir. Sorumluluk ilkesi, hissedarlarını, hak sahiplerini ve söz sahiplerini, kendi menfaatlerini korurken başkalarının haklarını çiğnememe ve şirkete zarar vermeme konusunda bilinçlendirmektedir (Kır, 2009: 14).

1.3.KURUMSAL YÖNETİME GÖRE YÖNETİM KURULLARININ YAPISI VE İŞLEYİŞİ

Yönetim kurulları, her zaman kurumsal yönetim çalışmalarının merkezinde yer alan önemli bir ilgi odağı olmuştur. Çeşitli kurumsal yönetim sistemlerinde farklı anlamlar yüklenmiş olsa da, yönetim kurulu, temelde hissedar çıkarlarını kollamak amacıyla profesyonel yöneticilerin izlenmesi görevini yerine getiren bir oluşumdur. Bu bağlamda yönetim kurulları, vekâlet sorunundan doğan çıkar çatışmasının olumsuz sonuçlarını engellemeye, en azından minimize etmeye çalışmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2007: 440). Bununla birlikte finansal piyasalarda sınırların ortadan kalkması ve liberalleşmesi, kurumsal yönetim ile ilgili yaşanan skandallar ve hesap verme ve şeffaflık ile ilgili çok daha fazla talepler, yönetim kurullarının görevlerini ve işlevlerini, kurumsal yönetim tartışmalarının merkezine yerleştirmiştir (Ingleby ve Van der Walt, 2005). Ayrıca kurumsal yönetim ile ilgili reformlar yönetim kurulu üyelerini stratejik kararlar almada daha da önemli hale getirmiştir (Judge ve Zeithaml, 1992).

Yönetim kurulunun, kurumsal yönetimin etkin ve verimli bir biçimde uygulanmasında önemli rolü bulunmaktadır. Yönetim kurulu bir işletmenin en önemli stratejik organıdır. Yönetim kurulu stratejik karar alma, yürütme ve temsil ederek işletmeyi etkin bir şekilde yönlendirir ve amacı uzun vadeli olarak hissedarların refahlarını artırmaktır. Yönetim kurulu bu temel görevin yanı sıra paydaş terosinde de vurgulandığı gibi işletmenin tüm paydaşlarına karşı da sorumludur (Karayel, 2006: 62). Bununla birlikte yönetim kurulu, hissedarlara ve diğer paydaşlara hesap verir. Yönetim kurulu, gerek kendisine yüklenen bu görev, yetki ve sorumluluklarla, gerekse de bunlara yerine getirirken gösterdiği yaklaşım ve davranışlarla işletmenin kurumsal yönetim yapısını ve uygulamasını belirlenen ana organ konumuna gelmektedir. Dolayısıyla, yönetim kurulunun büyüklüğü, yönetim kurulunu oluşturan üyelerinin eğitimi, yaşı, cinsiyeti, tecrübesi ve diğer nitelikleri,

yönetim kuruluna kimin liderlik ettiği, üyelerin kimler tarafından ve nasıl seçildikleri, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin sayısı ve nitelikleri, yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komitelerin varlığı gibi yönetim kurulunun oluşumuna ve yapısına ilişkin çok fazla sayıda faktör, kurumsal yönetimin etkin ve verimli bir biçimde uygulanmasında belirleyici olmaktadır.

1.3.1.Yönetim Kurulları Hakkında Genel Bilgi

Yönetim kurulu, genel kurulda hissedarların vermiş oldukları yetki çerçevesinde, mevzuat, esas sözleşme, şirket içi düzenlemeler ve politikalar doğrultusunda yetki ve sorumluluklarını kullanır ve işletmeyi temsil etmektedir. Başka bir ifade ile yönetim kurulu bir işletmenin stratejik karar alma, temsil ve en üst noktada yürütme organıdır (SPK, 2014: 24). Yönetim kurulu, uzun vadede hissedarlarına sürekli kazanç yaratmak için üst düzey karar alma, yürütme ve temsil mercii olarak işletmeyi faal bir biçimde yönlendirir. Bu çerçevede yönetim kurulu, işletmeyi idare ve temsil eder. Yönetim kurulu bu esas görevine ilave olarak işletmenin müşterilerine, tedarikçilerine, çalışanlarına ve diğer çıkar sahiplerine yani tüm paydaşlarına karşı da sorumludur. Ayrıca yönetim kurulunun; işletmenin kısa, orta ve uzun vadeli amaçlarını belirlemek; bu amaçlara ulaştıracak stratejileri irdelemek, geliştirilmesine yardımcı olmak ve işletmenin stratejik ve finansal performansını irdelemek ve iyileştirici tedbirler almak gibi pek çok sorumlulukları bulunmaktadır (TÜSİAD, 2002: 15).

Ülkemizde yönetim kurullarını ilgilendiren Seri: IV, No: 54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğde, yönetim kurulu, verimliliğinin ve etkinliğinin en üst düzeyde olmasını ve her türlü çıkar çatışmasından ve etkiden uzak, karar alma, yürütme ve temsil görevlerini bağımsız bir şekilde yerine getirmesini sağlayacak şekilde oluşturulacağı ifade edilmektedir. Yönetim kurulu üyelerinin yetenek, beceri seviyeleri, tecrübeleri ile bağımsızlık derecesi, yönetim kurulunun performans düzeyini ve başarısını belirlemekte ve şirketin amaca ulaşmadaki başarısını doğrudan etkilemektedir (Karayel, 2006: 62).

Hissedarların, çıkarlarını korumak için yönetim kurulunu seçmeleriyle birlikte bir vekâlet ilişkisi ortaya çıkmaktadır. Yönetim kurullarından bir vekil olarak beklenen, hissedarlara karşı sorumlu bir biçimde şirketi yönetmeleridir. Genel olarak

yönetim kurullarının hissedarlara karşı olan görevlerini tam olarak yaptıkları varsayılmaktadır. Yönetim kurullarının en önemli işlevi işletme faaliyetlerinin izlenmesidir. Yönetim kurulunun izleme rolü kurumsal yönetim uygulamalarının önemli bir ögesidir. Çünkü hissedarların her birinin işletme faaliyetlerini izlemesi mümkün olmadığından, yönetim kurullarına güvenmeleri gerekmektedir. Hissedarların önemli bir bölümü bir araya gelse de yönetim kurulu kadar etkin biçimde işletme faaliyetlerini izleyemeyeceklerdir. Bunun sonucu olarak, yönetim kurulunun izleme görevinin önemi ortaya çıkmaktadır (John ve Senbet, 1995; akt. İzçiler, 2014, 14-15).

Yönetim kurullarında gerçek kişi üyeler görev almaktadır. Yönetim kurullarının etkili ve verimli görev yapabilmeleri, yönetim kurulu üyelerinin kişisel özelliklerine ve yeteneklerine bağlıdır. Yönetim kurulu üyelerinin işletme bünyesinden seçilenlerine iç üye, işletme dışından seçilenlere de dış üye denilmektedir. Genellikle üst yönetimin bir üyesi olan iç üyeler, bağımlı kararlar verebilen üyelere sahiptir. Dış üyeler ise, doğal olarak kendilerini seçen paydaş grubunun temsilcisidirler. Üst yönetimin etkisi olmadan, onlardan bağımsız olarak karar verebilen ve yönlendirme yapabilen üyelere sahiptir (İzçiler, 2014: 15).

ABD’de yönetim kurulları spesifik olarak hissedarların menfaatlerini temsil etmekle sorumludur. Yönetim kurulları, hissedar değerini maksimize etmeye yönelik, öncelikli olarak yöneticileri kiralamak, işten çıkarmak, gözetlemek ve ödeme yapmak için vardır. Teoride yönetim kurulu, etkili ve verimli bir kurumsal yönetim mekanizması iken, pratikte bu o kadar açık değildir. ABD’deki yönetim kurulları, gözetlenecek olan bir kısım içerdekileri de bünyesinde bulundurmaktadır. Bazı durumlarda içerdekiler kurulun çoğunluğunu temsil etmektedir. Bununla birlikte CEO’ların aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmaları da nadir değildir. Ayrıca yönetim kurulu üyeliklerinin seçim sürecinde, yönetimin, diğer üyelerin kim olacağını belirlenmesi konusunda güçlü bir etkisi söz konusudur (Kıyılar ve Belen, 2005). Yönetim kurullarının içerisinde icracı olmayan ve bağımsız üyelerin olması işletmelerdeki kurumsal yönetim seviyesinin yüksek olduğuna işarettir (Filatotchev ve Nakajima, 2010). Yönetim kurulları, şirket üst yönetiminin performansını değerlendirmek ve iyi performans gösteremedikleri durumda yönetimi değiştirmekten sorumludur. Fakat yönetim kurulunda icracı üyelerin sayısı icracı

olmayan üyelere oranla daha fazla olması halinde, yönetim kurulunun üst yönetimi değiştirmesi zorlaşacaktır (Kayagil, 2012: 9).

1.3.2.Yönetim Kurulu Üyelik Yapısı

Yönetim kurulunun yapısı, ölkeler arasında genellikle ‘tekli yönetim kurulu’ (one-tier) sistemi ile ‘ikili yönetim kurulu’ (two-tier) sistemi olarak değişmektedir. Tekli yönetim kurulu sistemi, Anglo-Sakson (ABD, İngiltere, Kanada, Avustralya) ölkelere özgüdür; Yönetim kurulunun icra ve denetim rolleri tek tüzel kişiliğin içinde yer almaktadır. Bu sistemde, icracı (içeriden) ve icracı-olmayan (dışarıdan) yönetim kurulu üyeleri bulunmaktadır. İcracı olmayan üyeler, işletme dışından olan ve genellikle diğer işletmelerde yönetim kurulu üyeliği yapan üyelerdir. İcracı ve icracı olmayan üyeler, ortakların Genel Kurulunda, göreve atanırlar veya azledilirler. Anglo Sakson ölkelerdeki yönetim kurulu yapısından farklı olarak, Alman geleneğine sahip olan ölkelerde (Almanya, Hollanda, İsviçre, İsveç, Avusturya, Danimarka, Norveç, Finlandiya) ikili yönetim kurulu sistemi bulunmaktadır. İki kuruldan oluşun bu model, Anglosakson modeline bir alternatif olarak algılanabilir. Almanya’da, yönetim kurulları, yönetim ve denetimin tamamıyla birbirinden ayrılması için, icra kurulu ve denetim kurulu olmak üzere iki kuruldan meydana gelmektedir (Şener, 2011).

İkili yönetim kurulu yapılarında şirket yönetim kurullarının kendilerinden beklenen denetleyici ve teşvik edici özellikleri sergileyebilecekleri kabul edilir. Fakat tekli yönetim kurullarında denetleyici bir üst mekanizmanın olmaması hâkim hissedarların yönetim kurulu üzerinde üstünlük sağlayarak azınlık hissedarlar üzerinde bir sömürü gerçekleştirmesine neden olabilir. Yine benzer bir şekilde profesyonel yöneticiler sahip oldukları özel bilgiler sayesinde kişisel çıkarlarını ön plana tutabilirler. Bu durumun ortadan kaldırılmak ve kurumsal yönetim amaçlarına ulaşılabilmek için şirket yönetim kurullarında, yönetim kurulunun büyüklüğü, icracı olmayan üyelerin varlığı, kurumsal yönetim ve denetim komitelerinin varlığı, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığı ve yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanın ayrılması önem arz eder (Kayagil, 2012: 9).

1.3.3.Yönetim Kurulu Üye Sayısı

Yönetim kurulu üye sayısı; her durumda 5 üyeden az olmamak şartı ile yönetim kurulu üyelerinin yapıcı ve etkin çalışmalar yapmalarına, rasyonel ve hızlı kararlar almalarına olanak verecek biçimde belirlenmektedir. Yönetim kurulunda icrada görevli olan ve olmayan üyeler mevcuttur. İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulu üyeliği dışında işletmede herhangi bir idari görevi olmayan ve işletmenin günlük faaliyetlerine müdahil olmayan kişidir. Yönetim kurulu üyelerinin büyük bir kısmı icrada görevli olmayan üyelerden oluşmaktadır (SPK, 2014: 48). TÜSİAD (2002) raporunda; gerekli katkının sağlanması ve kararların etkin ve verimli bir biçimde alınması için yönetim kurulu üye sayısı 5'ten küçük ve 15'ten büyük olmamalıdır. Oylamalar bakımından yönetim kurulu üye sayısının tek sayı olmasında fayda vardır. Standart & Poor's ve Moody's gibi derecelendirme şirketleri açısından ise işletmelerinin faaliyetlerini etkin ve verimli bir şekilde yürütebilmeleri için yönetim kurulu üye sayısı 5 ile 9 kişi arasında olmalıdır.

Yönetim kurulunun performans odaklı tarafsızlığının sağlanması amacıyla yönetim kurulunda her üyenin çoğunluk hisseye bakılmaksızın tek oyu vardır, herhangi bir üyenin daha ağırlıklı oy hakkı veya veto hakkı bulunmamaktadır. Bu durum, yönetim kurulu başkanı dâhil tüm yönetim kurulu üyeleri için de geçerlidir. Kararlar, toplantı yeter sayısı sağlanmış ise toplantıda bulunan üye sayısının çoğunluğu ile alınmaktadır (TÜSİAD, 2002: 20-21).

1.3.4.Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi

Bir şirketin profesyonelleşmesi bakımından yönetim kurulunda işletme dışından bağımsız yönetim kurulu üyelerine yer verilmesi önemli bir gereklilik olarak ortaya çıkmaktadır (Baraz, 2006). Bağımsız yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulu üyeliği yaptığı işletme ile herhangi bir bağlantısı olmayan, işletmenin menfaatlerini kendi menfaatlerinin üstünde tutan ve işletmeye tarafsız bir bakış açısı ile fikirsel manada destek veren yönetici olarak ifade edilebilir. Başka bir ifade ile bağımsız yönetim kurulu üyeleri; bilgi, beceri, tecrübe olarak yetkin, asıl işi yönetim kurulu üyeliği olan ve yönetim kurulu üyesi olarak bulunduğu aile şirketi ve aile ile

herhangi bir ilişkisi olmayan sadece işletmenin menfaatleri için fikir, öneri gibi düşünsel yarar sağlayan kişidir (TÜSİAD, 2002).

SPK göre; yönetim kurulunun, sayısı ikiden az olmamak şartı ile en az üçte biri bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşması gerekir. Bağımsız üye sayısının hesaplanmasında kusuratlardan izleyen tam sayı olarak hesaplanır. Bağımsız yönetim kurulu üyesine yönetim kurulunun önerisi ve genel kurulun onayı ile sağlanacak, ücret ve huzur hakkı gibi maddi olanaklar, bağımsızlığı koruyacak seviyede olmalıdır. Bu amaca yönelik olarak sağlanan maddi olanaklar bağımsızlığı engellememektedir. Düzenleyici otoritelerde ve öz düzenleyici kurumlarda çalışmış olan meslek personeli, diğer bağımsızlık koşullarını da taşıdıkları zaman, bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak seçilebilirler. İşletmenin yönetim kurulunda son 6 yıl içinde yönetim kurulu üyeliği yapmış bir kişi, yönetim kurulunda bağımsız üye olarak görev yapamaz. İşletme, işletmenin ilişkili taraflarından biri veya işletme sermayesinde doğrudan veya dolaylı olarak %5 veya daha fazla sermayeye sahip ortakların yönetim veya sermaye açısından ilişkili olduğu tüzel kişiler ile kendisi, eşi ve üçüncü dereceye kadar kan ve sıhrî hısımları arasında son 5 yıl içerisinde istihdam, sermaye veya ticaret anlamında doğrudan veya dolaylı bir çıkar ilişkisinin kurulmamış olması durumunda “bağımsız üye” olarak seçilebilmektedir (SPK, 2011).

Bhagat ve Black (1999) göre en azından % 50'sinin bağımsız yönetim kurulundan oluştuğu bir yönetim kurulunu “çoğunlukta bağımsız yönetim kurulu” olarak ifade ederken, sadece bir veya iki iç yöneticisi olan bir yönetim kurulunu ise “en üst çoğunlukta bağımsız yönetim kurulu” olarak tanımlamışlardır.

Bağımsız YK üyesinin bağımsızlığı ortadan kaldıran bir durum meydana geldiği durumda, değişiklik bağımsız üye tarafından kamu ile paylaşılmak üzere hemen yönetim kuruluna bildirilir. Bu durumda asgari bağımsız yönetim kurulu üye sayısının tekrar elde edilmesini teminen, bağımsızlığını kaybeden YK üyesi ilke olarak istifa eder. YK bu durumda ilk genel kurula kadar görev yapmak üzere boşalan bağımsız üye yerine yeniden bağımsız üye seçer. Fakat toplantı ve karar nisaplarının oluşmasında sorun yaşanması halinde, bağımsızlığını kaybeden üye

görevine devam eder. Bu bağlamda yapılan işlemler ayrıca yönetim kurulu tarafından kamuya en kısa sürede ilan edilir (SPK, 2014).

1.3.5.Yönetim Kurulu Başkanlığı

Yönetim kurulu (YK) başkanı; diğer yönetim kurulu üyeleri ile aynı olan görevlerine ilave olarak, icra başkanı (CEO) ile yönetim kurulu toplantılarının gündemini oluşturmakta ve kurumsal yönetim komitesi ile birlikte yönetim kurulunun işleyişini irdeleyerek ve iyileştirici tedbirler almaktadır. Ayrıca YK başkanı yönetim kurulunun icra başkanına ait yapmış olduğu dönem sonu performans değerlendirmesi sonuç ve ücretlendirmesini icra başkanına bildirmektedir (TÜSİAD, 2002: 20).

YK başkanı ile icra başkanı/genel müdürün yetkilerinin açık bir şekilde ayrıştırılması ve bu ayrımın yazılı olarak esas sözleşmede belirtilmesi esastır. İşletmede hiç kimse tek başına sınırsız karar verme ve uygulama yetkisi ile donatılmamalıdır. Böylelikle olası çıkar çatışmaları engellenebilir. İcra başkanı/genel müdür ve YK başkanının aynı kişi olmasına karar verilmesi halinde, konu hakkında bilgi gerekçesiyle birlikte genel kurulda hissedarların bilgisine sunulur ve faaliyet raporunda gerekçeli bir açıklama yapılmalıdır (SPK, 2014: 28).

İyi bir kurumsal yönetim uygulamalarında yönetim kurulu başkanının işlevi ve rolü son derece önemlidir. Bununla birlikte ilgili konuların ele alınmasında icradan sorumlu olmayan ve murahhas üyelerin yönetim kurulu başkanına yardımcı olup katkı sağlaması da önemlidir. Cadbury Raporu'nda (1992) kurumsal yönetim uygulamaların iyi bir şekilde işleyebilmesini ve işlerin etkili ve verimli bir şekilde denetlenebilmesi için icra başkanı ile yönetim kurulu başkanının ve ayrı kişilerden oluşmaması önerilmiştir. Farklı kişilerden oluşmaması halinde icradan sorumlu olmayan bir üyenin yönetim kurulu başkan vekili seçilmesi gerektiği vurgulanmıştır. İcra başkanı ile yönetim kurulu başkanının aynı kişilerden oluşması halinde icranın hesap verilebilirliği hususunda yönetim kurulunu yönlendirecek olan yönetim kurulu başkanının aynı zamanda icranın başında olması işletmede problemlere yol açmaktadır (Stapledon, 1996). Buna karşın yönetim kurulu başkanı ile icra başkanının aynı kişi olmasının bazı olumlu yönleri de bulunmaktadır. Emir-komuta birliği ilkesine uygunluk hali düşünüldüğünde, icra başkanının aynı zamanda

yönetim kurulunun da başkanı olması işlevsel olarak değerlendirilebilir. Bu iki görevin tek bir kişide toplanmasının sağlayacağı diğer bir olası olumlu taraf ise, yönetim kurulu başkanının işletmenin faaliyet çevresi hakkında yüksek düzeyde bilgiye sahip olmasını sağlamasıdır (Koçer, 2006: 68-69).

1.3.6.Yönetim Kurulu Üyeliği Kriterleri

YK, kurumsal yönetim misyonunun ve uygulamalarının gerçekleştirilebilmesi için en önemli organdır. Yönetim kurulu üyesi, işletmenin ve dolayısıyla da hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmelidir. Yönetim kuruluna atanan üyelerin nitelikleri ve bağımsızlıkları kurumların başarısını doğrudan etkiler. Bundan dolayı, yönetim kurulu üyelerinde olması gereken asgari yetenek, beceri ve tecrübeler ve kurulun işletmesi için oluşturulacak kurallara çok dikkat edilmelidir. Yönetim kuruluna aday gösterilecek her üyede aranacak asgari yeterlilikler aşağıda gibi sıralanabilir (TÜSİAD, 2002: 16).

- Bilanço, kar zarar, nakit akışı gibi temel mali raporları ana hatları ile anlama ve analiz etme yeteneğine sahip olmak;
- İşletmenin gerek günlük gerek uzun vadeli işlemlerinde ve tasarruflarında tabi olduğu hukuki düzenlemeler hakkında temel bilgiye sahip olmak;
- Yönetim kurulunun gündeminde öngörülen ilgili bütçe yılı içindeki toplantıların en az %75'ine katılma imkânına ve kararlılığına sahip olmak;
- Yönetim kuruluna farklı bilgi, görüş, yaratıcılık, irdeleyicilik vs. katma potansiyeline sahip olmak.

1.3.7.Yönetim Kurulunun İşlevi

Yönetim kurulu, alacağı stratejik kararlarla, işletmenin risk, büyüme ve getiri arasındaki dengesini en uygun seviyede tutarak akılcı ve tedbirli risk yönetimi anlayışıyla işletmenin öncelikle uzun vadeli çıkarlarını gözeterek, işletmeyi idare ve temsil eder. YK, işletmenin stratejik amaçlarını tanımlar, işletmenin ihtiyaç duyacağı insan ve mali kaynaklarını belirler, yönetimin performansını denetler. YK, işletmenin faaliyetlerinin esas sözleşmeye, iç düzenlemelere, mevzuata, ve oluşturulan politikalara uygunluğunu göz önünde bulundurur (SPK, 2014: 24).

Şirket faaliyetlerini yönlendiren en yetkili organ olan yönetim kurulu, önemli bir yönetim mekanizmasını temsil etmektedir. Yönetim literatürüne göre yönetim kurulu üyelerine atfedilen roller dört gruba ayrılmaktadır. Birinci grup, anonim ortaklığın misyonunun ve vizyonunun belirlendiği stratejik planlama işlevi, İkinci grup, şirketin çevreyle ilişkilerini düzenleyen kaynak sağlama işlevi, üçüncü grup, karar yönetimi faaliyetine desteği ifade eden danışmanlık işlevi, dördüncü grup ise karar kontrolü görevinin gereği olan denetleme işlevi olarak ifade edilmektedir (Koçer, 2006: 51).

1.3.7.1. Stratejik Planlama İşlevi

Yönetim düzlemi, stratejik yönetim ve günlük yönetim olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. İşletmenin stratejik yönetimi, faaliyet ve finans politikalarının belirlenmesi, ortaklığın temel yönelimlerinin ve amaçlarının saptanmasıdır. SPK, bu işlevi, “anonim ortaklığın misyonunun ve vizyonunun belirlenmesi” olarak ifade etmektedir (KYİ. Bölüm IV, 1.1). Yönetim kurulu, yalnızca belirlemekle yetinmeyecek, bu vizyonu kamuoyuna da açıklayacaktır. Bu duyuru, kuşkusuz ki çıkar gruplarının da anonim ortaklığın bu vizyona ne ölçüde yöneldiğini gözlemlenmelerini ve haklarını daha bilinçli olarak kullanmalarını sağlayacaktır (TKYD, 2007: 8).

İşletmenin stratejik hedefleri, yöneticiler tarafından oluşturulur. Yöneticiler, işletmenin yönetim teşkilatını oluşturan ve kendisine tanınan yetki alanı içinde hareket eden kimselerdir. Yönetim kurulu, yöneticiler tarafından oluşturulan ve kendisine sunulan strateji önerilerini değerlendirir ve bu önerilerden yola çıkarak ortaklığın stratejisini oluşturur (KYİ. Bölüm IV, 1.2).

İşletmenin stratejisinin oluşumu, şu anlama gelmektedir: Yönetim teşkilatı, kararlarını ve pazar davranışlarını bu stratejiler doğrultusunda oluşturacaktır. Bu anlamda yönetim kurulunun yegâne görevi, ortaklığın misyonunun ve vizyonunun belirlenmesi değildir. Yönetim kurulu, ortaklığın performansının belirlenen hedeflere ulaşılabilmesi bakımından yeterli düzeyde olup olmadığını da sürekli olarak araştırmalı ve bu konuda gereken tedbirleri almalıdır (KYİ. Bölüm IV, 1.3).

1.3.7.2.Kaynak Sağlama İşlevi

Stratejik planlama işlevi ile işletmenin içsel faaliyetlerinde düzenleyen yönetim kurullarının diğer önem teşkil eden işlevi de dış çevreyle olan ilişkileri güçlendirerek işletmenin ihtiyaç duyduğu kritik kaynakları temin etmesini kolay hale getirmektedir. Yönetim kurulu üyeleri bu işlevi, çevresel belirsizliğin oranını düşürerek, önem arz eden kaynakları işletmeye bizzat elde ederek ya da bu kaynakları dış çevreyle sağlanan ilişkiler aracılığı ile elde ederek gerçekleştirmektedir (Koçer, 2006: 56).

1.3.7.3.Danışmanlık İşlevi

Yönetim kurulunun danışmanlık işlevi, üst yönetimine yol gösterme, öneriler sunma, yönlendirmede bulunma ya da hizmet etme olarak da ifade edilebilir. İşletmede alınan kararların gerçekleştirilmesi yönetimin sorumluluğu altındayken, bu sorumluluğun yerine getirilmesinde yönetim kurulu üst yönetimine destek vermektedir (Koçer, 2006: 53-54).

Danışmanlık hizmeti ile yöneticiler, organizasyondaki süreçlerde meydana gelen sorunlara çözüm bulma, süreçlerin tekrar yapılandırılması ve sistemlerin geliştirilmesi gibi konularda iç denetçilerden tavsiyeler almakta ve bu tavsiyeleri dikkate almak suretiyle ileride ortaya çıkması olası sorunların da önüne geçme olanağı bulmaktadırlar. Danışmanlık hizmeti sayesinde, organizasyondaki amaçlara ve hedefler erişmede, iç denetimin yöneticilere temel bir yardım sağlayacağını ileri sürülmektedir (Memiş, 2006: 90-91).

1.3.7.4.Denetleme İşlevi

OECD, yönetim kurulu sorumluluklarını yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin altıncı bölümünde yer vermiştir. B maddesinin ikinci ilkesinde, yönetim kurulunun kurumdaki yönetim mekanizmalarının etkinliğini kontrol etmesi gerektiğini ifade etmektedir. Yönetim kurulu üyeleri işletmedeki örgütsel yapıyı ve yönetim mekanizmalarının etkin ve verimli işleyip işlemediğini düzenli olarak takip etmeli ve gerekli görüldüğü takdirde bu mekanizmalarda yeniliklere veya değişikliklere gitmelidir (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü, 2005; 45; akt. Başat, 2010).

İcra başkanının belirlenmesi denetleme görevi çerçevesince yönetim kurulunun ortaya koyduğu en belirgin faaliyettir. Yönetim kurulunun herhangi bir üst yönetim katkısı olmaksızın tamamen kendi iradesine göre gerçekleştirdiği diğer bir faaliyet de üst düzey yöneticilerin gösterdikleri performanslar çerçevesinde ödüllendirilmesidir. Denetleme işlevini meydana getiren diğer tüm faaliyetler ise, üst yönetim önerilerinin belli oranlarda yönetim kurulu katılımıyla gözden geçirilmesi şeklinde gerçekleştirilmektedir (Koçer, 2006: 56).

1.3.8.Yönetim Kurulu Komiteleri

Yönetim kurulu yapısı içinde komitelerin oluşturulması, hemen hemen bütün ülkelerin üzerinde hem fikir olduğu bir konudur. Yönetim kurulunun sorumluluk alanına giren belirli konularda yönetim kurulu adına ayrıntılı çalışmalar yapmak, bu şekilde icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyelerine bilgi vermek ve bağımsız yapıyı güçlendirmek amacıyla komiteler oluşturulmasında mutlak yarar bulunmaktadır (Akgül, 2009: 68).

Yönetim kurulu toplantılarının aşırı yüklenmesi ile çok uzun sürmesinin engellenmesi ve toplantılardaki tartışmaların azaltılması için yönetim kurulu başkanının izleyebileceği yollardan birisi de kurul içerisinde uygun komiteler oluşturmaktır. Bu komiteler, yönetim kurulunun yalnızca ilgilenmesi gereken konulara odaklanmasını sağlamakta, ön araştırmaları kurul seviyesinin altında bir yapılanmaya bırakma olanağı vermektedir. Yönetim kurulunda komiteler kurmanın nedeni, yönetim kurulu işlerini daha yönetilebilir bir hale getirmektir. İşletme ile ilgili pek çok konu, yönetim kurulu üyelerinin tamamının ilgilenemeyeceği kadar karmaşık olabilmektedir. Tüm üyelerin her konu ile ilgilenememesi, zaman, verimlilik ve de uzmanlık sorunundandır. Yönetim kurulu bazı konularla ilgili kararların alınmasını uygun komitelere bırakabilmekte veya bu komitelerden konu hakkında detaylı çalışmalar yapmasını ve önerilerini sunmasını isteyebilmektedir (Metiner, 2006: 86-87).

SPK'ya göre yönetim kurulunun sorumluluklarının ve işlevinin sağlıklı ve etkin bir şekilde yerine getirilmesi için Kurumsal Yönetim Komitesi, Denetimden Sorumlu Komite, Riskin Erken Saptanması Komitesi, Aday Gösterme Komitesi ve Ücret Komitesi oluşturulması gerekir. Fakat YK yapılanması gereği ayrı bir Aday

Gösterme Komitesi, Riskin Erken Saptanması Komitesi ve Ücret Komitesi oluşturulamaması halinde, Kurumsal Yönetim Komitesi bu komitelerin görevlerini yerine getirir. İşletmeler ihtiyaç duymaları halinde yukarıda ismi geçen oluşturulması zorunlu komiteler dışında komitelerin oluşturulması mümkündür. SPK'ya göre komitelerin oluşturulma koşulları ve işleyişi şu şekildedir:

- *Denetimden Sorumlu Komite üyelerinin tamamı, diğer komitelerin ise başkanları, bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçilir.*
- *İcra başkanı/genel müdür komitelerde görev alamaz.*
- *Bir yönetim kurulu üyesinin birden fazla komitede görev almamasına özen gösterilir.*
- *Komitelerin görevlerini yerine getirmeleri için gereken her türlü kaynak ve destek yönetim kurulu tarafından sağlanır. Komiteler, gerekli gördükleri yöneticiyi toplantılarına davet edebilir ve görüşlerini alabilir.*
- *Komiteler, faaliyetleriyle ilgili olarak ihtiyaç gördükleri konularda bağımsız uzman görüşlerinden yararlanır. Komitelerin ihtiyaç duydukları danışmanlık hizmetlerinin bedeli şirket tarafından karşılanır.*
- *Komiteler yaptıkları tüm çalışmalarını yazılı hale getirir ve kaydını tutar. Komiteler, çalışmaların etkinliği için gerekli görülen ve çalışma ilkelerinde açıklanan sıklıkta toplanır. Çalışmaları hakkındaki bilgiyi ve toplantı sonuçlarını içeren raporları yönetim kuruluna sunarlar.*
- *Şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunu izlemek, bu konuda iyileştirme çalışmalarında bulunmak ve yönetim kuruluna öneriler sunmak üzere kurulan Kurumsal Yönetim Komitesi'nin iki üyeden oluşması halinde her ikisi, ikiden fazla üyesinin bulunması halinde üyelerin çoğunluğu, icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşur.*

1.3.8.1. Denetimden Sorumlu Komite

Denetim komitesi, yönetim kuruluna gözetim görevinin gerçekleştirilmesinde ve muhasebe denetim, iç kontrol sistemi ve finansal raporlama uygulamaları ile ilgili konularda yardımcı olmaktadır. Denetim komitesi, işletmenin yönetim kurulu üyeleri arasından belirli bir mantıkla seçilmiş üyelerden oluşarak çalışmalarını sürdüren bir gruptur (Abdioğlu, 2007: 140).

Türk Ticaret Kanunu'nda (TTK) kendisinden beklenen işlevleri yerine getirmeyen denetim kurulu (denetçiyi) kaldırılmış ve tüm anonim ortaklıkların genel olarak bağımsız denetçi tarafından denetlenme, özel olarak ise önem taşıyan bazı işlemlerin işlem denetçisi tarafından denetlenme sistemi getirilmiştir. Denetimden sorumlu komitenin başında, hâkim hissedarların etkisi altında olmayan bir yöneticinin olması, denetim komitesinin oluşturulma amacına uygun düşmektedir. Komitenin oluşumunu zorunlu kılmaktadır (KYİ., Bölüm IV, 5.6). Denetimden sorumlu komitenin temel görevi, "yönetimin finansal ve operasyonel faaliyetlerinin

sağlıklı ve etkin bir şekilde gözetilmesidir (KYİ., Bölüm IV, 5.6). Bunun gereği, anonim ortaklığın denetiminin yeterli ve şeffaf bir biçimde gerçekleştirilmesidir (KYİ., Bölüm IV, 5.6.3). Bu komitenin işlevini, yönetim faaliyetini gözetmek, denetim organlarının işlevsel bir biçimde faaliyet göstermesini temin etmek, denetim organlarının kendi içinde ve yönetimle olan ilişkilerinin koordine edilmesi olarak belirlemek mümkündür (TKYD, 2007).

Komitenin bu görevleri bağımsız ve tarafsız bir şekilde yerine getirebilmesi için iki önemli koşulun gerçekleşmesi gerekmektedir. Birinci koşul, komite üyelerinin hepsinin bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçilmesidir. İkincisi ise, seçilen komite üyelerinin bu görevleri yapacak yetkinliğe ve tecrübeye sahip olmasıdır. Kurumsal yönetim düzenlemelerinin büyük bir kısmında, komite üyelerinin en az birinin finans, muhasebe veya denetim gibi konularda belli bir tecrübeye sahip olması zorunluluğu bu amaçla getirilmektedir. SPK, zorunlu olmamakla birlikte, komite üyelerinin en az birinin denetim, muhasebe ve finans konusunda 5 yıllık tecrübeye sahip olmasını tavsiye etmektedir (Alp ve Kılıç, 2014: 153-154).

1.3.8.2. Riskin Erken Saptanması Komitesi

Riskin Erken Saptanması Komitesi 2012 yılında yürürlüğe giren TTK'da ve bu düzenlemeye paralel olarak SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin düzenlemelerinde yer almıştır. İşletmenin varlığını, büyümesini ve devamını tehlikeye düşürebilecek risklerin erken teşhisi, tespit edilen risklerle ilgili gerekli tedbirlerin uygulanması ve riskin yönetilmesi amacıyla çalışmalar yapmaktadır. Risk yönetim sistemlerini en az yılda bir kez revize edilir (SPK, 2014). Bu komitenin kurulması ilişkin düzenlemeler sadece Borsa'da işlem gören firmaları kapsamaktadır. İşletmenin bağımsız denetçisinin Riskin Erken Saptanması Komitesi'nin kurulmasını uygun bulduğu ve yönetim kuruluna yazılı bir rapor sunması durumunda işletmenin bu komiteyi kurma zorunluluğu doğmaktadır. Söz konusu komitenin hangi aralıklarla yönetim kuruluna rapor vereceği de düzenlenmiştir. Buna göre, komite, hükmün ruhuna uygun olarak iki ayda bir rapor verecektir. Raporlarda; durumu değerlendirecek, varsa tehlikelere işaret edecek ve çareleri gösterecektir (Alp ve Kılıç, 2014: 156-157).

1.3.8.3.Kurumsal Yönetim Komitesi

Kurumsal Yönetim Komitesi SPK tarafından belirlenen kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığını, uygulanmıyor ise gerekçesini ve bu ilkelere tam olarak uymama dolayısıyla ortaya çıkan menfaat çatışmalarını belirler ve yönetim kuruluna kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirici tavsiyelerde bulunur ve hissedarlar ile ilişkiler biriminin çalışmalarını gözetler. Bu komitenin işlevi, kurumsal yönetim anlayışını işletmeye yerleştirmek ve bu ilkeye özgü mekanizmalara işlerlik kazandırmaktır. Bununla birlikte yönetim kurulu bünyesinde Aday Gösterme Komitesi ve Ücret Komitesi oluşturulamaması halinde, Kurumsal Yönetim Komitesi bu komitelerin görevlerini yerine getirir (TÜSİAD, 2007).

Kurumsal yönetim komitesi, işletme organlarının kararlarının ve işletmenin pazar davranışlarının adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ölçüleri ekseninde şekillenmesini gözetecektir. Bu yönleriyle kurumsal yönetim ilkelerine uygunluğunun sağlanması süreci, menfaat sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarını yakından ilgilendirir. Bu itibarla, komitenin çoğunluğunun bağımsız üyelerden oluşması ve işletmenin icra kurulu başkanının/genel müdürünün bu komitede görev almaması öngörülmektedir (KYİ. ,Bölüm IV, 5.7.1).

1.3.8.4. Aday Gösterme Komitesi

Aday Gösterme Komitesi; yönetim kuruluna uygun kişilerin belirlenmesi, değerlendirilmesi ve eğitilmesi konularında şeffaf bir sistemin oluşturulması ve bu hususta politika ve stratejiler geliştirilmesi konuları ile ilgilenmektedir. Bu komite; yönetim kurulunun yapısı ve etkinliği ile ilgili düzenli değerlendirmeler yaparak ve bu konularda yapılabilecek değişikliklere ilişkin önerilerini yönetim kuruluna sunmaktadır. YK üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin performanslarının ölçülmesi ve kariyer planlaması konusundaki yaklaşım, ilke ve uygulamaları tespit eder ve bunların gözetimini yapar (SPK, 2014). Komitenin çoğunluğunun icrada görevli olmayan yöneticilerden meydana gelmesi ve başkanının da yönetim kurulu başkanı veya icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyelerinden birisi olması gerekmektedir. Aday gösterme komitesi başkan ve üyelerinin yıllık raporda ifade edilmesi gerekmektedir (Akgül, 2009: 70-71).

Aday Gösterme Komitesi işletmeye 3 farklı konuda yardımcı olmaktadır. Birincisi yönetim kurulunun oluşumunun gözetimini yapar. Bu doğrultuda, mevcut yönetim kurulu üyelerinin yeteneklerini ve tecrübelerini gözlemlemek ve yakın gelecekteki ihtiyaç duyulabilecek nitelikleri ve yetkinlikleri tanımlamaktır. İkinci ana görevi önceden belirlenen kriterler doğrultusunda yönetim kurulu üyelerinin, yönetim kuruluna seçilmeye elverişli olup olmadığı değerlendirmektir. Komitenin üçüncü görevi ise yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan üst düzey yöneticilerin sürekli gelişimi ve varsa eğitim ihtiyaçlarının giderilmesi konularında tavsiyelerde bulunmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 160-161).

1.3.8.5. Ücret Komitesi

Yönetim Kurullarının en karmaşık görevlerinden birisi de işletme üst düzey yöneticilerine sağlanan maddi olanakların belirlenmesidir. Bu olanaklar, güçlü mevcut performansı ödüllendirmeli ve gelecekte de benzer sonuçlar elde edilmesi için teşvik edici olmalıdır. Ayrıca ortalama veya ortalama altı performans için prim ödenmemelidir (Metiner, 2006: 92).

Ücret Komitesi; yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin ücretlendirme esaslarına ilişkin tavsiyelerini, işletmenin uzun vadeli hedeflerini dikkate alarak belirlemektedir (SPK, 2014). SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesine ve uygulanmasına ilişkin tebliğde ücret komitesinin diğer görevleri şu şekildedir:

- *İşletmenin ve üyenin performansı ile bağlantılı olacak biçimde ücretlendirmede kullanılacak ölçütleri belirler,*
- *Kriterlere ulaşma derecesi dikkate alınarak, yönetim kurulu üyelerine ve üst düzey yöneticilere verilecek ücretlere ilişkin tavsiyelerini yönetim kuruluna sunar.*
- *Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirmesinde hisse senedi opsiyonları veya işletmenin performansına dayalı ödeme planları kullanılmaz. Şu kadar ki, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ücretlerinin bağımsızlıklarını koruyacak düzeyde olması gerekmektedir.*
- *İşletme, herhangi bir yönetim kurulu üyesine veya üst düzey yöneticilerine borç veremez, kredi kullandıramaz, verilmiş olan borçların ve kredilerin süresini uzatamaz, şartlarını iyileştiremez, üçüncü bir kişi aracılığıyla şahsi kredi adı altında kredi kullandıramaz veya lehine kefalet gibi teminatlar veremez. Ancak bireysel kredi veren kuruluşlar herkes için uyguladığı şartlarda, söz konusu kişilere kredi verebilir ve bu kişileri diğer hizmetlerinden yararlandırabilir.*

- *Yönetim kurulu üyelerine ve üst düzey yöneticilere verilen ücretler ile sağlanan diğer tüm menfaatler, yıllık faaliyet raporu vasıtasıyla kamuya açıklanır. Kişi bazında açıklama yapılması esastır. Kişi bazında açıklamanın yapılamadığı durumlarda açıklamada asgari olarak yönetim kurulu ve üst düzey yönetici ayırımına yer verilmelidir.*

Muhtemel çıkar çatışmalarını engellemek amacıyla, yalnız bağımsız icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşmalıdır. Bu komite tarafından oluşturulacak uzun dönemde yeni teşvik planlarının, hissedarlar tarafından onaylanması gerekmektedir. Ücretlendirme komitesi üyeleri dâhil icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyelerinin ücretleri, yönetim kurulu tarafından ya da ortaklık esas sözleşmesi gereği hissedarlar tarafından belirlenir (Akgül, 2009: 71).

1.4.KURUMSAL YÖNETİME GÖRE SAHİPLİK YAPISI

Sahiplik kavramı, bir varlığı hukuki bağlamda kullanabilme özgürlüğü olarak ifade edilmektedir. Başka bir ifade ile sahiplik, kişinin menkul veya gayrimenkul varlıklar üzerinde tasarruf hakkını dilediğinde kullanması anlamına gelmektedir. Söz konusu tasarruf hakkı kavramı ile o varlıktan istendiği gibi yararlanmanın, o varlığın alınıp satılması özgürlüğünün veya başka kişilerce müdahaleye olanak vermeden elinde bulundurulmasının mümkün olduğu kastedilmektedir (Sayman, 2012: 75).

Kontrol şirketin faaliyetlerine ilişkin ve finansal politikalarının belirlenmesi sürecini etkileme gücü olarak ifade edilmektedir. Başka bir ifade ile şirket yönetimine katılma hakkı tanıyan hisselerin çoğunluğunun (kontrol gücünün) bir/birkaç kişinin ya da grubun elinde bulunması ile pek çok yatırımcı arasında paylaşılmış olması yönetimin denetlenmesi, etkin ve verimli çalışmasının sağlanması bakımından önemlidir (Taşkın, Durak ve Aktaş, 2013).

Yatırımcı korumasının şirket içi boyutları incelendiğinde şirket kontrolünün önemli bir odak noktası olduğu görülmektedir. Şirket kontrolü genel kabul görmüş bir kanı olarak şirket üzerindeki oy hakkı ile ilişkilendirilmekte, fakat her zaman doğrudan oy hakkından yola çıkarak bir kişinin bir şirket üzerinde ne kadar kontrol hakkına sahip olduğunu bulmak gerçekten çok zordur. Çünkü günümüzde şirket sahiplik yapıları şirketlerin gerçek ortaklarının ve kontrol edenlerinin bulunmasının zorlaştığı oldukça karmaşık bir durum almıştır. (Kayagil, 2014: 17).

Kurumsal yönetim mekanizmalarından, sahiplik yapısı; şirketlerin sahiplik yapısı, şirketin sermayesini temin edenlerin kim olduğunun ve sermaye paylarının büyüklüğünün belirlenmesini ifade etmektedir. İşletmenin yönetimine, sermayenin önemli miktarına sahip olanlar yön vermektedirler. İşletmelerin sahiplik yapıları, halka açık veya kapalı, kamu veya özel, yerli veya yabancı ve nihayet yönetsel veya kurumsal olarak sınıflandırılabilir. Sahiplik yapısı kurumsal yönetim için önemli unsurlar içermektedir (İzciler, 2014: 16). Bilindiği üzere, ABD ve İngiliz sistemleri çoğunlukla güçlü yasal korumaya dayanırken, Alman ve Japon sistemleri daha zayıf yasal koruma ancak daha yoğunlaşmış özsermaye sahipliğiyle karakterize edilmekte ve bu ülkelerin hepsi gelişmiş kurumsal yönetim sistemlerine sahip ülkeler olarak değerlendirilmektedir. Buna ek olarak, iyi kurumsal yönetim sistemlerinin, yatırımcıların yasal haklarının korunması ile sahiplik yoğunlaşmasının uygun bir kombinasyonundan geliştiği belirtilmektedir (Kıyılar ve Belen, 2006).

Kurumsal yönetimde sahiplik yapısı ile ilgili yapılmış olan çalışmalarda; ortak sayısı, büyük hissedar sahipliği, yönetici sahipliği, kamu sahipliği, yabancı yatırımcı sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği ve aile sahipliği gibi değişkenler incelenmiştir. Söz konusu sahiplik yapılarının işletme performansına etkisini incelemiştir. Kurumsal yönetimde önemli bir yer tutan sermaye yoğunlaşmasının performans üzerindeki etkisi tam olarak belirlenememiş, literatürde ülkelere göre farklı sonuçların tespit edildiği görülmüştür.

1.4.1.Sahiplik Yapısı İle İlgili Genel Bilgiler

Sahiplik yapısı kavramı ile dar anlamda öz kaynaklar kastedilirken; geniş anlamda sahiplik yapısında, yalnızca hisse senetlerini ellerinde tutanların ellerindeki menkul kıymetlerin parasal değeri değil parasal olmayan tüm unsurlar ifade edilmektedir. Başka bir ifade ile sahiplik yapısı; işletmenin aile işletmesi olma durumunu, işletmenin kurumsal yatırımcısının olup olmadığını, işletmenin hisse senetlerini ellerinde tutanların arasında yabancı yatırımcının bulunup bulunmadığını işletme yöneticisinin hisse senedi sahipleri arasında olup olmadığını da kapsamaktadır (Sayman, 2012: 76-77).

İşletmelerin sahiplik yapısının vekâlet maliyetleri üzerinde önemli bir etkisi olması sebebiyle, sahiplik yapıları kilit bir kurumsal yönetim mekanizması olarak

görülmektedir (Akıncı, 2011: 27). Dünya genelinde, yaygın sahiplik kuraldan çok istisnadır. Araştırmalar büyük işletmelerin önemli bir kısmının aileler veya kamusal kurumlardan oluşan hâkim hissedarların kontrolünde olduğunu göstermektedir. Örneğin, Kıta Avrupa'sında, kayıtlı işletmeler arasında %20 veya daha fazla hâkim hisse yaygındır. Ancak, Doğu Asya'da kayıtlı işletmelerin üçte ikisinden çoğu tek bir hissedarın elindedir. Mülkiyet yapıları genel olarak üç biçimde sınıflandırabilir (<http://www.saharating.com>)¹.

- Aile hâkimiyetinde işletmeler: Asya, Latin Amerika ve bazı Batı Avrupa ülkelerinde (Almanya, İtalya, Türkiye) daha yaygındır.
- Kamu sahipliği: Eski Sovyet blokunun halen geçiş aşamasında olan bölgelerde ve ayrıca Asya'da yaygındır.
- Finans ve sanayi grupları: Rusya, Japonya ve daha az olarak Batı Avrupa'daki ülkelerde görülmektedir. Karakteristik özellikleri çapraz hissedarlık ve diğer finansal ve operasyonel bağlantılardır.

Sermaye yoğunluğu ise, hissedarların işletmede sermaye paylarının ve kontrollerinin artması veya azalması biçiminde ifade edilmektedir. Sermaye sahipliğinin daha yoğun olduğu işletmelerde, yöneticilerin aynı zamanda hissedar olma ihtimali de daha yüksektir. Bu tür işletmelerde yönetim ve ortaklığın birleşmesi sonucu, yöneticiler şirketin performansını artırmaya çalışmaktadırlar. Sermaye yoğun işletmelerin daha iyi kontrol edildiği ve daha iyi yönetildiği düşünülse bile işletme hisselerinin yüksek miktarlarda satılması sonucu çeşitleme imkânları sınırlı kalacaktır. Bütün hissedarlar iyi yönetimden fayda sağlarken, çeşitlenmemiş bir portföyün zararına yalnızca büyük hissedarlar katlanmak durumunda kalacaktır. Başka taraftan, sermaye sahipliğinin daha az yoğun olduğu işletmelerde ise hissedarlar yönetimden ayrılmaktadır. Bu tür işletmelerde profesyonel yöneticilerin işletmeyi daha iyi yönetecekleri düşünülebilir fakat hissedarlar ve diğer işletme menfaat grupları arasındaki çıkar farklılıkları sonucu vekâlet problemlerinin ve dolayısıyla vekâlet maliyetlerinin ortaya çıkma ihtimalini de göz ardı etmemek gerekir. Belirli bir seviyede sermaye yoğunluğunun; özellikle büyük hissedarların yöneticileri düzenli olarak kontrol etmeleri sonucu firma değerini artırabileceği

¹ <http://www.saharating.com/Page.aspx?Pagelid=34>, 18.10.2014.

söylenbilir (Güvençer, 2008: 63). Bununla birlikte mülkiyet yoğunlaşması; hissedar haklarının zayıf olduğu ülkelerde daha fazla görülmektedir. Yatırımcıların vekâlet problemlerini göz ardı ederek blok hissedarlığa yönelmeleri halinde mülkiyetin büyük hissedarlar tarafından paylaşılmaktadır (Karabıyık, 2011: 63).

Sahiplik yapısı hususundaki literatür hem hissedar yöneticiler hem de hissedar olmayan yöneticileri ele almaktadır. Genel kabul görmüş bir tanıma göre bir işletmenin ortak hisselerinin %5'inden fazlasına sahip olan hissedarlar “önemli” hissedarlar olarak ifade edilir. Bu “önemli” blok-hisse sahipleri bireysel yatırımcılar olabileceği gibi kurumsal yatırımcılar da olabilirler. Bunlara önemli denmesinin nedeni sahip oldukları hisse miktarının işletmenin içinde neler olduğunu gözlemleme ve müdahale etme şansı vermesinden kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte işletme içinde oynadığı roller pasif veya aktif olabilir (Kurt, 2008: 36).

Yöneticilerin mülkiyet hakları ile oy kullanma haklarından dolayı özel fayda sağlamalarının yanı sıra büyük hissedarların da kendi menfaatlerini en üst seviyeye çıkarmak için, kontrol haklarını kullanarak firma varlıklarını etkin olmayacak biçimlerde dağıttıkları görülmektedir. Kendi çıkarlarını maksimum yapmak ve getiriye diğer kişilerden kendilerine aktarmak amacı ile kontrol gücü kullanılma süreci mülksüzleştirme olarak ifade edilmektedir (Kula, 2006: 20).

1.4.2.Sahiplik Yapısı Türleri

Gelişmiş halka açık işletmelerin sahiplik yapısı son derece dağılmış bir durumdadır. Büyük işletmelerde hâkim bir hissedar grubundan bahsetmek oldukça zordur. Bu tarz işletmelerde, çoğunlukla işletmelerin kaynaklarını ve imkânlarını elinde tutan üst düzey yönetim, vekâlet yolu ile çeşitli hissedarların oyunu kendilerine yönlendirebilmekte, yönetim kurulu vasıtasıyla üst yönetime yeniden ve defalarca seçilebilmektedirler. Böylece yönetim kurulu %3-5 oy oranını temsil eden hissedarlardan oluşmakta ve %95 civarındaki hissedarları ise bir araya getirememelerinden dolayı yönetim kurulunun kendi menfaatleri doğrultusunda faaliyette bulunmasını sağlayamamaktadırlar. Bu sorunu çözmek için, genel kurul öncesinde bu hissedarları telekonferansla ya da fiziki olarak bir araya getirmek ve birlikte uzlaşarak kararlaştıracakları temsilcileri için blok halinde oy verme hakkı kazandıracak mekanizmalar geliştirilmektedir (Ülgen ve Mirze, 2007: 433).

İşletmelerin sahiplik yapısı ile kontrol arasında doğrusal bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile sermaye yoğunlaşması arttıkça hissedarın işletmede kontrolü artmaktadır. Diğer hissedarlara göre daha fazla hissesi bulunan ortaklara hâkim ortak olarak ifade edilmektedir. Literatürde; işletmelerde hâkim hissedarların olmadığı geniş tabanlı sahiplik olması durumunda etkinliğinin ve verimliliğinin artacağı savunulmuştur. Hâkim hissedarlar belirli bir kişi olabileceği gibi aile, kurumsal yatırımcı veya yabancı sahipliği olabilmektedir. Sahiplik yapısı türleri; Aile İşletmeleri Sahipliği, Kurumsal Yatırımcı Sahipliği, Yabancı Sahipliği, Yönetici Sahipliği, Çalışan Sahipliği, Kamu Sahipliği, Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği olarak 7 gruba ayrılmıştır.

1.4.2.1.Aile İşletmeleri Sahipliği

Aile işletmeleri kavramıyla ilgili olarak çok fazla sayıda tanım bulunmaktadır. Bütün bu tanımların ortak noktası olarak ise bu işletmelerde yönetim ve mülkiyet yapısının büyük ölçüde bir ailenin etkisinde bulunmasıdır. Bu etkinin derecesi aile işletmesinin türlerine ve ülkelere göre farklılıklar gösterebilmektedir. Aileler bazen hem işletmenin sahibi hem de yöneticileri olabilirken, bazı örneklerde ise yönetime doğrudan katılma yerine stratejik kararlara etkide bulunmayı tercih etmektedirler (Gür, 2011: 3).

Başka bir tanımda aile işletmesi; stratejik noktalarında aile bireylerinin olması ve bu stratejik noktalarda aile bağlarına göre öncelikli görevler verilmesi olarak ifade edilmiştir (Reid vd., 2000). Bir diğer tanımında ise “Yönetim kurulunda en az 2 aile bireyinin yer alması ve bu işletmelerin en az %10 hissesine sahip olması işletmenin aile işletmesi olarak tanımlanmasını gerekli kılmaktadır”. Aile işletmesi tanımlarını özetleyecek olursak; kuruluş aşamasında ailenin geçimini sağlamak üzere teşkil edilen, büyüme safhasında ise elde edilen mal varlığının dağılmasını önlemek amacı güden, yönetim kademelerinde aile üyelerinin bulunduğu ve mülkiyet olarak çoğunlukla bir aileye ait olan, en az iki nesil aile sahipliğini idame ettirmiş olan bir işletme anlaşılmalıdır (Meşe, 2005: 4).

Aile işletmelerine ait tanımların ortak noktalarına bakıldığında aile, mülkiyet, yönetim, işletme ve kültür kavramlarının öne çıkmaktadır (Fındıkcı, 2005). Aile işletmelerini diğer işletmelerden ayıran özelliğin, sahiplik ve kontrolün aile

üyelerinde olması ve böylece ailenin işletme faaliyetlerine karışması veya bu faaliyetleri etkilemesi potansiyeline sahip olmasıdır. Bununla birlikte bir başka ayırt edici özellik de, uzun bir tarih ve bilgi birikiminin var olması olarak sayılabilmektedir (Erdoğmuş, 2007: 69).

Dünyanın her yerinde, bir aile işletmesini diğer işletme türlerinden farklı kılan ve onları karakterize eden bazı özellikler vardır ve bir işletmeyi "aile işletmesi" kimliğine büründüren temel unsur bu özelliklerdir. Aile işletmesinin en ayırt edici yönlerinden biri, işletme yönetimi ile işletme stratejileri üzerinde aile kültürünün açıkça etkili olması ve aile ilişkilerinin, iş ilişkilerinin önüne geçebilmesidir. Bu nedenle, aile işletmeleri uzun vadeli plan ve kararlarında işletmenin geleceği ölçüsünde, ailenin geleceğini de dikkate alma eğilimi taşımaktadır (Yıldırım, 2007: 13).

Aile işletmelerinde hissedarların tamamı aynı aile üyelerinden oluşmak zorunda olmamaktadır. Diğer bir ifade ile bir aile işletmesi eğer halka açık bir işletme ise, aile üyeleri hâkim ortak olmakta ve geniş bir sermaye tabanına rağmen sermaye yoğunluğu yüksek olabilmektedir. Bu durumda, hâkim ortak olan aynı aileye mensup hissedarlar aile menfaatlerini gözeterek azınlık hissedarların menfaatlerini zedeleyebileceklerdir. Aile işletmelerinde kontrolün kaybedilmemesi ve aile içinde tutulması adına yöneticiler aynı aile üyelerinden meydana gelmektedir. Buna göre, yönetici olabilmek için eğitim, deneyim gibi objektif faktörler yerine hâkim ortak olan ailenin bir üyesi olmak gibi sübjektif faktörler etkili olmaktadır. Başka bir ifade ile aile işletmelerinde yönetim ve kontrolün işletme için bir yarar sağlamaması pahasına elden kaçırılmaması güdüsü hâkim olmaktadır (Sayman, 2012: 85).

1.4.2.2.Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

Kurumsal yatırımcı büyük bir yatırımcı işletme olup finansal bir kuruluştur. Bu finansal işletmeler bankalar, sigorta fonları, emeklilik fonları, yatırım fonları vb. fonlardan oluşmaktadır. Kurumsal yatırımcı bir profesyonel para yöneticisi olup müşterileri adına onların emeklilik ve hayat sigortası fonlarını diğer menkul kıymetlerde değerlendiren piyasa aktörleridir. Kurumsal yatırımcılar genellikle sermaye piyasalarında büyük çapta yatırım yapan kuruluşlardır. Bu kuruluşlar

yatırım amacıyla menkul kıymet alıp satmaktadır. İşletmeler için menkul kıymetlerinin bu yatırımcılar tarafından alınması çok cazip olmaktadır çünkü bunlar istikrarlı ve bilinçli yatırımcılardır. Diğer taraftan, kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları işletmelerin hisse senetleri piyasada yükselen bir grafik içinde olmaktadır (Sakınç, 2008: 28). Bu bağlamda değerlendirilen kurumsal yatırımcılar, risk, getiri, likidite, çeşitlendirme ve bilgiyi değerlendirme açısından farklılıklar göstermektedir. Kurumsal yatırımcılar riski üstlenerek, küçük yatırımcıların tek başlarına yapabileceklerinden daha iyi risk ve getiri dengesi sunmaktadırlar. Kurumsal yatırımcılar, ulusal finansal varlıkların yanında uluslararası piyasalarda çeşitlendirme yaparak riski azaltma olanağına sahiptir. Kurumsal yatırımcılar geniş ve likit sermaye piyasalarını kullandıklarından dolayı yüksek likidite sağlayabilmektedir. Kurumsal yatırımcıların bilgiyi alma ve işleme yeteneği bireysel yatırımcılardan daha yüksektir. Bununla birlikte bireysel yatırımcıların sıcak bakmayacağı yüksek risk ve yüksek getiriye sahip finansal varlıkları, kurumsal yatırımcıların uzun vadeli fon kaynaklarına sahip olması dolayısıyla bu tür finansal varlıkları portföylerinde tutabilmektedirler (Aras ve Müslümov, 2003).

Kurumsal yatırımlar yoluyla gerçekleşen yatırımlardan elde edilen kazançlardan dolayı küçük tasarruf sahiplerinin kazanç elde etmesi, gelirin yeniden dağıtılmasına katkıda bulunur. Sermaye piyasasında kurumsal düzeyde elde edilen getiriler, genellikle küçük tasarruf sahiplerinin bireysel gayretleriyle birikimlerine kazandırabileceklerinin oldukça üzerinde olmaktadır. Doğrudan veya dolaylı olarak kurumsal fon oluşumu piyasalarda kurumsal yatırımcıları gerekli kılmaktadır. Örneğin, bankalarda açılan hesapların bir havuzda toplanmış olması suretiyle sermaye birikimi kurumsal kimlik kazanmaktadır. Diğer taraftan, sigorta işletmelerinde biriken prim tutarları sigorta işletmelerini de kurumsal yatırımcı haline getirmektedir (Kocabıyık, 2006: 17).

Tasarrufların uzun vadeli olması ve kısa vadeli dalgalanmalardan etkilenmemesi için örgütlenmiş kuruluşlar tarafından kullanılmasında fayda vardır. Kurumsal yatırımcılar, finansal piyasalardaki manipülatif ve spekülatif hareketlerin engellenmesinde, piyasalarda istikrarının temin edilmesi ile daha fazla tasarruf eğiliminin oluşması ve fon akışının sağlanmasında önemli bir işlevi yerine

getirmektedirler. Bu bağlamda kurumsal yatırımcıların gerek ekonomik sistem içerisinde gerekse finansal piyasalardaki rolü oldukça önemlidir (Dalğar, 2006: 19).

Kurumsal yatırımcıların büyüklüğünün önemli finansal uygulamaları bulunmaktadır. Ölçek ekonomisi sayesinde kurumsal yatırımcıların yüksek hacimli işlem yapması işlem maliyetlerini azaltmaktadır. Kurumsal yatırımcıların büyüklüğü, büyük ölçekli bölünemez yatırımlara yatırım yapmasına imkân vermektedir. Büyüklükten dolayı, kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketler üzerindeki gelişmiş kontrol mekanizmasına sahip olması temsilcilik probleminin çözümünü kolaylaştırmaktadır (Doğanay, 2010: 22).

Ülkemizde kurumsal yatırımcı kavramı; Sermaye Piyasası Kanunu ile tanımlanmakta olup, kurumsal yatırımcılar; yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve sigorta işletmeleri olarak ifade edilmektedir. Gerek sermaye piyasaları gerekse mal piyasaları bakımında gelişmekte olan ülkeler arasında olan ülkemiz, kurumsal yatırımcı kavramını çoğunlukla bankacılık sektörü şemsiyesi altında uygulamaya geçirmektedir. Bunun yanı sıra BİST tarafından yayımlanan 307 sayılı genelge kapsamında, hisse senetleri piyasası bünyesindeki pazarların etkinliğinin ve verimliliğinin artırılması için; menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin, borsa yatırım fonları katılma belgelerinin, varantlar ve diğer yapılandırılmış ürünlerin ayrı bölümler halinde özel bir pazar bünyesinde, işlem görmelerini ve fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içerisinde oluşmasını elde etmek amacıyla kurumsal ürünler pazarı kurulmuştur (Sayman, 2012: 96).

1.4.2.3.Yabancı Sahipliği

Günümüzde işletmeler ayakta kalabilmek ve rekabet edebilmek için ulusal bazda pazarda lider olması yetmemekte ve çok boyutlu düşünmek zorundadırlar. İşletmeler, doğru kararlar verebilmek ve dış pazarlara daha risksiz açılabilme için ilgili pazarı çok iyi tanıyan işletmeler ile iş birliği yapmaktadırlar. Söz konusu iş birlikleri ile şirketler birleşebilmektedir. Türkiye’de ise son yıllarda BİST şirketlerinin hisseleri yabancı yatırımcılar tarafından satın alınmakta ve uluslararası

pazarlarda işbirliği yapmaktadırlar. Söz konusu birleşmeler veya satın almalar neticesinde yabancı yatırımcı sahipliği ülkemizde artmaya başlamıştır.

Türkiye’de faaliyet gösteren birçok işletme ya doğrudan yabancılar tarafından kurulmuş veya daha sonrasında ise yabancı yatırımcılar tarafından ele geçirilmiştir. Özellikle yakın geçmişte ülkemizde yabancılar tarafından sahip olunan işletme oranı her geçen gün artmaktadır. Bankacılık sektörü düzenleyici kurumunun onayları çerçevesinde özel bankalar ve özelleştirme çabalarının sonuç vermesi neticesinde pek çok kamu kuruluşu yabancı hisse senedi sahipleri ile tanışmaktadırlar. İşletmeler özellikle kurumsal yabancı hissedarlar tarafından idare edilmeye başladıklarında bu durum işletmeye; yeni bilgiler ve teknolojiler ile birlikte büyük miktarda sermaye transferi de sağlamaktadır (Sayman, 2012: 115). Bununla birlikte ülkemizde firmalar, genellikle aile şirketi biçiminde 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 (Güvençer, 2008: 2).

Kurumsal yönetim uygulamalarının faydalarından birisi yabancıların güveni tesis edilerek, uzun vadeli sermaye girişini hızlandırmasıdır. Başka bir ifade ile iyi bir kurumsal işletme yönetimi, yatırımcının güvenini sağlamak bakımından gerekli olduğu kadar, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, direkt yabancı yatırımları çekebilmek bakımından da önemli bir araç niteliğindedir. Aktif yatırımcıların gözünde işletmenin çekiciliği, eğer işletme kendilerinin kurumsal yönetim ilkelerine uyuyorsa artacaktır. Büyük aktif kurumsal yatırımcılar mutlak değer olarak ve oransal olarak yabancı yatırımlarını artırmaktadırlar (Kargın, 2006).

1.4.2.4.Yönetici Sahipliği

Bir işletmede yönetici sahipliğinin olduğunu söyleyebilmek için yönetim kademesinin işletme hisselerine sahip olması gerekmektedir. Ancak, yönetici sahipliği için yöneticilerin hâkim ortak olma şartı yoktur. Yönetici sahipliğinin etkin olduğu sermaye sahipliği türü ise dağınık sermaye sahipliğidir. Bunun en önemli nedeni ise dağınık sermaye sahipliğinde hâkim ortak olmayışıdır. Dolayısıyla, dağınık sermaye sahipliğinde yönetici çok az bir hisse oranı ile tüm kontrolü elinde

tutan kişi olmaktadır. Bunu, hâkim hissedar grubunun olmayışı ile elde etmektedir (Sakınç, 2008: 49).

İşletme hisselerinden pay sahibi olan kişilerin özellikle temsil maliyetlerini azaltmak amacıyla işletmeye yönetici olarak çalışmaları yönetici sahipliği olarak tanımlanmaktadır. Bunun ilave olarak yöneticilerin motivasyonunu artırmak amacıyla işletmeye ortak alınması da söz konusu olabilmektedir. Dağınık sermaye yapısı yönetici sahipliği için uygun bir yapıdır bu sayede yönetici baskın olan bir grubun olmamasını değerlendirir ve işletmeye hem yönetici hem ortak olabilir. Yönetici sahipliğinin ortaya çıkmasının sebebi işletme sahibinin yöneticiyi ortak ederek yöneticinin kendi kişisel menfaatlerini işletme menfaatlerinin üzerinde tutmasına engel olmak istemesidir. Hissedar menfaatleri ve yönetici menfaatleri bu sayede uyumlaşacaktır. Ancak bu hissedarlık oranının çok iyi kararlaştırılması gerekmektedir. Yönetici bir anda baskın hale gelip diğer ortakların mağduriyetlerine sebep olabilmektedir (Demsetz ve Lehn 1985; akt. Karayormuk, 2010: 56). Buna ilave olarak işletmenin yöneticisi, hissenin tamamına sahip ise, yöneticiler ile hissedarlar arasında yaşanan türden temsil sorunu yok demektir. Yöneticinin işletmede sahip olduğu pay arttıka, kötü yönetilmesi sonucu işletmenin uğrayacağı kayıptan yöneticinin payına düşen kısım da artacaktır. Dolayısıyla yöneticilerin aynı zamanda hissedar halinde hissedarların bakış açıları ile yöneticilerin bakış açıları arasındaki fark azalacaktır (Doğan, 2007: 32-33). Bununla birlikte yönetici sahipliğinde, yöneticilerin işletmenin hisse senetlerinin çoğunluğunu ellerinde bulundurması şart değildir. Ayrıca yönetici sahipliği işletmelerin yönetimlerinde bulunan profesyonel yöneticilerin aynı zamanda işletmenin hisse senetlerine de sahip olması ile mümkündür (Sayman, 2012: 99).

Yöneticinin işletmede sermaye payının olması durumunda teoride daha çok vekâlet teorisi ile açıklanmaktadır. Vekâlet teorisinin özünde hissedarların amaçlarının çatışmandan kaynaklanan maliyetlerin en aza indirilmesinin olduğu görölmektedir. Bu konuda yapılan araştırmalarda net olarak yöneticilerin sermaye sahipliği ile firma değeri arasındaki ilişki tahmin edilememiştir. Çıkarların yaklaşımı hipotezine göre yöneticilerin sermaye payının artması hissedarlarla ortak çıkarlarda buluşmasını sağlamakta ve aralarında pozitif bir ilişki oluşmaktadır. Yerleşiklik hipotezi ise yöneticilerin sermaye paylarının artması ile kendilerini yerleşik sayarak

gereksiz harcamalar yapması sebebiyle firma deęerinin dūŖeceęini ve aralarında negatif bir iliŖki olduęunu savunmaktadırlar. Bir baŖka gōrūŖe gōre, yōneticiler tarafından elde edilen sermaye oranının artması, yōneticilerin hissedar deęerinin maksimum yapılması amacından saparak kendi çıkarlarına yōnelmeleri ile firma deęerini etkileyebilecektir (Tanrıōven, Kūūkkaplan ve BaŖı, 2006: 90).

1.4.2.5.alıŖan Sahipliği

alıŖan sahipliği, temel olarak kiŖilerin (iŖi, memur, alıŖan) istihdam edildikleri iŖletmenin hisse senetlerine sahip olmasını anlamına gelmektedir. Bu durum, hisse senedi sahipleri ile iŖletme alıŖanları arasında bir temsilcilik sorununu engellemek amacıyla yapılmaktadır. Bununla birlikte, alıŖanları motive etmek ve teŖvik sağlamak için iŖletmenin hisse senedi sahipleri, kendi servetlerini maksimum yapacak Ŗekilde iŖletmenin her tūrlū faaliyetinde en yūksək çabanın sağlanması adına alıŖanları iŖletmeye ortak olarak kabul etmektedirler. alıŖanları hissedar yapma planı olarak adlandırılan yōntem alıŖan sahipliği kavramı içinde yer almaktadır. alıŖanları hissedar yapma planı ۆzetle, iŖletme alıŖanlarına iŖletmenin sahipliğinin bir kısmının verilmesi ve alıŖanların da iŖletmenin kārlılıęı, değer artıŖı ve performansından dolayı olarak değil doğrudan etkilenmesinin sağlanması olanağı olarak ifade edilmektedir (Sayman, 2012: 51).

alıŖanları hissedar yapma planını, ABD gibi geliŖmiŖ bağı Ŗlkelerde hem kapanma tehlikesi ile karŖı karŖıya kalan iŖletmeler hem de finansal kaynak ve vergi muafiyetinden yararlanmak isteyen iŖletmeler tercih etmektedir. Fakat geliŖmekte olan Ŗlkeler ve geiŖ ekonomilerinde ۆzelleŖtirmenin sosyal etkilerini ve ۆzelleŖtirme karŖıtı muhalefeti azaltıcı etkiye sahip bir araç olmasından dolayı, kamu kurumlarının ۆzelleŖtirilmesinde baŖvurulmaktadır (Sakınç, 2008: 51-52). Tūrkiye’de ise ilk kez Karabūk Demir elik Fabrikaları firmasının hisse senetlerinin ۆnemli bir kısmı alıŖanlara satılmak suretiyle ۆzelleŖtirilmiŖ ve alıŖan sahipliği kavramının ilk ۆrneęi olmuŖtur.

Genel kabul gōrmūŖ gōrūŖe gōre, alıŖanların sahiplięi iŖletme açısından negatif bir faktōr olarak deęerlendirilmektedir. Bunun yanında alıŖan sahiplięinin belli avantajları bulunmaktadır. Birincisi, alıŖanların yōneticileri gōzetmesi açısından çok avantajlı konumu vardır. alıŖanların elde ettikleri gelirin būyūk bir

bölümü işletmenin faaliyetleri ile ilgilidir. Ayrıca, çalışanlar işletmenin faaliyetine ilişkin çok iyi bilgiye sahiptirler. Dolayısıyla çalışanların birleşip karar vermesi oldukça kolaydır. Diğer taraftan çalışanların ortaklaşa hareket etmesi ve yöneticileri gözetmesi çalışanların farklı amaçlara sahip olması açısından, farklı yaş grubuna dâhil olmasından, farklı bölümlerde çalışmasından ve işletme açısından farklı değer taşıdıklarından dolayı zorlaşmaktadır (Berezneak, 2007: 108).

1.4.2.6.Kamu Sahipliği

Kamu otoriteleri; ekonomik, ideolojik ve sosyal sebeplerle mal ve hizmet piyasalarına girebilmektedir. Tüm dünyada kamunun piyasalara müdahale etmesinin ve işletmeler kurarak ekonomik faaliyetlerde bulunmasının altında değişik sebepler bulunmaktadır. Ülkelerin yürürlükteki ekonomik sistemlerine, ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeylerine ve ülkenin ulaşmak istedikleri hedeflere göre kamunun ekonomik yaşama olan müdahaleleri değişik olmaktadır (Sayman, 2012). Kamu sahipliği (public ownership, government ownership, state ownership) özellikle gelişmekte olan ekonomilerin baskın örgüt formu olan işletme gruplarının gelişmesinde önemli rol oynamıştır. Girişimci alt yapısının beraberinde getirdiği problemleri önlemek amacıyla kamu sahipliğinde işletmeler kurulmuş ve bu işletmeler girişimcilerin boylarını aşan yatırımları örneğin yol, liman, iletişim vb. gerçekleştirmişler ve bu grupların büyümesinin nedenlerinden sayılmışlardır. Kamu sahipliği ihtiraslı devlet yöneticileri ve hırslı girişimciler tarafından iyi niyetli kullanılmadığı için eleştirilmiş ve özelleştirme uygulamaları ile bunun önüne geçilmeye çalışılmaktadır (Karayormuk, 2010: 55).

Kamu sahipliği devletin herhangi bir işletme, endüstri veya işletme varlıkları üzerinde sermayesi oranında söz sahibi olmasıdır. Kamunun sahip olduğu bir işletme genellikle, kâr amacı olmayan bir görüntü vermektedir. Dahası, kâr sağlamasından ziyade sosyal sorumluluğunu yerine getirmesi beklenmektedir. Fakat devlet de kârlı işletmelere sahip olarak genel bütçeye destek olabilmektedir (Sakınç, 2008: 35).

Türkiye’de kamu sahipliğinin olduğu işletmelere Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) adı verilmektedir. Kamu teşebbüsü; sermayesinin tamamına veya yarısından fazlasına sahip olarak veya diğer yollarla, devletin ve/veya diğer kamu tüzel kişilerinin yönetimine, yönetim organları vasıtasıyla hâkim olduğu teşebbüs şeklinde

tanımlanabilir. Başka bir ifade ile KİT kavramı, gerek konuyla ilgilenen kişi ve kuruluşlar tarafından, gerekse mevzuatta farklı anlamlarda kullanılmakta olup bir tanıma göre KİT'ler; ekonomik faaliyette bulunmak için devlet ya da başka bir kamu kuruluşu tarafından yalnız veya ortaklık yolu ile oluşturulan, sermayesinin tamamı veya büyük bir bölümü devlet veya diğer kamu kuruluşlarına ait olan, doğrudan doğruya veya dolaylı bir biçimde kamu tarafından denetlenen ve ürettikleri mal ve hizmetlerden yararlanabilmek için karşılıklı ödenmesi gereken iktisadi işletmelerdir (Özkan, 2006).

Günümüzde hâkim ekonomik görüşü liberal düşüncedir. Liberal düşünce, ekonomik sistem olarak piyasa ekonomisini savunmaktadır. Piyasa ekonomisi veya kapitalizm, rekabete dayalı, kârı esas alan, özel mülkiyet, miras, sözleşme yapma, teşebbüs ve tercih özgürlüğünün güvence altına alındığı ve devletin fiyat mekanizmasının işleyişine minimum seviyede müdahale ettiği bir ekonomik sistem modelidir. Dolayısıyla liberal düşüncenin benimsendiği sınırlı devlet anlayışı, özelleştirmenin temel mantığını oluşturmaktadır (Tandircioğlu, 2002). Bu düşünceye paralel bir şekilde son yıllarda dünyada yoğun bir biçimde özelleştirme çabaları başlamıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler özelleştirme hususunda Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankasından yardım alma yolunu tercih etmektedir. Böylelikle kamu sahipliğinin yerini verimlilik ve etkinlik önemli olduğu diğer sahiplik türlerinin alması için araştırmalar yapılmaktadır (Perotti, 2004).

1.4.2.7. Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği

Geniş tabanlı sermaye sahipliği (widely held, dispersed ownership) işletme kontrolünün tek bir hissedarda toplanmadığı ve birden çok hissedar grubuyla paylaşıldığı durumu ifade etmektedir. Bu sermaye sahipliğinde işletme ortakları arasında kurumsal yatırımcı, bir aile grubu veya kamu otoritesi gibi hâkim ortakları bulunmamakta ve işletmenin çok fazla sayıda ortağı bulunarak, sermaye tabana yayılmaktadır. La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer (1999) göre geniş tabanlı sermaye sahipliğinde hiçbir hissedar % 10'dan fazla oy hakkına sahip değildir.

Geniş tabanlı sermaye sahipliği işletme hissedarları arasında herhangi bir grubun baskın olmadığı bir yapıdır. Bu yapıda işletme genel kurulları belirleyicidir ve genel kuruldan yetki alan kişi veya kişiler işletmenin en yetkili kişileri

olmaktadırlar. Teorik olarak genel kurulun seçtiği yönetici tüm ortaklara aynı mesafede olmak zorundadır. Bu tür yapılar özellikle hissedar haklarının yoğun yasal koruma altında olduğu ülkelerde yaşayabilmektedir (Karayormuk, 2010: 55).

Geniş tabanlı sermaye sahipliğinin bazı avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Avantajları; gelir dağılımında adaletli davranışlar göstermesidir. Sermaye tabana yayılmasından dolayı sınırlı ortağı olan işletmelere göre yatırımcı daha fazla getiri elde etmektedir. Toplum piramidinde azınlıkta olup en üst sırada olan zengin kesimin gücünü zayıflatarak orta sınıfın gücünü artırmaktadır. Dezavantajları ise işlem maliyeti olarak ifade edilen yöneticiyi takip (gözlem) maliyetidir. Bu maliyeti yöneticiyi işe alma ve işten çıkarma maliyeti takip etmektedir. Bu işlem maliyetlerinin yanında yöneticilerin işletmenin mal varlığını kendi üzerlerine geçirmeleri de diğer bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Hissedarın elinden alınarak yöneticiye devredilen kontrol yetkisi yöneticiden hesap sorulması olanağını azaltmaktadır (Sakınç, 2008: 46). Bununla birlikte, finansal piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde, işletme hissedarları zaman tasarrufu ve faaliyet çeşitliliğini sağlamak için tüm kontrolün yöneticilerin elinde olduğu söz konusu yapıdan vazgeçemeyecektir. Başka bir ifade ile küçük yatırımcılar bakımından çeşitli avantajların sağlandığı geniş tabanlı sermaye sahipliği, yatırımcılar bakımından hala önemli bir sermaye birliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Genel ekonomi bakımından geniş tabanlı sermaye sahipliğinin sağladığı en önemli avantaj, söz konusu sermaye sahipliği türü sayesinde sermayenin rahatlıkla tabana yayılmasının sağlanması ve böylece toplumun refahının artırması olarak ifade edilebilmektedir. Yatırımcı bakımından başka bir avantaj ise tabana yayılan sermaye sayesinde sermayesi geniş tabanlı olan işletmelerin diğer işletmelere göre dağıtılacak temettü tutarını arttırmasıdır (Sayman, 2012: 111).

1.5.KURUMSAL YÖNETİMDE KULLANILAN FİNANSAL PERFORMANS GÖSTERGELERİ

İşletmelerde, gerek uygulamadaki kolaylıklar bakımından gerekse de alışkanlıklar sebebiyle finansal sonuçlar, finansal olmayan sonuçlara göre daha kolay ve yaygın olarak değerlendirilmektedir. Başka bir ifade ile işletmeler için en çok kullanılan performans göstergesi finansal göstergelerdir. Ayrıca, söz konusu finansal

göstergeler değerlendirilirken işletmenin büyüklüğü, amacı, sahiplik yapısı, sermaye yapısı ve yönetim özellikleri gibi hususların da birlikte irdelenmesi gerekmektedir (Sayman, 2012: 126).

Firma performansının ölçülmesinde kullanılan finansal kriterler çok uzun süredir kullanılan, firmaların faaliyet sonuçlarını değerlendirirken en çok göz önünde tutulan genellikle firmaların mali tablolarından temin edilen verilerle hesaplanan, kesin, objektif ve çoğunlukla parasal göstergelerdir. Genellikle yasal olarak sunulması zorunlu mali raporlardan, muhasebe kayıtlarından sağlanan verilerden elde edilen bu göstergelerin kullanımlarını özendirici yasalar dışında da birçok sebebi vardır. İşletmenin ilişki içerisinde olduğu çıkar gruplarının beklentileri ve işletmeden talepleri bu sebeplerin başında gelir. Ayrıca işletme faaliyetlerinin sonucundan türetilen finansal performans göstergeleri işletme planlaması, bütçelemesi ve kontrol faaliyetlerinin de temel veri kaynağını teşkil etmektedir (Çetenak, 2012: 10).

Finansal performans ölçümünde işletmenin finansal verilerine (bilanço, kâr zarar tabloları) farklı açılardan yaklaşılarak değişik sorulara cevaplar aranmaktadır.. İşletmenin finansal performansını gösteren kârlılık, iş (satış) hacmi, kaynakların verimli kullanılma becerisi, borçluluk oranı, borç ödeyebilme yeteneği, firmanın piyasadaki durumu gibi göstergeler farklı oranlar yardımıyla incelenir. Bu tarz oranların kullanımı ile yapılan karşılaştırmalar özellikle aynı sektörde faaliyet gösteren firmalar açısından daha anlamlı sonuç vermektedir. İş yapılış tarzı, iç dinamikler ve kârlılık yapıları sektörden sektöre farklılık gösterebilmektedir. Sektörler arası karşılaştırmalarda genel ve geniş kullanımı olan ölçütlerin tercih edilmesi, sektörlerle özel performans ölçütlerine yer verilmemesi, yanlış yorumlara yol açmamak için tercih edilmelidir (Aydın, 2009: 77).

Bir işletmenin performansı değerlendirilirken ilk dikkat edilen nokta işletmenin finansal tabloları yardımıyla ortaya çıkan finansal sonuçlarıdır. Performans değerlendirmesi aslında daha teknik bir ifadeyle işletmenin kullanılan kaynakları, üretilen mal ve hizmetleri elde ettiği çıktıları takip etmesi, düzenli ve sistematik şekilde veri toplaması, bunları analiz etmesi ve raporlaması sürecidir. Performansın ölçülmesi ve değerlendirilmesi zor ve karmaşık süreçtir. Bu sebeple

etkin bir performans ölçüm sisteminin tasarlanmasından gerekmektedir. Bu sistem faaliyetlerin ve amaçların doğru olarak tespit edilmesi, uygun performans ölçü setinin belirlenmesi, verilerin toplanması, analiz edilmesi, raporlanması ve izlenmesi süreçlerinden oluşmaktadır (Aksoy, 2011: 22-23).

İşletme performansının değerlendirilmesi ve bu değerlendirmede kullanılacak göstergeler, finans literatürünün yoğun olarak tartışılan, zaman içinde değişimler gösteren, dinamik konularından birini oluşturmaktadır. İşletmelerin içinde faaliyet gösterdiği ekonomik koşulların farklılaşması, işletme organizasyonundaki değişim, daha önce kullanılan göstergelerin ortaya çıkardığı sakıncaları giderme isteği ve hissedarlarla yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarını giderecek yöntemler geliştirme arayışı, işletme performansının değerlendirilmesinde amaçların ve yöntemlerin değişimini zorunlu hâle getirmiştir (Bayraktaroğlu, 2009: 43).

Literatürde kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans arasındaki ilişkinin ölçümü için kullanılan finansal göstergelerin genellikle benzerlik gösterdiği görülmektedir. Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performansına etkisini ölçen çalışmalarda üç farklı performans göstergesi kullanılmıştır. Bunlardan birincisi muhasebe esaslı finansal performans göstergeleri olan Varlık Karlılığı (ROA) ve Özsermaye karlılığı (ROE)'dir. İkincisi piyasa esaslı göstergelerden biri olan Tobin's q performans ölçütüdür. Son performans göstergesi ise son yıllarda yapılmış olan akademik çalışmalarda kullanılan Z Altman Skoru'dur. Söz konusu performans göstergeleri bu araştırmanın bağımlı değişkenleri olması bakımından bu bölümde sadece bu performans göstergeleri açıklanmıştır.

1.5.1. Varlık (Aktif) Kârlılığı

Varlık kârlılığı (ROA) oranı, işletmelerin ulaşılmış oldukları büyüklük ile sağladıkları verimin ölçülmesinde kullanılmaktadır (Bayraktaroğlu, 2009: 26). Varlık Karlılığı oranı dönem net kârının toplam varlıklara oranlanmasıyla elde edilmektedir. Bu oran firmaların karlılığını ve yönetimin yeteneğini göstermektedir. Başka bir ifade ile 1 TL'lik varlık başına düşen kar miktarını ve işletmenin varlıklarını etkin kullanıp kullanmadığı da ifade etmektedir. Bir firmanın finansman şekline veya sermaye yapısındaki değişikliklere göre ROA yüksek veya düşük olabilir. Büyük ölçüde yabancı kaynak kullanan, dolayısıyla ağır bir borç yükü altında bulunan

firmaların ROA'sı varlıklarının önemli bir bölümünü öz kaynakları ile finanse eden firmalara kıyasla daha düşük olması normaldir. Dolayısıyla firmanın finansman şekline göre farklı sonuçlar veren, pay ve paydası arasında tutarlılık bulunmayan bu oranı, bir firmanın kârlılık durumunun değerlendirilmesinde bir ölçü olarak kullanırken, dikkatli olmak gerekir (Akgüç, 1998: 70).

Varlık karlılığının büyük olması beklenir. Söz konusu oranın büyük olması, firmanın tüm paydaşları bakımından son derece önemlidir. Çünkü bu oranın büyük olması, firmanın, varlıklarını iyi bir şekilde yöneterek yüksek katma değer yarattığının göstergesidir. Oranın büyük olması kadar önemli diğer bir husus söz konusu oranın sermaye maliyetinin üzerinde bir tutar olması gerektiğidir. İşletme faaliyetleri, uygulamada birden çok kaynaktan finanse edilir sermaye maliyeti çeşitli kaynaklardan temin edilen bu fonların ağırlıklı ortalama maliyetini göstermektedir. Firmaların varlık karlılığının bu ortalama fon maliyetinden yüksek olması hedeflenir (Çetenak, 2012: 15).

Rakshit (2006) göre; ROA tüm finansal performans göstergeleri arasında en iyisidir ve işletmedeki bütün faaliyetlerin sonucunda varacakları nokta varlık karlılığına katkı yapmaktadır. Bununla birlikte ROA ile sermayenin maliyeti arasında tek yıllık karşılaştırma firmanın finansal performansını doğru ve tam olarak yansıtmamaktadır. Çünkü ROA hissedar değeri ölçümünde temel alınan gelecekteki kazançları dikkate almamaktadır (Escalona, 2002).

Kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkiyi inceleyen Molyneux ve Thornton (1992), Kasharma ve Kashish (1998), Demirgüç-Kunt ve Huizinga (1999), Bashir ve Hassan (2003), Abreu ve Mendes (2002), Kaya (2002), Kosmidou, Tanna ve Pasiouras (2005), Tunay ve Silpagar (2006), Vong ve Chan (2006), Abbasoğlu vd. (2007), Hrechaniuk, Lutz ve Talavera (2007), Ben Naceur ve Goaiied (2008), Al-Shami, (2008), Kosmidou (2008), Akintoye ve Adidu (2008), Kosmidou (2008), Davydenko (2010), Ponce (2011), Najjar ve Petrov (2011), Muhammad, Khizerand ve Shama (2011), Doan ve Nguyen (2011), Doğru (2011), Javaid vd. (2011), Almajali, Alamro ve Al-Soub (2012), Alp vd. (2012) gibi yazarlar performans ölçümünde varlık karlılığını kullanmışlardır.

1.5.2. Özsermaye Kârlılığı

İşletme yönetiminin başarı derecesini ölçmek açısından kârlılık durumunun analiz edilmesi oldukça önemlidir. Bu başarı kavramının ölçütü ise hissedar değerindeki artış olacaktır. Bu performans ölçütünün, ödenmiş sermayenin dikkate alındığı hisse başına kâr rakamından önemli farkı ise, ortakların işletmeye sağladıkları tüm fonları (özsermaye) dikkate almasıdır. Yönetimin başarısını ölçmek için kullanılan bu oranı işletmeye ortak olan yatırımcılar, katılımlarının getirisini görmek için de kullanırlar. Bundan dolayı, “mali rantiabilite oranı” olarak da ifade edilen bu oranın yeterli olup olmadığının saptanması için öz kaynakların alternatif kullanım olanaklarının da bilinmesi gerekmektedir (Gökbulut, 2009: 57).

Özsermaye, işletmelerin başlıca kaynaklarından biri olup, işletme ortaklarının işletmelerden hak ettikleri kısmı oluşturmaktadır. Özsermaye karlılığı (ROE) ise, ortakların işletmeye kaynak olarak bırakmış oldukları fonların bir birimine düşen karlılığı ölçen bir oran olmasının yanı sıra, aynı zamanda işletmenin finansal performansının da bir göstergesidir. Başka bir ifade ile ROE dönem net kârının özsermaye toplamına oranlanmasıyla elde edilmektedir. Bu oran ortaklarca firmaya yapılan yatırımın etkin kullanılıp kullanılmadığını gösterir. Ayrıca ROE işletmenin ve yönetimin başarısını göstermektedir. Bu oranının ROA’dan farkı, finansal kaldıraç seviyesinin etkisidir. Finansal kaldıraç iyi kullanılmışsa ROE oranı yüksek olacaktır (Okka, 2009: 112). Bununla birlikte ROE 1 TL’lik özsermaye başına düşen kar miktarını ve işletmenin özsermayesini etkin kullanıp kullanmadığı da göstermektedir. Oranın düşük veya negatif olması işletmenin başarısızlığı şeklinde yorumlanabilir.

ROE sermayenin fırsat maliyeti, risksiz faiz oranları ve yatırımın alternatif kullanım olanakları ile karşılaştırılmalıdır. Katılımları sonucu söz konusu alternatiflerden daha yüksek bir getiri beklentisi içerisinde olan yatırımcılar bu gösterge ile yönetsel başarıyı da test etmektedirler (Güngör, 2014: 131).

Firmaların özsermaye karlılık oranları hesaplanırken dikkate alınması gereken önemli noktalardan birisi, hesaplanan özsermaye rakamlarının işletmenin gerçek özsermayesini gösterip göstermediğidir. Bir işletmenin özsermayesi varlık toplamı ile borçları arasındaki olumlu farktır. Varlıkların değerlendirilmesinde hatalar yapıldığı veya net varlık toplamı yanlış hesaplandığı durumda, bir

işletmenin özsermayesi olduğundan çok fazla veya noksan gösterilebilir. İşletme bilançosundan elde edilen özsermaye rakamları bazı durumlarda işletmenin gerçek sermayesini yansıtmaması, önceki dönemlerde oluşan büyük zararlar yada çeşitli nedenlerle yüksek karşılıklar ayrılması nedeniyle özsermaye değerleri çok düşük hatta negatif olabilmektedir. Bu tür durumlarda söz konusu firmaların sermayeleri hakkında, piyasa değerleri daha aydınlatıcı olabilmektedir (Akgüç, 2002: 64).

Ortaklar tarafından firmanın kullanımına sunulan fonların getirisini ölçen özsermaye karlılığını değerlendirirken alternatif yatırım araçlarının getirileri dikkate alınmalıdır. Her ne kadar bu oran tek başına kullanıldığında bazı anahtar performans ölçütlerini ve riski dikkate almasa da Du Pont analizi aracılığıyla hesaplanması halinde özsermaye karlılık oranları söz konusu sakıncaların bir bölümünü ortadan kaldırılmasına yardımcı olmaktadır (Çetenak, 2012: 13-14).

Du Pont sistemi aktif devir hızı ile satışlar üzerinden net kar marjını bir araya getirmekte ve bu oranlar arasındaki karşılıklı etkinin, bir işletmenin karlılığını nasıl etkilediğini göstermektedir. Söz konusu etkiler aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Aydın, Başar ve Çoşkun, 2010: 129).

ROE = Dönem Net Kar/Toplam Özsermaye

ROE= (Dönem Net Karı/Net Satışlar) * (Net Satışlar/Toplam Varlıklar) * (Toplam Varlıklar/Toplam Özsermaye)

Sonuç olarak ROE, net kar marjınının, aktif devir hızının ve özsermaye çarpanının ortak sonucudur. ROE bu biçimde analiz edildiğinde, bu oran çok önemli bir finansal performans ölçütü halini almaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkiyi inceleyen Bourke (1989), Pitelis (1991), Sougiannis (1994), Graham ve Frankenberger (2000), Notta ve Oustapassidis (2001), Hanel ve Pierre (2002), Alrashdan (2002), Barth vd. (2003), Abor (2005), Athanasoglou, Delis ve Staikouras (2006), Baum (2006), Abor (2007), Naceur ve Kandil (2009), Ramrall (2009), Salteh vd. (2009), Shen vd. (2009), Hoffmann (2011), Gupta, Srivastava ve Sharma (2012), Iqbal (2012), Casmir ve Anthony (2012), Soumadi ve Hayajneh (2012), Arif ve Anees (2012), Ahmad, Abdullah ve Roslan (2012), Berríos (2013)

gibi yazarlar muhasebe esaslı performans göstergesi olarak özsermaye karlılığını kullanmışlardır.

1.5.3. Tobin's q Oranı

Birçok çalışmada firma performansının ölçütü olarak genel kabul görmüş olan Tobin's q oranı, ilk kez 1969 yılında James Tobin tarafından hesaplanmıştır. Bu oran farklı şekillerde de hesaplanabilmektedir. Oran, firma üzerindeki finansal hakların pazar değerini, firma varlıklarının cari yerine koyma maliyetine bölerek elde edilmektedir (Canbaş, 2004). Bu oran piyasa esaslı bir performans göstergesidir. Chung ve Pruitt (1994) Tobin's q hesaplama yöntemini "Yaklaşık q Değeri" şeklinde basit olarak aşağıdaki gibi hesaplamaktadırlar:

$$\text{Yaklaşık } q = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT}) / \text{TA}$$

MVE: Hisse senedi piyasa fiyatı ile hisse senedi adedinin çarpımıyla bulunmaktadır.

PS: Tercihli hisse senedinin fiyatı ile hisse sayısının çarpımı sonucunda elde edilir.

DEBT: Firmanın toplam borçlarını/yükümlülüklerini,

TA: Firma toplam varlıklarını/aktiflerini göstermektedir.

Yukarıda gösterilen hesaplama yönteminden farklı olarak birçok çalışmada Tobin's q oranı firmanın piyasa değerinin defter değerine oranlanması ile de hesaplanmıştır. Bu oran yatırımcıların şirketi nasıl değerlendirdiğine dair bulgu verir. Yatırımcılar tarafından beğenilen şirketler düşük risk ve yüksek büyüme oranına sahiptir (Brigham ve Houston, 2011: 112). Bu oranın payında yer alan piyasa değeri bir hisse senedinin piyasa koşulları altında arz ve talebe göre belirlenmiş değeridir. Defter değeri ise firmanın varlıkları ile borçları arasındaki farkın, mevcut hisse sayısına bölünmesiyle bulunur. Oran, şirketin piyasa değerinin özsermayesinin kaç katı olduğunu gösterir (İlarslan, 2011: 161). Bu oran menkul koymet yatırımcıların, hisseyle ilgili davranışlarını yakından ilgilendirmektedir (Demir, 2001: 118). Oranın "1" değerinin altına düşmesi halinde, ucuzladığı ve iyi bir yatırım alternatifi olduğu varsayılır. Oran, yatırımcıların her bir birimlik işletme değeri için ne kadar bedel ödemeyi göze aldıklarını ifade eder. Ölçütün önemli avantajları olarak; hesaplamalarda gerekli verilerin kolay elde edilebilmesi, hesaplama kolaylığına sahip olması ve karşılaştırılmasının kolay olması söylenebilir.

Kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkiyi inceleyen Ben-Zion (1978), Hirschey (1982), Hirschey ve Weygandt (1985), Cockburn ve Griliches (1988), Morck ve Yeung (1991), Erickson ve Jacobso (1992), Hall (1993), Chauvin ve Hirschey (1993), Chauvin ve Hirschey (1994), Cheng ve Chen (1997), Chauvin ve Hirschey (1997), Lev ve Zarowin (1998), Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999), Tsai (2001), Al-Horani vd. (2003), Gugler, Mueller ve Yurtoğlu (2003), Core (2003), Han ve Manry (2004), Shah ve Stark (2005), Qureshi (2007), Eklund (2007), Bjuggren ve Wiberg (2007), Lixin ve Lin (2008), Anindita, Prashant ve Anantha (2008), Salteh vd. (2009), Gupta, Srivastava ve Sharma (2012), Sadeghian vd. (2012), Soumadi ve Hayajneh (2012), Badar ve Saeed (2013), Hamilton, Richards ve Stiegert (2013) gibi yazarlar da piyasa esaslı performans göstergesi olarak Tobin's q oranını kullanmışlardır.

1.5.4. Z Altman Skoru

Z Altman skoru firmaların iflas riskini veya finansal başarısızlık (financial distress) riskini ölçmeye yaramaktadır. Finansal başarısızlık, bir firmanın finansal performansının zayıfladığını veya bozulduğunu gösteren bir ifadedir. Firmalar finansal başarısızlık ile karşı karşıya kaldıklarında bu durum hemen iflas ile sonuçlanmamaktadır. Dolayısıyla firmaların iflas sürecine girmeden çeşitli aşamalardan geçmesi beklenir. Bunlar; finansal sıkıntıya girmek veya problemle karşılaşmak, başarısızlık kısa vadeli yabancı kaynakları ödeyememe iflas olarak sıralanabilmektedir (Sayman, 2012: 144). Ana amacı firma değerini maksimum yapmak ve ömürlerini sürekli kılmak olan firmalarda meydana gelen bunun gibi başarısızlıklar ve iflaslar arzu edilmeyen durumlardır. Ancak, firmaların önemli bir kısmı kurulduktan sonra ilk bir iki yıl içerisinde başarısızlığa uğramaktadırlar. Bu süreçte başarıyı yakalayan işletmeler ise büyür ve gelişirler. Ancak bu büyüme ve gelişme onların başarısızlığa düşmeyeceği anlamına gelmez (Açıkğöz, 2012: 8).

Z Altman skorunun yükselmesi, azalması veya iflas riskinin artması, azalması durumunda firmalarda kurumsal yönetim uygulamalarının nasıl değiştiğini belirlemek son derece önemlidir Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal başarısızlık riski üzerindeki etkisini belirlemeyi amaçlayan araştırmalarda Z Altman skoru performans göstergesi (iflas riski) olarak kullanılmaktadır. Özellikle

son yıllarda kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalarda (Örn. Bonna, 2012) Z Altman skoru bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Altman (2000) yaptığı çalışmasında X_4 değişkeni güncelleyerek Z Altman Skoru (*ALTMAN*) formülünü şu şekilde hesaplanmıştır. Daha sonra yapılmış olan çalışmalarda örneğin White (2005), Lu ve Chang (2011), Bonna (2012) gibi yazarlar benzer şekilde Z skoru oluşturmuşlardır.

$Z \text{ Skoru} = X_1 = +0,717$ (*Çalışma Sermayesi / Toplam Varlıklar*)

$X_2 = + 0,847$ (*Geçmiş Yıl Karları / Varlıklar*)

$X_3 = + 3,107$ (*Faiz ve Vergi Öncesi Kazanç / Toplam Varlıklar*)

$X_4 = + 0,420$ (*Hisse Senetlerinin Defter Değeri / Borcun Defter Değeri*)

$X_5 = + 0,998$ (*Satış Gelirleri / Toplam Varlıklar*)

Z Altman skorundaki X_1 değişkeni, firmanın varlıklar içerisindeki en likit kısmını, X_2 değişkeni, firmanın kümülatif karını, X_3 değişkeni, firmanın varlıklarının etkinliği ve verimliliğini, X_4 değişkeni, firmaların finansal başarısızlık durumunda yabancı kaynaklarının kaç katı değere sahip olduğunu, X_5 değişkeni ise, firma yöneticilerinin faaliyet becerisine işaret etmektedir (Sayman, 2012: 148). Elde edilen Z skoru firmaların finansal başarısızlıkla karşılaşma potansiyelini göstermektedir. Altman (2000) çalışmasıyla katsayıları güncelleyerek, Z skoru 1,23'in altında olan firmalar finansal başarısızlık riski veya potansiyeli çok fazla olarak ifade etmiştir. 1,23-2,90 arasında Z skoru bulunan firmalar ise finansal başarısızlık ihtimali belirsiz olup, Altman bu firmalar için belirsizlik olduğu için "Gri Bölge" olarak ifade etmiştir. 2,90'dan daha yüksek olan firmaların ise finansal başarısızlıkla karşılaşma risklerinin zayıf olduğunu belirtmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI İLE FİNANSAL PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİYİ ÖLÇEN GEÇMİŞ ARAŞTIRMALAR

1. YÖNETİM KURULLARI İLE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİNİ ARAŞTIRAN ÇALIŞMALAR

YK, genel kurulda hissedarların vermiş oldukları yetki çerçevesinde, mevzuat, esas sözleşme, şirket içi düzenlemeler ve politikalar doğrultusunda yetki ve sorumluluklarını kullanır ve işletmeyi temsil eder. YK bir işletmenin stratejik karar alma, temsil ve en üst düzeyde yürütme organıdır. YK kararlarını alırken ve bunları uygularken, işletmenin piyasa değerinin en üst seviyeye çıkarılmasını amaçlamaktadır. YK bunun bilinci içerisinde işletme işlerini, hissedarların uzun vadeli ve istikrarlı bir kazanç sağlamasını elde edecek biçimde yürütür. Bunu yaparken, hissedarlar ile işletmenin büyüme gereği arasındaki hassas dengenin de bozulmamasına dikkat eder (SPK, 2014: 24).

Yönetim kurulları, temel kurumsal yönetim mekanizmaları arasında yer almaktadır. Değer yaratma amacıyla şirketi yönlendiren yönetim kurulu üyeleri ile iç ve dış aktörler arasında etkileşimi kurumsal yönetim olarak tanımlanmaktadır. Bu yüzden yönetim kurulunun etkinliği şirkete değer yaratma ile yakından ilişkilidir (Huse, 2004: 392). Bununla birlikte zayıf bir kurumsal yönetim etkisiz bir yönetim kurulunun bir ürünü olarak görülür. Çok sayıda kurumsal yönetim reform savunucuları yönetim kurulunun ve sahiplik yapısının kurumsal yönetim uygulamalarını ve finansal performansı artıracaklarını sıklıkla tartışmışlardır (Anne ve Williams, 2003: 466).

Kurumsal yönetim genel olarak işletmelerin performanslarını, etkinliklerini ve verimliliklerini en üst düzeye ulaşmasına yardımcı olması beklenen mekanizmalar bütünüdür. Bununla birlikte, işletmelerin faaliyetleri ile alakalı kararlarında göz önünde bulundurmaları gereken düzenlemeleri ve kuralları ayrıntılı bir şekilde açıklayan ve hissedarların hak ve sorumluluklarını ortaya koyan bir kontrol ve yönetim sistemi olarak da ifade edilmektedir (Akdoğan ve Boyacıoğlu, 2010: 12). YK ise verimliliğin en üst seviyede olmasını ve tüm paydaşlar arasında çıkar çatışmasından uzak, karar alma, yürütme ve temsil işlevlerini bağımsız olarak yerine getirmesini sağlayacak biçimde oluşturulur. YK üyelerinin kabiliyet, beceri ve deneyim seviyeleri ile bağımsızlık derecesi, yönetim kurulunun performans seviyesini ve başarısını etkilemekte ve işletmenin amaçlarına ulaşmadaki başarısını doğrudan belirlemektedir (SPK, 2014: 24).

Şirket yönetim kurullarının mercek altına alınması, kurumsal yönetimin finansal boyutunu ilk kez ortaya koyan Cadbury (1992) raporu ile gerçekleşmiştir. Bu alandaki akademik çalışmalar aynı dönemde Hermalin ve Weisbach (1991)'ın çalışmaları ile hız kazanmıştır. Bu iki çalışmanın yapıldığı günden bugüne kadar olan dönemde ise; yönetim kurullarının yapısı, üye sayısı, yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı ayrımı ve bağımsız üye sayısı gibi değişkenlerle ilgili pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar için yapılan çalışmalar mevcuttur.

Yönetim kurulu (YK) ile ilgili kurumsal yönetim tedbirleri yönetim kurulunun yapısı ve süreci ile ilişkilidir. Yönetim kurulu yapısı ise genel olarak yönetim kurulundaki üye sayısı, yönetim kurulu başkanının aynı zamanda CEO olup olmadığı ve üyelerin yönetimden bağımsız olup olmadığı gibi konularını incelemektedir (Kula, 2006: 35). Ancak son yıllarda yönetim kurulu yapısı ile ilgili olarak kadın yönetim kurulu üyesi ve yabancı yönetim kurulu üyesi gibi değişkenlerin varlığının finansal performans üzerindeki etkisi incelenmeye başlanmıştır.

1.1. YÖNETİM KURULU BÜYÜKLÜĞÜNÜN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

YK üyeliğine prensip olarak, yüksek bilgi ve beceri seviyeye sahip, nitelikli, belli bir tecrübeye sahip olan kişiler aday gösterilir ve seçilir. Buna ilişkin genel

esaslar şirket ana sözleşmesinde yer alır. YK üye sayısı ise yönetim kurulu üyelerinin etkili ve yapıcı çalışmalar yapmalarına, rasyonel ve hızlı kararlar almalarına ve komitelerin oluşumu ve çalışmalarını etkin bir biçimde organize etmelerine imkân sağlayacak şekilde belirlenir (SPK, 2014: 30).

Yönetim kurulunun misyonu, en yüksek karar mercii olarak kurumu proaktif bir şekilde yönlendirmek, uzun vadede paydaşlarına sürekli ve kalıcı değer kazandırmaktır. YK günlük operasyonların içinde olmasa da, oyunun kurallarını belirleyen, hem çalıştırıcı hem de hakem rolünü üstlenen, çok yönlü etkisi bulunan bir organdır. Yönetim kurulları, stratejik seçimlerin getirisi risk profili, performansın kısa ve uzun vade dengesi, menfaatlerin hissedarlar arasında adil olarak korunması, öncelik alma ve yenilikçiliği teşvik ile denetim ve kontrol fonksiyonları arasında dengeleri korumakla görevlidir. Bundan dolayı kararlarında sağduyulu bir denge sağlaması önemlidir. Yönetim kurullarının denetleyici, yönlendirici, kural koyucu ve aynı zamanda örnek olma sorumlulukları güçlü bir yapıyı mecburi hale getirir (Argüden, 2007: 15).

Ülkelere göre yönetim kurulları farklı yapılarda bulunmaktadır. ABD, İngiltere, Japonya gibi ülkelerde yönetim kurulları tek kademelidir. Bu tip yönetim kurulları asıl hak sahipleri adına vekil olarak şirketin yönetimini üstlenmişlerdir. Almanya, Hollanda, Finlandiya gibi ülkelerde yönetim kurulları iki kademeli görev yapmaktadır. Şirketin normal yönetim görevlerine üstlenen icra kurulunun yanında, onların seçimini ve atamasını yapan, izleyen ve yönlendiren, genellikle şirket dışındaki bağımsız üyelere kurulu bir gözetim kurulu (supervisory board) bulunmaktadır. İki kademeli kurullarda, alışılmış tek kademeli yönetim kurullarının güçleri ve görevleri, farklı iki kurul arasında dağıtılmıştır (Ülgen ve Mirze, 2007: 431).

Stratejilerin tespit edildiği, kararların alındığı ve hareket planlarının belirlendiği yürütme organı olarak yönetim kurulunun incelenmesi önemlidir. Bu yüzden şirket yönetiminin finansal performans üzerindeki etkilerini inceleyen araştırmaların önemli bir bölümü yönetim kurulunun özelliklerine odaklanmaktadır (Taşkın, Durak ve Aktaş, 2013). Bununla birlikte kurumsal yönetim uygulamalarının odak noktalarından birisi olması, pek çok kurumsal yönetim raporunda kurulun

bağımsızlığına vurgu yapılması ve işletmenin işleyişinden önemli rolü olması sebebi ile yönetim kurulu büyüklüğü araştırmada dikkate alınan veriler arasına dâhil edilmiştir. Aynı zamanda yönetim kurulunun büyüklüğü, şirket yönetiminde temsil oranını yükselteceğinden kurumsal yönetim açısından oldukça önemli bir noktadır (Okur, 2014: 37).

Daha çok sayıda yönetim kurullarına sahip işletmelerin yatırımcılarının, bu işletmelerin finansal muhasebe süreçlerinin daha etkin şekilde izlendiği düşünülmüşünden dolayı borçlanma maliyetlerinin daha düşük olacağını ileri sürmüşlerdir (Anderson, Mansi ve Reeb, 2004). Büyük sayıda bir yönetim kurulunun İcra Kurulu Başkanı'na meydan okuyan alternatif politik koalisyonlar kurma ve işletmenin kontrolünü ele geçirmesi, küçük sayıdaki bir yönetim kuruluna göre daha muhtemeldir.

Yönetim kurulu büyüklüğü ile ilgili yapılmış olan araştırmalar incelendiğinde üç temel teori karşımıza çıkmaktadır. Bu teoriler; Vekâlet Teorisi, Temsil Teorisi ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi'dir. Vekâlet teorisi, büyük organizasyonların, firmanın faaliyetlerini gözetlemek ve denetlemek için daha çok sayıda üyeye ihtiyaç duyduğunu ifade etmiş, kaynak bağımlılığı teorisi benzer şekilde, büyük firmaların daha fazla kaynağa ihtiyacı olacağından, bu kaynaklara ulaşmak için daha fazla üyeye sahip olması gerektiğini vurgulamıştır. Vekâlet teorisi açısından fazla üye yönetim kararlarını inceleyeceğinden, vekâlet problemlerine karşı tedbirli olamayabileceklerdir. Bu nedenle vekâlet teorisyenleri üye sayısına bir sınırlama getirilmesi gerektiğini savunmuşlardır. Kaynak bağımlılığı teorisi açısından ise üye sayısı fazla olan kurullar, daha fazla bağlantı sağlayacağından ve böylelikle kaynaklara ulaşmanın daha kolay olacağını öne sürerek firmanın performansını artıracığından bahsetmiştir. Temsil teorisi açısından bağımlı üye sayısı önem arz etmektedir çünkü bağımlı üyelerin kurul kararlarını etkileyebilecek üstün bilgilere sahip olduğu varsayılmaktadır. Temsil teorisinde yöneticiler, vekâlet teorisinde yer aldığı gibi kendi ekonomik çıkarlarını gözetmek yerine, şirketin bir hizmetkârı gibi davranırlar (Ekşi, 2009: 133).

1.1.1. YK Büyüklüğünün İşletmenin Finansal Performansına Negatif Etkisi

Yönetim kurulu üye sayısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmacılar, yönetim kurulu üyesi daha az olması halinde yüksek bir üyelik koordinasyonuna, daha az iletişim problemlerine neden olacağını ve daha etkili denetleyicilere sahip olacaklarını belirtmişlerdir. Daha büyük yönetim kurulu olan firmalarda, bireysel olarak her bir yönetim kuruluna düşen görev daha az olduğu için, yönetimi denetleme sorumluluğunun daha fazla yayılmış olması beklenir. Buna karşın daha az sayıda yönetim kurullarında her bir yönetim kurulu üyesinin yönetim kurulunun mali raporlarının ve ilgili açıklamalarının yeterliliğinin denetimi için bireysel sorumluluğu alma olasılığı daha fazla olacaktır. Az sayıda YK üyesine sahip olan firmaların, kontrol rollerini daha iyi icra etmelerinden dolayı, daha etkin ve kârlı olduğuna inanılmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). Bununla birlikte daha az sayıda yönetim kurulu daha az bürokratik problemlere neden olabilir ve daha küçük bir yönetim kurulu daha iyi finansal raporlama denetimi sağlayabilir (Ahmed, Hossain ve Adams, 2006: 421).

Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışma mevcuttur. Bu çalışmalardan önemli bir kısmı kurumsal yönetimin diğer boyutu olan yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansı üzerindeki etkisini tespit etmeye yönelik çalışmalardır. Fama ve Jensen (1983) yönetim kurulu üye sayısının artması halinde firmanın karar alma süreçlerinin daha yavaş olduğunu, problemlerin geçiştirildiği bu durumda firma değerinin ve etkinliğinin azalmasına neden olduğunu savunmuşlardır. Yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ampirik olarak ölçmeye yönelik Lipton ve Lorsch (1992) ile Jensen (1993) yaptıkları araştırmalarında “yönetim kurulu üye sayısının fazla olması halinde firmaların karar alma süreçlerinin yavaşladığını ve bu durumun firmalarda iletişim problemlerine sebep olduğunu ve firma performansını olumsuz yönde etkilediğini” savunmuşlardır. Lipton ve Lorsch (1992) ile Jensen (1993) referans olarak gerçekleştirdiği araştırmasında Yermack (1996) 1984–1991 yılları arasında faaliyette bulunan 452 ABD firması üzerine yapmış olduğu araştırmasında yönetim kurulu üye sayısının firmaların muhasebe ve piyasa esaslı performansları üzerindeki etkisini incelemiştir. Analiz sonuçlarında Lipton ve Lorsch (1992) ile Jensen (1993)

tutarlı biçimde yönetim kurulu üye sayısı ile Tobin's q (*TOBIN*) ve Varlık Karlılığı (*ROA*) arasında negatif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Benzer şekilde Finlandiya firmaları üzerine yaptıkları ve 1992-1994 yıllarını kapsayan ve 879 firma verisi kullandıkları araştırmalarında Eisenberg, Sundgren ve Wells (1998) yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan analiz sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Bununla birlikte yazarlar eğer ideal bir yönetim kurulu büyüklüğü varsa, bu ideal yönetim kurulu büyüklüğünün firma büyüklüğüne bağlı olarak değişeceğini belirtmişlerdir. Ayrıca yazarlar yukarıda bahsi geçen araştırmalarda olduğu gibi elde ettikleri bulguları yönetim kurulu üye sayısı fazla olan firmalarda iletişim ve koordinasyon sorunları olabileceği şeklinde yorumlamışlardır.

Conyon ve Peck (1998) Beş Avrupa ülkesi (Danimarka, Fransa, Hollanda, İngiltere, İtalya) üzerine yaptıkları araştırmalarında yönetim kurulu yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yazarlar çalışmalarında Avrupa ülkelerinde ikili kurul yapısı olduğunu belirterek İngiltere ve İtalya'da üniter yapının olduğundan bahsetmişlerdir. Söz konusu ikili yapının Almanya modeli olduğunu Danimarka ve Hollanda'da uygulandığını ve Fransa'da ise iki model yapısının uygulandığını belirtmişlerdir. 1992-1995 yıllarının verilerinden yararlanan Conyon ve Peck (1998) çalışmalarında araç değişkenler modeli (ADM) ve genelleştirilmiş doğrusal model (GDM) kullanılmıştır. Araştırmada Danimarka, Fransa, Hollanda, İngiltere, İtalya için sırasıyla 22, 60, 21, 31, 481 firma verisinden faydalanılmıştır. Ampirik analizler sonucunda Yermack (1996) tutarlı bir şekilde tüm ülkeler için yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasında negatif ve zayıf ilişkiler tespit etmişlerdir. Barnhart ve Rosenstein (1998) ise 1990 yılında S&P 500 borsa endeksinde bulunan 321 Amerikan firması üzerine yaptıkları çalışmalarında yönetim kurulu yapısı ile piyasa performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırmalarında en küçük kareler (EKK) ve üç aşamalı en küçük kareler (3EKK) yöntemi ile tanımlayıcı istatistiklere yer vermişlerdir. Analiz sonuçlarında yönetim kurulu üye sayısı az olanlar firmalar, fazla olan firmalara göre Tobin's q oranı bakımından daha iyi bir performans gösterdiklerini belirlemişlerdir. Benzer şekilde Vafeas ve Theodorou (1998) ABD firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında yönetim kurulu yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1994

yılına ait 307 firma verisinden yararlandığı çalışmasında EKK yöntemi kullanmışlardır. Çalışma sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki ortaya koymuşlardır. Dehaene, Vuyst ve Ooghe (2001), Belçika'da faaliyette bulunan firmaların yönetim kurulu üye sayısının getirilerini arttırmayacağını tespit etmişlerdir. Ancak bu durumun yönetim kurulu üye sayısının önemli olmadığı anlamına gelmeyeceğini, daha küçük bir yönetim kuruluna sahip olan firmaların karar almak için gerekli olan zamanın daha kısa olacağını ifade etmişlerdir.

Bhagat ve Black (2002) ABD'de 1985-1995 yılları arasında faaliyette bulunan 928 firmanın yönetim kurulu yapısı ile performansı arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemiştir. Çalışmalarında EKK ve 3EKK yöntemini kullanmışlardır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda 1988-1990 ve 1991-1993 dönemleri için yönetim kurulu büyüklüğü (YKB) ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Ayrıca 1988-1990 dönemi için yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında negatif; buna karşın 1991-1993 dönemi için yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Carter, Simkins ve Simpson (2003) Fortune 1000 firmalarında kurumsal yönetim ile Tobin's q arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmada 797 firmanın 2005 yılına ait verilerle ele alınmıştır. 2EKK yöntemi sonucunda YKB ile firma değeri arasında negatif ilişkiyi ortaya koymuşlardır. Lasfer (2004) İngiltere'de faaliyette bulunan 1424 firmanın yönetim kurulu üye sayısının firmaların finansal performans üzerindeki etkisini araştırmıştır. EKK yöntemi kullandığı çalışmasının neticesinde yönetim kurulu üye sayısı daha az olan firmaların, daha fazla olan firmalara göre finansal performanslarının daha yüksek olduğunu belirtmişlerdir. Söz konusu bu araştırmalar Jensen'in (1993) yılındaki çalışmasında ve vekâlet teorisinde vurgu yapıldığı gibi yönetim kurulu üye sayısında bir sınırlama getirilmesinden bahsetmişlerdir. Belirlenen sınırları aşan firmaların grup dinamikleri açısından çatışmalara yol açabileceğini ve firmanın finansal performansını azaltacağını savunmuşlardır.

Mak ve Kusnadi (2005) Singapur ve Malezya firmaları üzerine yaptıkları araştırmalarında yönetim kurulu büyüklüğünün firma değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 1999 ve 2000 yılında faaliyette bulunan 230 firmanın verilerinden

yararlanılan çalışmada EKK yönteminden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda her iki ülke için de yönetim kurulu büyüklüğü ile firma değeri olarak kullanılan Tobin's q arasında ters bir ilişki bulmuşlardır. Benzer şekilde Andres, Azofra ve Lopez (2005) ise 10 OECD ülkeleri (Belçika, Kanada, İsviçre, Almanya, İspanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Hollanda ve ABD) üzerine yaptıkları çalışmalarında yönetim kurulu yapısının firmaların finansal performansına etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. Araştırmada 1996 yılına ait ve söz konusu ülkelerde faaliyet gösteren 450 firma verisinden yararlanmışlardır. Ampirik analizler sonucunda YKB ile Tobin's q arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki; buna karşın YKB ile ROA arasında istatistiksel olarak doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Tüm bu sonuçlar Jensen (1993)'in araştırmasıyla tutarlı olduğu görülmektedir. Jensen (1993), yönetim kurulları daha az sayıda olması halinde firmaların finansal performanslarını geliştirmeye yardımcı olacağını ifade etmiştir. Ayrıca yönetim kurullarının yedi veya sekiz kişiden fazla olması halinde daha az etkili bir biçimde işlevlerini yerine getirdiklerini ve CEO açısından denetimin daha kolay olacağını belirtmektedir. Haniffa ve Hudaib (2006) ise 1996-2000 yılları arasında faaliyette bulunan 347 Malezya firması üzerine yapmış oldukları çalışmada yönetim kurulu yapısının performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. EKK yöntemi kullanıldığı çalışma neticesinde YKB ile Tobin's q arasında negatif; buna karşın YKB ile ROA arasında pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Cheng, Evans ve Nagarajan (2008) ise 1984-1991 yılları arasında 350 ABD firması üzerine yaptıkları çalışmada yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Ampirik analiz sonuçlarında YKB ile ROA ve Tobin's q arasında ters bir ilişki elde edilmiştir. Bu sonuçlar daha küçük yönetim kurullarının daha etkili olduklarını göstermektedir.

Lam ve Lee (2008) Hong Kong firmaları üzerine yaptıkları çalışmada ikilik uygulamasının firma performansı üzerindeki etkisini ölçmüşlerdir. 2003 yılı için 128 firma verisi ile korelasyon, regresyon ve T-testi yöntemlerinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda kontrol değişkeni olan yönetim kurulu üye sayısı arttıkça ROA'nın azaldığını belirlemişlerdir. Ancak YKB ile ROE ve Tobin's q arasında anlamlı olmayan sonuçlar tespit etmişlerdir. Benzer şekilde 1992-2001 yıllarını kapsayan ve ABD firmaları üzerine yapmış oldukları çalışmalarında Coles, Daniel ve Naveen (2008) YKB ile Tobin's q arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Gerçekleştirilen

analiz sonucunda YKB ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Aynı yılda yaptığı çalışmasında Cheng (2008) S&P 1500 borsa endeksinde bulunan 1252 Amerikan şirketinin YKB ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Analiz sonuçlarında YKB ile ROA ve Tobin's q arasında negatif bir ilişki ortaya konmuştur. Bennedsen, Kongsted ve Nielsen (2008) ise Danimarka'daki küçük ve ortak büyüklükteki firmalar üzerine yaptıkları araştırmada yönetim kurulu büyüklüğünün performans üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. Gerçekleştirilen analizler sonucunda YKB ile ROA arasında anlamlı olmayan ilişkiler elde etmişlerdir. Ancak yönetim kurulu üye sayısı 7'den büyük olan firmalar için yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Bu bulgular sonucunda firmalar için ideal üye sayısını 3 ile 5 olarak belirlemişlerdir. Herman (1981), Harrison (1987) gibi yazarlar yönetim kurulu üye sayısının fazla olmasının firmanın stratejik karar almasına engel olduğunu savunmuşlardır. Yukarıda bahsi geçen yazarlar tarafından yapılan çalışmalarda da bu bulgular teyit edilmiştir.

Guest (2009) İngiltere'de 1981-2002 yılları arasında ortalama 125 firmanın yönetim kurulu büyüklüğünün performans üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmiştir. Yapılan analizler sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ile Tobin's q, ROA ve hisse başına kazanç arasında negatif bir ilişki elde edilmiştir. Bununla birlikte yazar firmalar büyüdükçe, yönetim kurulu üye sayısının da arttığını belirlemiştir. Ayrıca yazar elde ettiği bulguları literatürle benzer bir şekilde büyük yönetim kurulları karar verme süreçlerini zayıflattığı ve iletişim problemlerine neden olduğu şeklinde yorumlamıştır. Bir yıl sonra yaptıkları çalışmada Rashid, Zoysa, Lodh ve Rudkin (2010) Bangladeş'te bulunan firmaların yönetim kurulu bileşenlerinin firma performansı üzerindeki etkisini tespit etmeyi amaçlamışlardır. 274 gözlemden oluşan çalışmada, 2005-2009 yıllarına ait verilerle çoklu regresyon ve korelasyon yöntemleri kullanılmıştır. Araştırmada firmaların yönetim kurulu üye sayısının artması ROA'yı olumsuz yönde etkilediği, buna karşın Tobin's q oranını ise olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Yazarlar yönetim kurulu büyüklüğünün muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri üzerinde etkisinin farklı yönlerde olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bir başka benzer çalışmada ise Ramdani ve Witteloostuijn (2010) 2001-2002 yıllarında Güney Kore, Tayland, Endonezya ve

Malezya'da faaliyette bulunan toplam 313 firma için yönetim kurulu yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Regresyon modelleri sonucunda YKB ile ROA arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. İrlanda firmaları üzerine yaptıkları ve 2001 yılına ait 77 firma verisinden yararlandıkları araştırmalarında O'Connell ve Cramer (2010) ise yönetim kurulu özellikleri ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Tek aşamalı ve iki aşamalı en küçük kareler (2EKK) yöntemi kullanılan çalışma sonucunda YKB ile ROA ve Tobin's q arasında negatif ve istatistiksel anlamlı ilişkiler tespit etmişlerdir. Sonuç olarak yukarıda bahsi geçen çalışmalarda yazarlar yönetim kurulu büyüklüğünün artması firmanın etkinliğini azalttığını vurgulamışlardır.

Uchida (2011) Japonya'da 2002-2007 yıllarında faaliyette bulunan ortalama 775 firmada yönetim kurulu üye sayısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi tobit regresyon aracılığıyla ölçmeyi amaçlamıştır. Yapılan analiz sonucunda ROA ve Tobin's q ile yönetim kurulu üye sayısı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlemiştir. Benzer bir şekilde Gill ve Mathur (2011a) Kanada'da 2008-2010 yılları arasında Toronto Menkul Borsası imalat sektöründe faaliyet gösteren 91 firmada yönetim kurulu yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ölçmek istemişlerdir. Çalışmada yönetim kurulu büyüklüğünün firma değerini ölçmek için kullanılan Tobin's q üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aynı yazarlar farklı araştırmasında Gill ve Mathur (2011b) aynı veri seti ile hizmet sektöründe faaliyet gösteren 75 firmada yönetim kurulu yapısı ile karlılık arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Önceki çalışmaları ile tutarlı bir şekilde YKB ile karlılık arasında negatif bir ilişkiyi ortaya koymuşlardır. Tüm bu sonuçlar; yönetim kurulu üye sayısının artmasının karar alma ve bilgi süreçleri ile ilgili organizasyonel sorunları artırdığını savunan vekâlet teorisi ile tutarlı olduğu görülmektedir.

Wintoki, Linck ve Netter (2012) ABD firmalarını ele aldıkları çalışmalarında kurumsal yönetimin dinamiklerini içsellik bağlamında değerlendirmiştir. Geliştirilen modeller sonucunda yönetim kurulu büyüklüğünün ROA üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisinin olduğu gözlemlenmiştir. Koerniadi ve Tourani-Rad (2012) çalışmalarında, Yeni Zelanda borsasına kayıtlı firmalar açısından yönetim kurulunun önemini ampirik olarak incelemiştir. Araştırma 2004-2006 döneminde 182 firmanın verilerinden yararlanılarak veri seti oluşturulmuş ve EKK ve 2EKK yöntemi

kullanılmıştır. Analiz sonucunda yönetim kurulu üye sayısı az olan firmaların performanslarının yüksek, üye sayısı fazla olanların ise performanslarının düşük olduğu saptanmıştır. Reyna ve Encalada (2012) araştırmalarında, Meksika Borsası'na kayıtlı 83 firmanın sahiplik ve yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini ölçmek istemişlerdir. Ampirik analizler sonucunda hem büyüme fırsatı olan hem de olmayan firmalar açısından YKB ile Tobin's q arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Benzer şekilde Masulis, Wang ve Xie (2012) S&P 1500 borsa endeksinde bulunan ortalama 1109 firma açısından yönetim kurulu yapısının firma performansı üzerindeki etkisini 1998-2006 yıllarının verilerinden yararlanarak incelemişlerdir. Modelin tahmin sonuçlarına göre; yönetim kurulu üye sayısı ile Tobin's q arasında negatif ve anlamlı sonuçlar ortaya koymuşlardır. Ujunwa (2012) Nijerya firmaları üzerine yaptığı çalışmada yönetim kurulu özelliklerinin finansal performansı üzerindeki etkisi test etmiştir. Analizler sonucunda düşük performanslı firmaların yönetim kurulu üye sayısını azaltarak başarı yakalayabileceklerini savunmuşlardır. Obradovich ve Gill (2013) Newyork borsasında hisse senetleri işlem gören firmalar açısından yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışmada 2009-2011 yıllarına ait 333 firma verisi kullanılmıştır. Araştırma sonucunda hem imalat sanayide hem de hizmet sektörü firmaları için YKB ile firma değeri olarak kullanılan Tobin's q arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde edilmiştir. Tüm bu sonuçların nedenini yazarlar yönetim kurulu üye sayısının artmasının kurulun etkinliğini azaltmasına bağlamışlardır. Ayrıca yönetim kurulu üye sayısı artması halinde tüm fikir ve önerilerin ifade edilmesinin zor olacağını vurgulamışlardır. Bununla birlikte küçük yönetim kurulların yöneticiler ve hissedarlar arasındaki vekâlet çatışmasını azalttığını savunmuşlardır.

Wang, Tsai ve Lin (2013) Risk Metrics veri tabanından yararlanarak yönetim kurulu yapısının firma performansına etkisini araştırmışlardır. 1996-2006 yıllarının verileri ile toplam 2310 adetlik gözlem oluşturmuşlardır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YKB ile piyasa esaslı performans göstergesi olan Tobin's q arasında negatif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı ilişkilerin varlığını ortaya koymuşlardır. Samuel (2013) ise 2001-2010 yılları arasında Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmalarda, daha büyük yönetim kurulunun firma

performansına etkisini araştırmıştır. 50 firmanın verilerinden yararlanılan çalışma sonucunda yönetim kurulu ye sayısının artmasının firmanın performansına zarar verdiğini savunmuşlardır. Bununla birlikte ikilik (duality) olan firmalarda yönetim kurulu ye sayısının daha az olduğunu belirtmiştir. Bu durumu ise CEO'nun daha baskın olabilmesine bağlamıştır. Benzer şekilde 2006–2011 yıllarını kapsayan ve toplam 77 Vietnam firmaları üzerine yapmış oldukları araştırmalarında Vo ve Phan (2013) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan ampirik analiz sonucunda Vo ve Phan (2013) yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansını negatif yönde etkilediğini belirlemişlerdir. Arosa, Iturralde ve Maseda (2013) yönetim kurulu yapısının firma performansı üzerindeki etkisini İşpanya'da faaliyette bulunan küçük ve orta ölçekli 307 firma verilerinden yararlanılarak araştırmışlardır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YKB ile ROA arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar bulunmuştur. Tüm bu sonuçlar Huther (1997) tarafından yapılan çalışmayı destekler niteliktedir. Huther (1997)'e göre yönetim kurullarını yönetme, herhangi bir karar alma konularında olduğu gibi koordinasyon sorunları ile karşılaşır. Bu sorunlar yönetim kurulunun büyüklüğü arttığı zaman artar. Daha büyük yönetim kurullarının koordinasyon maliyetlerini dengeleme, karar verme sürecine daha fazla kişiyi dhil etmeyle önerilen daha geniş perspektiflerin yararlarıdır. Teoride, ilave bakış açılarının yararları oluncaya kadar yöneticilerin sayısını arttırmayla karar verilen yönetim kurullarının büyüklüğü, karar yapmadaki daha büyük zorlukların maliyetleri ile dengelenir. Huther (1997)'in çalışmasından elde edilen sonuç, karar alma koordinasyonu ve bilgi işlem gibi örgütsel problemlerin daha büyük gruplarla daha fazla olacağı varsayımıyla tutarlıdır (zsalih, 2009: 43).

Bhagat ve Bolton (2013) RiskMetrics veri tabanından yararlanarak ABD'de bulunan 1500 firmanın yönetim ve sahiplik yapısının performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. 1998-2007 yıllarının verilerinden yararlandıkları çalışmada EKK ve 3EKK ve korelasyon yöntemi ile tanımlayıcı istatistiklere yer vermişlerdir Araştırmada analize dhil edilen dönemi 2002 yılı öncesi ve 2002 yılı sonrası olarak iki gruba ayırmışlardır. Ampirik analizler sonucunda her iki dönem için de yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında negatif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı sonuçların varlığını ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde Cook

(2013) Kanada Borsası'nda işlem gören 62 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının ile finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. 2012-Aralık ile 2013-Mart ayları arasındaki verilerinden yararlandığı çalışmada lojistik regresyon, anova, t-testi yöntemleri kullanmıştır. Analiz sonuçlarına göre; YKB ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki mevcuttur. Liao ve Younng (2013) ise Çin'de Shanghai ve Shenzhen Menkul Kıymetler borsasında hisse senetleri işlem gören firmalarda kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi ampirik olarak test etmişlerdir. Yapılan analizler sonucunda Tobin's q ile YKB arasında negatif bir ilişki elde etmişlerdir. Sonuç olarak yazarlar yönetim kurulu üye sayısı az sayıda bulunmasının firmaların finansal başarısında önemli rol oynadığını savunmuşlardır. Ayrıca yazarlar yönetim kurulu üye sayısı az olan kurulların firma yöneticilerini daha iyi denetlediğini gösteren bulgulara yer vermişlerdir. Bununla birlikte yönetim kurulu üye sayısının az olduğu ve yatırımcıların fazla üye sayısına tepki verdiği durumlarda firmaların finansal oranlarının ve icra başkanı teşviklerinin daha güçlü olduğunu savunmuşlardır.

Cavaco, Challe, Crifo, Reberioux ve Roudaut (2013) çalışmalarında, kurumsal yönetim mekanizmalarının Fransız firmalarının operasyonel performansına etkisini ölçmeyi amaçlamışlardır. Geliştirilen modellerin bir kısmında yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA ve ROE arasında negatif ilişkiler, diğer kısmında ise anlamlı olmayan ilişkiler tespit etmişlerdir. Davila (2013) ise Kolombiya'daki firmaların yönetim kurulu özelliklerinin firma değeri üzerindeki etkisini araştırmıştır. 2002-2009 yılları kapsayan çalışma 287 gözlemden oluşmaktadır. Ampirik analizler sonucunda yönetim kurulu büyüklüğünün firma değeri üzerinde olumsuz etki yaptığını belirlemiştir. Benzer şekilde Joecks, Pull ve Vetter (2013) çalışmalarında Almanya borsasında 2000-2005 yıllarında işlem gören 151 işletmede yönetim kurulu yapısı ile finansal performans (ROE) arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda kontrol değişkeni olarak incelenen yönetim kurulu büyüklüğü ile ROE arasında negatif ve oldukça anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Tüm bu sonuçları yazarlar yüksek piyasa değeri için firmaların yönetim kurulu üye sayısı azaltması gerektiğini şeklinde yorumlamışlardır. Ayrıca çalışmada yönetim kurulu üye sayısı az olan firmalarda finansal performansın azalması halinde icra başkanının görevine daha kolay son verildiği ifade edilmiştir. Benzer olarak üye sayısı az olan

firmalarda icra başkanlarının tazminatları, firma performansından daha fazla etkilenmektedir.

Sonuç olarak yukarıda bahsi geçen araştırmalarda YKB arttıkça, iletişim ve koordinasyon sorunlarının ortaya çıkacağı, yönetimi kontrol etme yeteneğinin zayıflayacağı ve yönetim ve kontrolün birbirlerinden ayrılmasından dolayı vekâlet problemlerinin ortaya çıkacağı vurgulanmıştır.

Tablo 1. YK Üye Sayısının Finansal Performans Üzerinde Negatif Etkisini Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Yermack	1996	ABD	1984-1991	452	EKK/SEM	-*/*	_*
Conyon ve Peck	1998	Danimarka	1992-1995	22	GMM	-	_*
Conyon ve Peck	1998	Fransa	1992-1995	60	GMM	-	_*
Conyon ve Peck	1998	İtalya	1992-1995	21	GMM	-	_*
Conyon ve Peck	1998	Hollanda	1992-1995	31	GMM	_*	_*
Conyon ve Peck	1998	İngiltere	1992-1995	481	GMM	_*	_*
Eisenberg vd.	1998	Finlandiya	1992-1994	879	GMM		-*/*
Barnhart ve Rosenstein	1998	ABD	1990	321	EKK/3EKK	_*	
Vafeas ve Theodorou	1998	ABD	1994	307	EKK	_*	
Bhagat ve Black	2002	ABD	1988-1993	928	EKK/3EKK	_*	-*/*
Carter vd.	2003	ABD	2005	797	EKK/2EKK	_*	
Lasfer	2004	İngiltere	1990-91/1996-97	1424	EKK	_*	
Andres vd.	2005	10 OECD Ülkesi	1996	450	EKK/GLM	_*	+
Mak ve Kusnadi	2005	Singapur	1999-2000	230	EKK	_*	
Mak ve Kusnadi	2005	Malezya	1999-2000	230	EKK	_*	
Haniffa ve Hudaib	2006	Malezya	1996-2000	347	EKK	_*	+
Cheng vd.	2008	ABD	1984-1991	350	EKK	_*	_*
Coles vd.	2008	ABD	1992-2001	742 ^a	EKK	_*	
Cheng	2008	ABD	1996-2004	1252	EKK	_*	_*
Bennedsen vd.	2008	Danimarka	1999	6850	GMM		-/*
Lam ve Lee	2008	Hong Kong	2003	128	REG/KOR/T	+	-*/*

Tablo 1 (devam)

Guest	2009	İngiltere	1981-2002	125 ^a	GMM/EKK/SEM	*/-*	_*
Rashid vd.	2010	Bangladeş	2005-2009	75 ^a	EKK	+*	_*
O'Connell ve Cramer	2010	İrlanda	2001	77	EKK/2EKK	_*	_*
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Güney Kore	2001-2002	111	EKK/KRA		_*
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Tayland	2001-2002	61	EKK/KRA		_*
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Endonezya	2001-2002	66	EKK/KRA		_*
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Malezya	2001-2002	75	EKK/KRA		_*
Uchida	2011	Japonya	2002-2007	775 ^a	TOBIT	_*	_*
Gill ve Mathur	2011(a)	Kanada	2008-2010	91	REG/KOR	_*	
Gill ve Mathur	2011(b)	Kanada	2008-2010	75	REG/KOR		_*
Baptista vd.	2011	Brezilya	2008	121	EKK	-	-/-
Wintoki vd.	2012	ABD	1991-2003	>6000	EKK/SEM/ GLM		*/-*
Koerniadi ve Tourani-Rad	2012	Yeni Zelanda	2004-2006	182	EKK/2EKK	-	*/-*
Reyna ve Encalada	2012	Meksika	2005-2011	83	SEM	*/-*	
Ujunwa	2012	Nijerya	1991-2008	122	SEM/REM		_*
Masulis vd.	2012	ABD	1998-2006	1109*	EKK/2EKK/SEM	_*	
Obradovich ve Gill	2013	ABD	2009-2011	333	EKK	_*	
Cavaco vd.	2013	Fransa	2003-2011	237*	EKK/GLM		*/-*/-/-
Davila	2013	Kolombiya	2002-2009	36*	EKK/T	_*	
Joecks vd.	2013	Almanya	2000-2005	151	EKK		_*
Vo ve Phan	2013	Vietnam	2006-2011	77	EKK		_*
Wang vd.	2013	ABD	1996-2006	210	REG	_*	

Tablo 1 (devam)

Samuel	2013	Nijerya	2001-2010	50	F/T		_*
Arosa vd.	2013	İspanya	2006	307	EKK		_*
Bhagat ve Bolton	2013	ABD	1998-2007	1500	EKK/2EKK		_*
Cook	2013	Kanada	2012:12-2013:3	62	LOJ/ANV/T	_*	
Liao ve Youngg	2013	Çin	1999-2010	1250	GLM/EKK	_*	

- *_İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^İlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, F; f-testini, T; t-testini, LOJ; Lojistik regresyon yöntemini, ANV; anova yöntemini, GMM; genelleştirilmiş momentler yöntemini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, SEM; sabit etkiler modelini, ADM; araç değişkenler modelini, TOBIT; tobit modelini, REM; rassal etkiler modelini, KRA kantil regresyon analizini göstermektedir.

1.1.2. YK Büyüklüğünün İşletmenin Finansal Performansına Pozitif Etkisi

Yönetim kurulu büyüklüğü ile ilgili yapılmış olan araştırmalar incelendiğinde üç temel teori karşımıza çıkmaktadır. Bu teoriler; Vekâlet Teorisi, Temsil Teorisi ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi'dir. Kaynak bağımlılığı teorisi açısından ise üye sayısı fazla olan kurullar, daha fazla bağlantı sağlayacağından ve böylelikle kaynaklara ulaşmanın daha kolay olacağını öne sürerek firmanın performansını artıracığından bahsedilmiştir. Başka bir ifade ile yönetim kurulu üye sayısı fazla olan firmaların, az olan firmalara göre finansal yönden daha başarılı olacağını ileri sürülmüştür.

Bhagat ve Black (2002) ABD'de 1985-1995 yılları arasında faaliyette bulunan 928 firmanın yönetim kurulu yapısı ile performansı arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemiştir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda 1988-1990 ve 1991-1993 dönemleri için YKB ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Ayrıca 1988-1990 dönemi için yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında negatif; buna karşın 1991-1993 dönemi için yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Kiel ve Nicholson (2003) Avustralya borsasına kayıtlı üzerinde yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 1996-1998 yıllarına ait 348 firma verisinden yararlanılmıştır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda kaynak bağımlılığı teorisi ile tutarlı bir şekilde yönetim kurulu üye sayısı fazla olan firmaların piyasa değerlerinin daha yüksek olacağı tespit edilmiştir. Benzer şekilde Chen, Cheung, Stouraitis ve Wong (2005) Hong Kong borsasında hisse senetleri işlem gören 412 firmanın yönetim kurulu ve sahiplik yapısı ile performansı arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlamışlardır. 1995-1998 yılları arasının verilerinden yararlanan araştırmanın sonucunda YKB ile Tobin q arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir. Ancak YKB ile ROA ve ROE arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. Bu bulguları yazarlar Goodstein, Gautam ve Boeker (1994) ile tutarlı bir şekilde yönetim kurulu sayısının artması, firmanın daha fazla kaynağa ulaşmasını sağlayacak böylelikle firmanın finansal performansı olumlu yönde etkileneceği şeklinde yorumlamışlardır. Yönetim kurulu üye sayısı firmanın kritik kaynaklara ulaşabilme ölçütünü göstermektedir.

2002 yıllını içeren ve toplam 109 İsviçre firması üzerine yapmış oldukları araştırmalarında Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmermann (2006) kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Yapılan analiz sonucunda her iki modelde de YKB ile Tobin's q arasında pozitif bir ilişki elde edilmiştir. Haniffa ve Hudaib (2006) 1996-2000 yılları arasında faaliyette bulunan 347 Malezya firması üzerine yapmış oldukları araştırmada yönetim kurulu yapısının performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. EKK yöntemi kullanıldığı çalışma neticesinde YKB ile Tobin's q arasında negatif; buna karşın YKB ile ROA arasında pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Söz konusu bulguları yazarlar; kaynak bağımlılığı teorisi tutarlı bir şekilde üye sayısı fazla olan yönetim kurulları, daha fazla bağlantı sağlayacağından ve kaynaklara ulaşmanın daha kolay olacağını öne sürerek firmanın performansını artıracığı şeklinde yorumlamışlardır.

Choi, Park ve Yoo (2007) kurumsal yönetim reformlarını Kore firmaları açısından araştırmışlardır. 1999-2002 yıllarını içine alan çalışmada 450 firma verisinden yararlandıkları ve tek aşamalı ve iki aşamalı EKK yöntemini kullandıkları çalışma neticesinde YKB ile Tobin's q arasında pozitif sonuçlar elde etmişlerdir. Kyereboah-Coleman (2007) Güney Afrika, Gana, Kenya ve Nijerya'da 1997-2001 yılları arasında beş farklı sektörde faaliyette bulunan 103 firma için kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Yapılan analiz sonucunda yönetim kurulu üye sayısının logaritması ile ROA arasında pozitif ve anlamlı olmayan bir ilişki; ancak Tobin's q arasında pozitif ve %5 düzeyinde anlamlı sonuçlar bulmuştur. Bu sonuçlar kaynak bağımlılığı teorisini destekler niteliktedir. Yönetim kurulları büyük olan firmalarda, farklı eğitim ve tecrübeye sahip üyelerin bulunma ihtimali daha güçlüdür, böylelikle üyelerin yöneticilere başka kaynaklardan elde edilemeyecek tavsiyeleri vermesini sağlamaktadır (Zahra ve Pearce, 1989). Örgüt dışındaki ihtiyaçları daha fazla olan firmaların yönetim kurulları, genellikle daha büyüktür (Pfeffer, 1972). Yönetim kurulunun büyüklüğü arttıkça, örgüt için gerekli olan deneyim ve önemli kaynaklar da artacaktır (Pfeffer, 1973). Yönetim kurulu üyelerinin sayısının artması, örgütün çevresi ile bağlantılarının artmasına ve dolayısıyla önemli kaynakların temin edilmesine yol açmaktadır (Şener, 2011: 62).

Ehikioya (2009) 1998-2002 yılları arasında Nijerya borsasına kayıtlı 107 firma üzerine yaptığı çalışmada kurumsal yönetim yapısı ile firma performansı

arasındaki ilişkiyi en küçük kareler yöntemi aracılığıyla ölçmüştür. Analiz sonucunda YKB ile ROA arasında pozitif; buna karşın ROE arasında ise negatif bir ilişki tespit etmiştir. Bununla birlikte YKB ile Tobin's q arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenememiştir. Larmou ve Vafeas (2009) 1996-2000 yıllarında ABD'de faaliyette bulunan 257 firmanın yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi en küçük kareler yöntemini kullanarak ölçmüşlerdir. Yapılan analiz sonucunda yönetim kurulu daha fazla sayıda olan firmaların, daha az sayıda olan firmalara göre piyasa performansının daha yüksek olduğunu ileri sürülmüştür. Yazarlar daha büyük yönetim kurullarının yönetsel anlamda baskı altına alınmasının zor olduğunu ifade etmişlerdir.

Rashid, Zoysa, Lodh ve Rudkin (2010) çalışmalarında, Bangladeş'te bulunan firmaların YK bileşenlerinin firma performansı üzerindeki etkisini tespit etmeyi amaçlamıştır. Araştırmada firmaların yönetim kurulu üye sayısının artması varlık karlılığını olumsuz yönde etkilediği; ancak Tobin's q oranını ise olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Elsayed (2011) çalışmasında, Mısır Borsası'na kayıtlı 92 firmanın YKB ile performansı arasındaki ilişkiyi ölçmek istemiştir. Bu amaçla, 2000-2004 yıllarının verilerinden yararlandığı araştırmasında En Küçük Mutlak Sapmalar Yöntemini (Dayanıklı regresyon) ve En Küçük Medyan Kareler Yöntemini (medyan regresyon) kullanmıştır. Modelin tahmin sonuçlarına göre, YK büyüklüğünün firma performansı üzerinde (ROA, ROE ve Tobin's q) pozitif bir etkiye sahip olduğu elde edilmiştir. Ayrıca çalışmada yönetim kurulu üye sayısı 7 ve üzerinde olan firmalar, yönetim kurulu üye sayısının 7'nin altında olan firmalara göre daha yüksek bir performans gösterdiği tespit edilmiştir. Yukarıda bahsi geçen yazarlarda Dalton, Daily ve Johnson (1999) çalışmasının bulgularını destekler nitelikte, firma büyüklüğüne göre YK üye sayısının belirlenmesi gerektiğini belirtmişlerdir. Ayrıca YK sayısının fazla olmasının bilgi, tecrübe ve daha iyi tavsiye anlamını taşıyacağını ifade etmişlerdir.

Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 79 firmanın 2007-2011 yıllarına ait verilerinden yararlanıldığı araştırmalarında yönetim kurulu ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Yapılan analiz sonucunda ROA ve Tobin's q ile YKB arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Saravanan (2012) Hindistan'da Bombay

Menkul Kıymetler Borsası'nda mali sektör dışında yer alan 1732 şirketin kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Yazar çalışmada imalat sektörü olanlar ve olmayanlar olarak firmaları iki gruba ayırmıştır. T testi sonuçlarına göre imalat sektöründe olan firmaların, olmayan firmalara göre yönetim kurulu üye sayısı daha azdır. Regresyon analizi sonucunda her iki sektör içinde YKB ile firma değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Yazar elde etmiş olduğu bulguları Provan (1980) yaptığı çalışması ile benzer bir şekilde YK üye sayısının, firmanın bütçe büyüklüğü ve fon temin etme gibi önemli kaynaklara ulaşmada önemli olacağını ifade etmiştir.

2005-2009 yıllarını içine alan ve finans sektörü dışında kalan 80 Pakistan firması üzerine yapmış oldukları çalışmalarında Rehman ve Shah (2013) yönetim kurullarının ve sahiplik yapılarının firma performansı üzerindeki etkisini EKK yöntemi yardımıyla tahmin etmişlerdir. Ampirik analizler sonucunda yönetim kurulu büyüklüğünün artmasının Tobin's q, ROA ve ROE gibi finansal performans göstergelerinin de artmasına neden olacağını belirtmişlerdir. Younas, Mahmood ve Saeed (2013) Karachi Menkul Borsası'nda imalat sanayide işlem gören ve 52 firma verisini kullandıkları araştırmalarında kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 2006-2010 yıllarını içeren araştırma sonucunda yazarlar YK üye sayısının artması Pakistan firmaların finansal performansına olumlu katkı yaptığını tespit etmişlerdir. Elde edilen sonuçlar Pfeffer ve Salancik (1978) yaptıkları çalışmasına benzer şekilde etkili ve verimli dış bağlantı ve ilişkilere ihtiyacın artmasının, yönetim kurulu sayısının fazla olmasına bağlamışlardır.

Birnbaum (1984) finansal belirsizlik veya dalgalanma ve bilgi eksikliği gibi çevresel belirsizliklerin YK üye sayısını artırma ihtiyacını doğurduğunu belirtmiştir. Bu düşünceyi destekler nitelikte olan Latif, Shahid, Haq, Waqas ve Arshad (2013) Pakistan'da şeker sektöründe bulunan 12 firmanın 2005-2010 yıllarını kapsayan çalışmasında kurumsal yönetim mekanizmalarının firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda ROE ile YK üye sayısı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda 2005 yılında gıda ve içecek sektöründe faaliyet gösteren firmalar üzerinde yaptıkları araştırmalarında Swastika (2013) kurumsal yönetim,

firma büyüklüğü ile kazançlar arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 51 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda Swastika (2013) YK üye sayısı ile firma kazançları arasında pozitif ve oldukça anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Aynı yılda yaptığı çalışmasında Kim (2013) ise 2002 yılında Fortune 1000 listesinde yer alan 290 Amerikan şirketi için YKB ile ROA arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ($p<0.05$) bir ilişki elde edilmiştir. Yazarlar elde ettikleri bulguları; büyük yönetim kurulları, mal ve hizmet piyasaları, şirket birleşme ve satın almaları gibi firma değerine olumlu etki yapabilecek bilgilerin elde edilmesinde farklı avantajların sağlayacağı şeklinde yorumlamışlardır.

Sonuç olarak kaynak bağımlılığı teorisine göre YK üye sayısının artmasının firmalara çeşitli konularda avantaj sağlamaktadır. Böylelikle firmaların finansal performansı üzerinde olumlu bir katkı sağlayacaktır. Başka bir ifade ile YK üye sayısı fazla olan firmaların, az olan firmalara göre finansal performansının daha yüksek olacağını ifade etmişlerdir.

Tablo 2. YK Üye Sayısının Finansal Performans Üzerinde Pozitif Etkisini Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Bhagat ve Black	2002	ABD	1988-1993	928	EKK/3EKK	-*	-*/+*
Kiel ve Nicholson	2003	Avustralya	1996-1998	348	REG/ANV	+*	
Chen vd.	2005	Hong Kong	1995-1998	412	EKK	+*	+/-
Haniffa ve Hudaib	2006	Malezya	1996-2000	347	EKK	-*	+*
Beiner vd.	2006	İsviçre	2002	109	EKK/GLM	+*/+*	
Kyereboah-Coleman	2007	Güney Afrika, Gana, Nijerya, Kenya	1997-2001	103	EKK	+*	+
Choi vd.	2007	Kore	1999-2002	450	EKK/2EKK	+*	
Larmou ve Vafeas	2009	ABD	1996-2000	257	EKK	+*	
Ehikioya	2009	Nijerya	1998-2002	107	EKK	+	+*/-*
Rashid vd.	2010	Bangladeş	2005-2009	75 ^a	REG	+*	-*
Elsayed	2011	Mısır	2000-2004	92	ROB/EKMK	+*	+*/+*
Fauzi ve Locke	2012	Yeni Zelanda	2007-2011	79	GLM	+*	+*
Saravanan	2012	Hindistan	2001-2010	1732	REG/T	+*	
Rehman ve Shah	2013	Pakistan	2005-2009	80	EKK	+*	+*/+*
Swastika	2013	Endonezya	2005	51	REG/KOR		+*
Younas vd.	2013	Pakistan	2006-2010	52	EKK		+*
Latif vd.	2013	Pakistan	2005-2010	12	REG/ANV/T		+*
Kim	2013	ABD	2002	290	REG/KOR		+*

- ^aİstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, ANV; anova yöntemini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, EKMS; en küçük mutlak sapmalar yöntemini, EKMK; en küçük medyan kareler yöntemini (medyan regresyon)

1.1.3.YK Büyüklüğü İle Finansal Performans Arasında Anlamli Olmayan İlişkiler

Vekâlet teorisinde yönetim kurulu üye sayısına bir sınırlama getirilmesi gerektiğini savunulmuştur. Vekâlet teorisini savunan yazarlar YK üye sayısının artması halinde firmaların finansal performansının azaltacağını ifade etmişlerdir. Kaynak bağımlılığı teorisi açısından ise üye sayısı fazla olan kurullar, daha fazla bağlantı sağlayacağından ve böylelikle kaynaklara ulaşmanın daha kolay olacağını öne sürerek firmanın performansını artıracığından bahsetmiştir. Ancak hizmetkârlık teorisi açısından bağımlı üye sayısı önemli olmakta bağımlı üyelerin kurul kararlarını etkileyebilecek üstün bilgilere sahip olduğu varsayılmaktadır. Hizmetkârlık teorisinde yöneticiler, vekâlet teorisinde yer aldığı gibi kendi ekonomik çıkarlarını gözetmek yerine, firmanın bir hizmetkârı gibi davranırlar.

Çin Borsasına kote olmuş firmalar üzerine yaptıkları çalışmalarında Tian ve Lau (2001) yönetim kurulu bileşenleri ve liderlik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi çoklu regresyon modelleri geliştirerek ölçmüşlerdir. Çalışma neticesinde YKB ile firma performans göstergeleri ROA ve ROE arasında anlamlı olmayan sonuçlar tespit etmişlerdir. Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmermann (2003) ise 2001 yılına ait 165 firma verisinden yararlanılan çalışmada kurumsal yönetim mekanizmalarının firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Ampirik analizler sonucunda yönetim kurulu üye sayısının piyasa değeri üzerinde etkili olmadığını ileri sürmüşlerdir. Benzer şekilde Postma, Ees ve Sterken (2003) 1997 yılında Hollanda borsasına kayıtlı 94 firmanın YK yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışma sonucunda YKB ile finansal performans göstergeleri arasında negatif yönlü buna karşın istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki bulunmuştur. Benzer sonuçlar Oxelheim ve Randøy (2003) Norveç ve İsveç firmaları ve Bozec (2005) Kanada firmaları açısından da tespit edilmiştir.

Cornett, Marcus, Saunders ve Tehranian (2007) S&P 100 borsa endeksinde bulunan firmalarda YKB ile performans arasındaki ilişkiyi EKK yöntemi aracılığıyla test etmişlerdir. Çalışma sonucunda YK üye sayısının logaritması ile ROA arasında anlamlı olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Yu (2008) Çin firmaları, Lefort ve Urzúa (2008) Şili firmaları açısından da benzer sonuçlar belirlenmiştir. Kim (2007)

ise 1998-2003 yılları arasında Kore'deki firmalar üzerine yaptıkları araştırma sonucunda Vekâlet teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi ile ters bir şekilde YKB ile Tobin's q arasında anlamlı bir ilişki belirlenememiştir.

Chen ve Nowland (2010) Hong Kong, Malezya, Singapur ve Tayvan borsalarında endex 100'de finans sektörü dışında işlem gören firmaların optimal yönetim kurulu denetimini araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda hem aile işletmeleri için hem de diğer işletmeler için YK üye sayısının Tobin's q üzerinde etkisinin olmadığını gözlemlemişlerdir. Benzer şekilde Arosa, Iturralde ve Maseda (2010) çalışmalarında, YK yapısının firma performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak incelemiştir. Analizler sonucunda kontrol değişkeni olarak modele dâhil edilen YK üye sayısı ile ROA arasında anlamlı bir ilişki belirlenememiştir. Lückerath-Rovers (2010) ise Hollanda'da 2005-2007 yılları arasında 99 işletme üzerine yapmış olduğu çalışmada YK büyüklüğünün performans üzerinde etkili olmadığını tespit etmiştir. Yazarlar vekâlet teorisyenlerinin savunduğu yönetim kurulu üye sayısı fazla olan firmalarda iletişim ve koordinasyon sorunları olacağı düşüncesini ve kaynak bağımlılığı teorisyenlerinin savunduğu etkili ve verimli dış bağlantı ve ilişkilere ihtiyacın artmasının, yönetim kurulu sayısının fazla olması bağlaması düşüncesini reddetmişlerdir.

Baptista, Klotzle ve Melo (2011) 2008 yılına 121 firmanın verileri ile Brezilya'da YK yapısı ve firma performansı ilişkisini araştırmışlardır. Ampirik çalışma sonuçlarına göre muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri olan ROA, ROE ve Tobin's q ile YKB arasında negatif bir ilişki olduğu belirlenmesine rağmen, bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Aygün, İç ve Sayın (2011) BİST'da faaliyet gösteren firmalarda YKB ile performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analiz sonuçlarında YKB ile ROA ve Tobin's q arasında doğrusal olmayan bir ilişki bulmuşlardır. Ghabayen (2012) YK büyüklüğünün ROA üzerinde etkili olmadığını tespit etmiştir. Benzer sonuçlar Bouaziz ve Triki (2012), Horváth ve Spirollari (2012) tarafından da tespit edilmiştir.

Moscu (2013) Yönetim kurulu özelliklerinin firma performansı üzerindeki etkisini Romanya borsasına kayıtlı firmaların verilerini kullanarak araştırmıştır. Ampirik analizler sonucunda YKB ile ROA ve ROE arasında pozitif ve istatistiksel

olarak anlamlı olmayan sonuçlar bulmuştur. Kumar ve Singh (2013) Hindistan’da Bombay Menkul Kıymetler Borsası’na kayıtlı 176 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında yönetim ve sahiplik yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YKB ile Tobin’s q arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki bulmuşlardır. Norveç firmaları üzerine yaptıkları ve 2000-2011 yıllarını kapsayan yüksek lisans tezinde Böhren (2013) yönetim kurulu büyüklüğünü belirleyen faktörleri ve yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırma sonucunda YK üye sayısı ile performans arasında bir korelasyon olmadığını belirtmiştir. Ramezani, Pouraghajan ve Mansourinia (2013) Tahran Menkul Kıymetler Borsası’nda faaliyet gösteren 140 şirketin yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 2006-2010 yıllarının verilerinden yararlanılan çalışma sonucunda YKB ile firma değeri olarak kullanılan Tobin’s q arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Rad, Rajeh, Norouzi ve Bezminabadi (2013) Kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisini İran ve Malezya firmaları için karşılaştırılarak incelemişlerdir. Araştırmada 2006-2010 yıllarına ait 183 şirket verisinden yararlanılmıştır. Araştırma sonucunda hem İran hem de Malezya firmaları için YKB ile Tobin’s q arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde edilememiştir. Ancak söz konusu iki ülkenin verileri birleştirilerek yeni bir regresyon analizi sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ile Tobin’s q arasında oldukça anlamlı ve pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Sri Lanka’da imalat sanayide bulunan firmaları üzerine yaptığı ve 2007–2011 yıllarını kapsayan araştırmasında Velnampy (2013) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 28 firmanın verilerinden yararlanılan çalışma sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performans göstergeleri olan ROA ve ROE arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde edilmiştir. Priya ve Nimalathan (2013) Sri Lanka’da 2008-2012 yıllarının verilerinden yararlandıkları çalışmalarında yönetim kurulu yapısının finansal performans üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YKB ile ROA ve ROE arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir.

Sonuç olarak; yukarıda özetlenen araştırmalarda YK büyüklüğünün finansal performans üzerinde etkili olmadığını savunmuşlardır. Yazarlar; vekâlet

teorisyenlerin savunduğu YK büyüklüğünün performans üzerinde olumsuz etkisi ve kaynak bağımlılığı teorisyenlerin savunduğu YK büyüklüğünün performans üzerinde olumlu etkisi iddialarını kabul etmeyerek YK üye sayısı ile finansal performans arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını ifade etmişlerdir.

Tablo 3. YK Üye Sayısı İle Finansal Performans Üzerinde Arasında Anlamlı Olmayan İlişkiler Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Tian ve Lau	2001	Çin	1996-1997	113	REG/KOR		+/+
Oxelheim ve Randøy	2003	Norveç	1996-1998	132	EKK/2EKK	+	
Oxelheim ve Randøy	2003	İsveç	1996-1998	121	EKK/2EKK	+	
Postma vd.	2003	Hollanda	1997	94	ADM	-	-/-
Beiner vd.	2003	İsviçre	2001	165	EKK/GLM	+	
Bozec	2005	Kanada	1976-2000	25	EKK		-
Cornett vd.	2007	ABD	1993-2000	100	EKK		-
Kim	2007	Kore	1998-2003	473	REM	+	
Cornett vd.	2007	ABD	1993-2000	100	EKK		-
Lefort ve Urzúa	2008	Şili	2000-2003	163*	EKK/3EKK/SEM	+	
Yu	2008	Çin	2000-2004	1977	EKK/T		-/+
Arosa vd.	2010	İspanya	2006	369	EKK/KOR		+
Chen ve Nowland	2010	Hong Kong, Malezya, Singapur ve Tayvan	1998-2004	185	SEM	-/-	
Lückerath-Rovers	2010	Hollanda	2005-2007	99	EKK		-
Aygün vd.	2011	Türkiye	2006-2007	98	REG/KOR	+	+
Baptista vd.	2011	Brezilya	2008	121	REG/KOR	-	-/-
Ghabayen	2012	Suudi Arabistan	2011	102	EKK/KOR		+
Bouaziz ve Triki	2012	Tunus	2007-2010	26	EKK/KOR	-	+/-
Horváth ve Spirollari	2012	ABD	2005-2009	136	REG	-	
Priya ve Nimalathasan	2013	Sri Lanka	2008-2012	Seçilmiş	REG/KOR		-/-

Tablo 3 (devam)

Velnampy	2013	Sri Lanka	2007-2011	28	REG/KOR		-/-
Rad vd.	2013	İran	2006-2010	87	EKK	-	
Rad vd.	2013	Malezya	2006-2010	96	EKK	+	
Ramezani vd.	2013	İran	2006-2010	140	REG/KOR	-	
Bøhren	2013	Norveç	2000-2011	244543	REG/KOR		+
Kumar ve Singh	2013	Hindistan	2008-2009	176	REG/KOR	-	
Moscu	2013	Romanya	2010	62	EKK		+/+

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, SEM; sabit etkiler modelini, ADM; araç değişkenler modelini, REM; rassal etkiler modelini analizini göstermektedir.

1.2. BAĞIMSIZ YÖNETİM KURULU ÜYE SAYISININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Yönetim kurulu, genel kurulda hissedarların vermiş oldukları yetki çerçevesinde, mevzuat, esas sözleşme, şirket içi düzenlemeler ve politikalar doğrultusunda yetki ve sorumluluklarını kullanır ve işletmeyi temsil etmektedir. Yönetim kurulunda bulunan bağımsız üyelerin, işletmenin, pay ve menfaat sahiplerinin menfaatlerini her şeyin üstünde tutabilme ve kararlarda tarafsız olabilme avantajına doğal olarak sahip oldukları kabul edilmektedir. Bu çerçevede bağımsız üyelerin yönetim kurulunda çoğunlukta bulunması, bir şirkette kurumsal yönetimin doğru ve tarafsız olarak uygulanmasının önemli unsurlarından bir tanesidir. Ancak ülke uygulamalarına bakıldığında, bu konunun her ülkenin özgün koşulları çerçevesinde farklı değerlendirildiği de bir gerçektir (SPK, 2011: 24).

Bağımsız yönetim kurulu üyesinin (BYKÜ) tanımı 2003 yılında yayınlanan Higgs raporunda şirkette veya şirketin bağlı bulunduğu grupta son beş yıl içerisinde çalışmamış olması gerekmektedir. Türkiye açısından bağımsız yönetim kurulları incelendiğinde SPK kurumsal yönetim ilkelerinde yönetim kurulunun, sayısı ikiden az olmamak şartı ile en az üçte biri bağımsız üyelerden oluşma zorunluluğu getirilmiştir. Başka bir ifade ile bağımsız üye sayısının hesaplanmasında küsuratlar izleyen tam sayı olarak dikkate alınması gerektiğini ifade edilmektedir. Ayrıca işletmenin yönetim kurulunda son altı yıl içinde YK üyeliği yapan bir kişi, yönetim kuruluna bağımsız üye olarak görev yapamaz. Bununla birlikte Türkiye'ye özgü şartlardaki değişiklikler ile birlikte bu sayının yükseltilmesi amaçlanmalıdır. Diğer taraftan ilkelerde YK tarafından oluşturulacak komitelerin başkanlarının bağımsız üye olması önerildiğinden, ikiden fazla komite oluşturulması halinde, yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı buna uygun olarak yükseltilmelidir (KGK, 2014). 2011 yılında yayınlanan bu tebliğ ile bağımsız yönetim kurulu üyesi bulundurma zorunluluğu getirilmiş ve 2012 yılında BİST firmaların yönetim kurulu üyelerinin ve/veya sayısının değişmesine neden olmuştur.

Yönetim kurullarının etkin bir şekilde işleyebilmesi için bağımsız bir yapıya sahip olması gerekmektedir. Yönetim kurulunu, kurumsal yönetişimin önemli bir mekanizması olarak kabul edenler, bağımsız yöneticilerin baskın olduğu yönetim

kurullarında, yöneticilerin daha iyi denetlendiğini ve kontrol edildiğini ileri sürmektedirler. Vekâlet teorisinin temelinde işletmelerde mülkiyet ve kontrolün ayrılmasından kaynaklanan verimsizliklere işaret edilmektedir. Vekâlet teorisinden hareketle bağımsız yöneticilerin varlığının, azınlık hissedarların haklarını büyük hissedarların fırsatçı davranışlarına karşı korumaları konusunda yararlanabilecekleri önemli bir savunma aracı olduğu söylenebilir (Akıncı, 2011: 71).

SPK kurumsal yönetim ilkelerine göre aşağıdaki bahsi geçen kriterlere uyan yönetim kurulu üyesi “bağımsız üye” olarak nitelendirmiştir (www.spk.gov.tr).

- *Şirket, şirketin ilişkili taraflarından biri veya şirket sermayesinde doğrudan veya dolaylı olarak %5 veya daha fazla paya sahip hissedarların yönetim veya sermaye bakımından ilişkili olduğu tüzel kişiler ile kendisi, eşi ve ikinci dereceye kadar kan ve sıhri hısımları arasında, son beş yıl içinde, doğrudan veya dolaylı önemli görev ve sorumluluklar üstlenecek yönetici pozisyonunda istihdam, sermaye veya önemli nitelikte ticari ilişkinin kurulmamış olması*
- *Son beş yıl içerisinde, başta şirketin denetimini, derecelendirilmesini ve danışmanlığını yapan şirketler olmak üzere, yapılan anlaşmalar çerçevesinde şirketin faaliyet ve organizasyonunun tamamını veya belli bir bölümünü yürüten şirketlerde çalışmamış ve yönetim kurulu üyesi olarak görev almamış olması,*
- *Son beş yıl içerisinde, şirkete önemli ölçüde hizmet ve ürün sağlayan firmaların herhangi birisinde ortak, çalışan veya yönetim kurulu üyesi olmaması,*
- *Yönetim kurulu görevi dolayısıyla hissedar ise sermayede sahip olduğu payın oranının %1’den fazla olmaması ve bu payların imtiyazlı olmaması,*
- *Bağımsız yönetim kurulu üyesi olması sebebiyle üstleneceği görevleri gereği gibi yerine getirecek mesleki eğitim, bilgi ve tecrübeye sahip olması*
- *Bağlı oldukları mevzuata uygun olması şartıyla üniversite öğretim üyeleri hariç, kamu kurum ve kuruluşlarında üye olarak seçildikten sonra tam zamanlı çalışmıyor olması,*
- *Gelir Vergisi Kanunu’na göre Türkiye’de yerleşmiş sayılması*
- *Şirket faaliyetlerine olumlu katkılarda bulunabilecek, şirket ortakları arasındaki çıkar çatışmalarında tarafsızlığını koruyabilecek, menfaat sahiplerinin haklarını dikkate alarak özgürce karar verebilecek güçlü etik standartlara, mesleki itibara ve tecrübeye sahip olması,*
- *Şirket faaliyetlerinin işleyişini takip edebilecek ve üstlendiği görevlerin gereklerini tam olarak yerine getirebilecek ölçüde şirket işlerine zaman ayırabiliyor olması.*

Bağımsız yönetim kurulunun olmasının etkili bir kurumsal yönetim sisteminin düzenlenmesinde gerekliliğinin literatürde ve toplumda genel bir fikir birliği vardır. İşletme yöneticilerinin veya sahiplerinin yönetim kurulunda bulunması, büyük yönetim kurulları, genel müdür ve yönetim kurulu başkanının aynı kişiden oluşması ve üst düzey yöneticilerin yıllarca aynı görevi yapması daha az bağımsız ve daha az etkin bir yönetim kurulunun oluşmasına neden olur (Ryan ve Wiggins, 2004). İngiltere’de yayınlanan Cadbury Raporu’nda, yönetim kurullarında en az 3

bağımsız yönetim kurulu üyesinin bulunmasını tavsiye etmektedir. Cadbury Raporu'ndan sonra ise farklı ülkelerde ve farklı kurumlar tarafından yayınlanan raporlarda yönetim kurullarının bağımsız olması gerekliliğinden sıkça bahsedilmiştir. Yönetim kurulunda ortaklığı olmayan üyelerin bulunması ve yönetim ile ilişkisi olmayan üyelerin olması yönetim kurulunun etkinliğini ve verimliliğini artıracaktır (Chakroun, 2013).

Yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığının önemi vekâlet teorisinde de vurgulanmıştır. Vekâlet teorisine göre, örgüt dışından olan yönetim kurulu üyeleri, örgüt içindeki denetimin sağlanması bakımından önemlidirler (Fama ve Jensen, 1983). Literatürde etkili yönetim kurullarında, firma dışından yönetim kurulu üyelerin sayısının daha fazla olduğu ile ilgili görüş birliği mevcuttur (Zahra ve Pearce, 1989). Kaynak bağımlılığı teorisinde ise, yönetim kurullarında firma dışından yönetim kurulu üyelerin olmasının sebeplerinden biri olarak, firma içinde bulunmayan yönetsel becerilere ve bilgiye ulaşılmasının sağlanması durumu belirtilmektedir (Pfeffer ve Salancik, 1978). Yönetim kuruluna firma dışından yönetim kurulu üyelerinin dâhil edilmesi, firmanın başarısı için gerekli olan kaynaklara ulaşmasına katkı sağlayacaktır (Johnson, Daily ve Ellstrand, 1996). Bu kaynaklar, “bilgi ve yetenek; tedarikçiler, müşteriler, kanun yapıcılar ve diğer sosyal gruplara erişim ile meşruiyet” (Hillman, Cannella ve Paetzold, 2000: 238) olarak sıralanabilir. Yönetim kurulu üyeleri, örgüt için gerekli olan kaynakları temin ettiklerinden, örgüt ile örgütün çevresi arasında bir bağ oluşturmaktadır. Örgütler, yönetim kurullarına dışarıdan üyeleri dâhil ederek ve birbirine bağlı yönetim kurulları oluşturarak, çevresel koşullarını yönetebilirler (Şener, 2011: 65).

Kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki çalışmaların tamamına yakın kısmında bağımsız yönetim kurulu üye sayısı (BYKÜ) temel bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bu bağımsız değişkenin firmaların finansal performansı üzerindeki etkisi tartışılmıştır. Konuya ilişkin literatür taramasında farklı sonuçlar tespit edildiği görülmüştür. Örneğin Taghizadeh ve Saremi (2013); Horváth ve Spirollari (2012); Guest (2009); Bozec (2005) BYKÜ sayısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki, buna karşın Davila (2013); Bouaziz ve Triki (2012); Black ve Kim (2007) gibi yazarlar ise pozitif bir ilişki olduğunu savunmuşlardır. Bu çalışmaların dışında Priya ve Nimalathasan (2013); Moscu (2013); Saravanan

(2012); Vafeas ve Theodorou (1998) gibi yazarlar BYKÜ sayısı ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki belirleyememişlerdir. Tüm bu sonuçlar tartışmalara yol açmış, konuya olan ilginin artmasına neden olmuştur

1.2.1. BYKÜ Sayısının İşletmenin Finansal Performansına Negatif Etkisi

Yönetim kurulunun bağımsızlık derecesinin onun kompozisyonuyla yakın bir şekilde ilişkili olduğu finans literatüründe ortak bir görüştür (John ve Senbet,1998: 380). Yönetim kurulunun bağımsızlığı, yönetim kurulunun dış üyelerden oluşan oranı olarak ifade edilmektedir (Linck, Netter ve Yang, 2008: 311). Yönetim kurulunda dış yöneticilerin sayısı orantılı olarak arttığı zaman yönetim kurulunun daha fazla bağımsız olacağı varsayılır. Amerika'daki kurumsal yönetim dış yöneticilerin büyük bir çoğunluğuyla “bağımsız” yönetim kurullarına doğru gittikçe artan bir şekilde yön değiştirmiştir (John ve Senbet,1998: 380).

En iyi kurumsal yönetim uygulamalarında, bağımsız yönetim kurulu üyelerin varlığının ve çokluğunun bulunması gerektiğine yönelik fikir birliği olmasına rağmen, farklı bulgular bu durumun ‘en iyi’ olduğu konusunda çeşitli soru işaretleri içermektedir. Örneğin; Yermack (1996) 1984–1991 yılları arasında faaliyette bulunan 452 ABD firması üzerine yapmış olduğu araştırmasında; bağımsız yönetim kurulu üye (BYKÜ) sayısı ile Tobin’s q arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin; buna karşın ROA ile BYKÜ sayısı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Bhagat ve Black (2002) ABD’de 1985-1995 yılları arasında faaliyette bulunan 928 firmanın YK yapısı ile performansı arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemiştir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda 1988-1993 dönemleri için BYKÜ sayısı ile Tobin’s q arasında negatif ancak anlamlı olmayan bir ilişki bulmuşlardır. Buna karşın BYKÜ sayısı ile ROA arasında negatif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Hermalin ve Weisbach (1988) araştırmalarında kurumsal yöneticiler arasında değişime neden olan faktörleri tanımlayarak, CEO intikal işlemi ve firma performansının YK kompozisyonunu etkileyeceğini ifade etmişlerdir. Yönetim kurulun CEO’ları emeklilik süresine az kaldığı zaman, firmalar iç yöneticileri başka ifade ile sonraki CEO olması için muhtemel aday olabilenleri ekleme eğiliminde olurlar. Sadece bir CEO değişikliği sonrasında, iç yöneticilerin kısa görev süreleri ile

yönetim kurulundan ayrılmaları daha fazla muhtemel gibi görünür. Çünkü bu yöneticiler muhtemelen adaylıklarını kaybetmişlerdir. Buna karşılık, bir firma kötü bir performans gösterdikten sonra ve bir ürün piyasasından ayrıldıktan sonra ise dış yöneticilerin yönetim kuruluna alınmasının daha fazla olası olduğunu ileri sürmüşlerdir (Hermalin ve Weisbach, 1988: 589).

Finans sektörü dışında Norveç ve İsveç'te faaliyette bulunan firmaların yabancı yönetim kurulu üyeliğinin firma değeri üzerindeki etkisini Oxelheim ve Randøy (2003) EKK ve 2EKK yöntemleri yardımıyla test etmişlerdir. 650 gözlemden oluşan ve 1996-1998 yıllarını içine alan çalışma sonucunda bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile firma değeri arasında negatif ve anlamlı ilişkiler bulmuşlardır. Postma, Ees ve Sterken (2003) 1997 yılında Hollanda borsasına kayıtlı 94 firmanın yönetim kurulu yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Araç değişkenler modeli kullanılan çalışma sonucunda bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile firma performansı arasında negatif yönlü buna karşın istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki bulunmuştur. 1976–2000 yıllarını içine alan ve Kanada firmaları üzerine yapılan araştırmada Bozec (2005) yönetim kurulu yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 25 firmanın toplam 459 gözlemden yararlanılan çalışmada en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile ROA arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Kiel ve Nicholson (2003) Avustralya borsasına kayıtlı üzerinde yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yazarlar kurullarında bağımsız üye oranı yüksek olan şirketlerin diğer şirketlerden daha iyi performans göstermediklerini ispatlamışlardır.

Guest (2009) İngiltere'de 1981-2002 yılları arasında ortalama 125 firmanın yönetim kurulu büyüklüğünün performans üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmiştir. Yapılan analizler sonucunda bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile Tobin's Q, ROA ve hisse başına kazanç arasında negatif bir ilişki elde edilmiştir. Chen ve Nowland (2010) Hong Kong, Malezya, Singapur ve Tayvan borsalarında endex 100'de finans sektörü dışında işlem gören firmaların optimal yönetim kurulu denetimini araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda aile işletmeleri bağımsız yönetim kurulu (BYK) oranının Tobin's q üzerinde pozitif bir etkisinin olduğunu gözlemlemişlerdir. Ancak bağımsız değişkenin karesi alınıp tekrar modele ilave

edilmesiyle söz konusu ilişkinin konkav olduğu anlaşılmıştır. Aile dışı diğer işletmeler için ise BYK oranı ile Tobin's q arasında anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir. Wintoki, Linck ve Netter (2012) ABD firmalarını ele aldıkları çalışmalarında kurumsal yönetimin dinamiklerini içsellik bağlamında değerlendirmiştir. Geliştirilen modeller sonucunda BYK oranının ROA üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisinin olduğu gözlemlenmiştir. Benzer sonuçlar Ghabayen (2012) tarafından Suudi Arabistan firmaları açısından da tespit edilmiştir. Higgs Raporu'nda (2003) belirtildiği gibi kurum stratejisine katkı yapmak yerine BYKÜ işletme performansına zarar vermektedir.

Koerniadi ve Tourani-Rad (2012) çalışmalarında, Yeni Zelanda borsasına kayıtlı firmalar açısından yönetim kurulunun önemini ampirik olarak incelemiştir. Analiz sonucunda BYK oranı ile ROA ve ROE arasında negatif ve anlamlı bir ilişki; buna karşın Tobin's q arasında negatif ancak anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 79 firmanın 2007-2011 yıllarına ait verilerinden yararlandığı araştırmalarında yönetim kurulu ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Yapılan analiz sonucunda ROA ile BYKÜ arasında pozitif; buna karşın Tobin's q ile BYKÜ arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Benzer sonuçlar Horváth ve Spirollari (2012) S&P 500 borsa endeksinde bulunan 136 Amerikan şirketi için tespit edilmiştir.

Liao ve Young (2013) Çin'de Shanghai ve Shenzhen Menkul Kıymetler borsasında hisse senetleri işlem gören firmalarda kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi ampirik olarak test etmişlerdir. Yapılan analizler sonucunda BYKÜ sayısı fazla olan firmaların piyasa değerlerinin daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Cook (2013) Kanada Borsası'nda işlem gören 62 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının ile finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. BYKÜ bulunan firmaları 1 olarak, olmayan firmaları ise 0 tanımlayarak lojistik regresyon yöntemini ve BYK üyesi olan ve olmayan firmalar arasında finansal performansları arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını tespit etmek için T-testi kullanmıştır. Analiz sonuçlarına göre; BYKÜ sayısının ROA ve Tobin's q üzerinde negatif, istatistiksel olarak anlamlı ancak zayıf ilişkiler mevcuttur. Bhagat ve Bolton (2013) RiskMetrics veri tabanından yararlanarak ABD'de bulunan 1500 firmanın

yönetim ve sahiplik yapısının performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. Araştırmada analize dâhil edilen dönemi 2002 yılı öncesi ve 2002 yılı sonrası olarak iki gruba ayırmışlardır. Ampirik analizler sonucunda 2002 yılı öncesi dönem için BYKÜ sayısı ile ROA ve Tobin's q arasında negatif bir ilişkinin; buna karşın 2002 yılı sonrası dönem için ise pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Arosa, Iturralde ve Maseda (2013) İspanya'da faaliyette bulunan küçük ve orta ölçekli 307 firma için, Taghizadeh ve Saremi (2013) Malezya'daki firmalar için, Cavaco, Challe, Crifo, Reberioux ve Roudaut (2013) Fransız firmaları için benzer sonuçlar belirlenmiştir. Başka bir ifade ile bağımsız yönetim kurulu üye sayısının çok fazla olması, firmanın performansına zarar verdiğini belirlemişlerdir. Hermalin ve Weisbach (1988) göre kötü performans hissedarların daha bağımsız bir yönetim kurulunu seçmelerine neden olacaktır. Bağımsız yönetim kurulu da finansal performans üzerinde bir etkiye sahip olacaktır. Böylece, yönetim kurulu kompozisyonu ve performans birlikte birbirlerini etkilemektedir (Hermalin ve Weisbach, 1988).

Tablo 4. BYKÜ Sayısının Finansal Performans Üzerinde Negatif Etkisini Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Yermack	1996	ABD	1984-1991	452	EKK/SEM	*/-*	-
Bhagat ve Black	2002	ABD	1988-1993	928	EKK/3EKK	-	*/-
Oxelheim ve Randøy	2003	Norveç	1996-1998	132	EKK/2EKK	*/-	
Oxelheim ve Randøy	2003	İsveç	1996-1998	121	EKK/2EKK	*/-	
Postma vd.	2003	Hollanda	1997	94	ADM	*/-	*/-*
Kiel ve Nicholson	2003	Avustralya	1996-1998	348	REG/KOR/ANV	*/-	
Bozec	2005	Kanada	1976-2000	25	EKK		*/-
Guest	2009	İngiltere	1981-2002	125*	GLM/EKK/SEM	*/-*	*/-
Chen ve Nowland	2010	Hong Kong, Malezya, Singapur ve Tayvan	1998-2004	185	SEM	*/-	
Ghabayen	2012	Suudi Arabistan	2011	102	EKK/KOR		*/-
Wintoki vd.	2012	ABD	1991-2003	>6000	EKK/SEM/ GLM		*/-
Horváth ve Spirollari	2012	ABD	2005-2009	136	REG	*/-	
Fauzi ve Locke	2012	Yeni Zelanda	2007-2011	79	GLM/KOR	*/-	+*
Koerniadi ve Tourani-Rad	2012	Yeni Zelanda	2004-2006	182	EKK/2EKK	-	*/-*
Bhagat ve Bolton	2013	ABD	1998-2001	1500	2EKK/EKK/KOR	*/-	*/-
Cook	2013	Kanada	2012:12- 2013:3	62	LOJ/ANV/KOR/T	*/-	*/-
Liao ve Younng	2013	Çin	1999-2010	1250	GLM/EKK/KOR	*/-	
Cavaco vd.	2013	Fransa	2003-2011	237*	EKK/GLM		*/-*/-*/-*
Wang vd.	2013	RiskMetrics	1996-2006	210	REG	*/-	
Taghizadeh ve Saremi	2013	Malezya	2000-2011	244543	REG/KOR		-/*
Arosa vd.	2013	İspanya	2006	307	EKK/KOR		*/-

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- *İlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, LOJ; Lojistik regresyon yöntemini, ANV; anova yöntemini, GLM; geliştirilmiş doğrusal modelini, SEM; sabit etkiler modelini, ADM; araç değişkenler modelini göstermektedir.

1.2.2. BYKÜ Sayısının İşletmenin Finansal Performansına Pozitif Etkisi

Yönetim kurullarının verimliliğini belirleyen ana kriter, yönetim kurulu üyeleri ve davranışlarıdır. Yönetim kurulu üyelerinden beklenen katkı temin edilebilmesi için öncelikle üyelerin özenli bir şekilde seçilmesi gerekmektedir. Ülkemizde işletmelerin önemli bir kısmında aile fertleri yönetim kurulu üyeleridir. İşletmenin dışarıya kapalı olması, işletme içi bilgileri “sır” olarak korumak istemesi, yönetim ve sahipliğin aynı kişiden oluşması gibi sebepler bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yönetim kurulunda yer almasını engellemektedir. Ancak, vekâlet ve yönetim egemenliği teorisinde de vurgulandığı gibi, işletmenin etkin bir şekilde iyi yönlendirilmesini ve denetlenmesini sağlamak için yetkin ve bağımsız dış üyelerin yönetim kurulunda yer alması gerekir. İşletmenin; deneyimleri, görüşleri ve çıkarları yönetim kadrosundan farklı olan bağımsız yönetim kurulu üyelerine ihtiyacı vardır. (Büber, 2008: 38).

Temsil teorisine göre yönetici fırsatçı bir kaytarıcı değildir. Yönetim kurulları kurumsal varlıkları iyi bir biçimde temsil etmek için etkin çalışmaktadırlar. Böylelikle yöneticilerin motive edilmesiyle ilgili herhangi bir problem temsil teorisinin doğasında yoktur. Temsil teorisine göre, yöneticiler aslında güvenilir kişilerdir ve bundan dolayı yöneticilere emanet edilen kaynakları en iyi şekilde temsil etmektedirler. Temsil teorisine göre verimli ve etkili kararların alınabilmesi için yönetim kurulu üyelerinin önemli bir kısmının iç yöneticilerden oluşması gerektiğini savunmaktadır (Donaldson ve Davis (1991: 51).

Temsil teorisyenleri yöneticilerin hizmet rolünü vurgulamakta ve yöneticiler ile sahipler arasındaki içsel bir çatışmanın varlığını kabul etmemektedirler. Temsil teorisine göre, içeridekiler firma operasyonları, teknik uzmanlık ile ilgili derinlemesine bilgiye sahip oldukları için ve firmaya olan bağlılıkları sayesinde dışarıdakilerden daha iyi firmaya hizmet etmektedirler. Başka bir ifadeyle temsil teorisyenleri iç üyeleri desteklemekte buna karşılık vekâlet teorisyenleri dışarıdan bağımsız üyeyi desteklemektedirler. Vekâlet teorisi yöneticilere karşı pay sahiplerinin haklarını korumak için yapısal mekanizmalar olarak yönetim kurulunu kavramsallaştırmakta ve kontrol rolü üzerine odaklanmaktadır. Vekâlet teorisyenlerine göre, yönetim kurulunun esas görevi yöneticileri izlemek ve kendi

çıkarları için hizmet etmelerine engel olmaktır (Selekler, Gökşen ve Karataş, 2008: 134; akt. Çarkçı, 2014: 12). Vekâlet teorisine göre yönetim kurulunun temel görevi, yöneticiler kendi çıkarlarını maksimize etmek için çalışacaklarından dolayı yöneticileri gözetlemek ve kendi çıkarları için faaliyette bulunmalarını engellemek iken temsil teorisine göre, yöneticilerin pay sahipleri adına dışarıdaki yöneticilerden daha iyi çalışacakları varsayılmaktadır (Çarkçı, 2014: 12).

Black, Jang ve Kim (2006) 2001 yılında Kore'de bulunan 515 firma üzerine yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetimin firma değeri üzerinde etkisini tek aşamalı ve iki aşamalı EKK yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışma sonucunda bağımsız yönetim kurulu (BYK) oranı %50'nin üzerinde olan firmaların karlılık ve Tobin's q oranının daha yüksek olduğu tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Cho ve Kim (2007) çalışmalarında, bağımsız yönetim kurulunun ve sahiplik yapısının karlılık üzerindeki etkisini 1998 yılında Kore'de faaliyette bulunan 347 firma açısından incelemişlerdir. Geliştirilen modeller sonucunda bağımsız yönetim kurulunun firma karlılığı (ROA) üzerinde olumlu etki yaptığını savunmuşlardır. Buna karşın 1999-2002 yıllarını içine alan çalışmada 450 firma verisinden yararlandıkları ve tek aşamalı ve iki aşamalı EKK yöntemini kullandıkları çalışma neticesinde BYK oranı ile Tobin's q arasında karma sonuçlar elde etmişlerdir. Bu bulgular sadece kurumsal yöneticiler gibi kaynak bakımından zengin dış yöneticilerin firma performansına katkı sağladığı ve bireysel yöneticiler gibi kaynak bakımından fakir dış yöneticilerin ise, her vekâlet teorisi mantığı yönetimi etkilemek için onların varsayılan çıkarlarına rağmen, katkı sağlamada başarısız olduklarını ifade eden kaynak bağımlılığı önermesini açık bir şekilde belirtmektedir (Peng, 2004: 466).

Peng, Zhang ve Li (2007) Çin firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında ikilik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1992-1996 yılları ait ve 1202 gözlemden oluşan araştırmada çoklu regresyon modelleri geliştirilmiştir. Modelin tahmin sonuçlarına göre kontrol değişkeni olarak analize dâhil edilen bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile ROE arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler ortaya konmuştur. Benzer şekilde Black ve Kim (2007) çalışmasının bir bölümünde 1998-2004 yılları arasında 248 Kore firması için bağımsız yönetim kurulları ile firmaların piyasa performansı arasındaki ilişkiyi, sabit etkiler, iki aşamalı en küçük kareler ve üç aşamalı en küçük kareler yönteminden yararlanarak

incelemiştir. Çalışma sonucunda bağımsız yönetim kurulu oranının Tobin's q üzerinde olumlu etkisinin olduğunu tespit etmiştir. Kyereboah-Coleman (2007) Güney Afrika, Gana, Kenya ve Nijerya'da 1997-2001 yılları arasında beş farklı sektörde faaliyette bulunan 103 firma için kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi en küçük kareler yöntemini kullanarak araştırmıştır. Yapılan analiz sonucunda bağımsız yönetim kurulu oranı ile Tobin's q arasında pozitif ve anlamlı olmayan bir ilişki; ancak ROA arasında pozitif ve %5 düzeyinde anlamlı sonuçlar bulmuştur. Bu çalışmalarda elde edilen bulgular 1998 yılında yayınlanan Hampel Raporu'nda belirtildiği gibi şirketin kapsamlı stratejilerinin belirlenmesi ve bunların uygulanmasında asıl sorumlunun, yönetim kurulları olduğu saptanmıştır. Bu stratejilerin belirlenmesi ve uygulanabilmesi için yüksek nitelikte liderin ve ayrıca karar verme hususunda liderlerinden bağımsız karar verebilen üyelerin bulunması gerektiği ifade edilmiştir. Bununla birlikte Kurumsal Yönetimin Birleştirilmiş Kuralları raporunda (2003), yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun bağımsız üye olması tavsiye edilmiştir.

Cornett, Marcus, Saunders ve Tehranian (2007) S&P 100 borsa endeksinde bulunan firmalarda yönetim kurulu yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi EKK yöntemi aracılığıyla test etmişlerdir. Çalışma sonucunda BYKÜ sayısının ile ROA üzerinde olumlu bir etki yaptığını ifade etmişlerdir. Benzer şekilde Dahya, Dimitrov ve McConnell (2008) 2002 yılında, 7 farklı piyasada ve 22 ülkede (Avustralya, Belçika, Brezilya, Kanada, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Hong Kong, Hindistan, İtalya, Japonya, Kore, Malezya, Meksika, Hollanda, Güney Afrika, İspanya, İsveç, İngiltere ve ABD) yönetim kurulları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 799 firmanın finansal verilerinden yararlandığı çalışma sonucunda BYK oranı ile Tobin's q arasında pozitif ve anlamlı sonuçlar ortaya koymuşlardır. Yazarlar; bağımsız yönetim kurulu üyelerinin amaç ve hedeflere ulaşmada, performans ve strateji geliştirmede önemli bir role sahip olduğunu belirtmişlerdir.

Lefort ve Urzúa (2008) Şili'de 2000-2003 yılları arasında faaliyette bulunan firmalar üzerine yapmış oldukları çalışmalarında yönetim ve sahiplik yapılarının firma performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak araştırmışlardır. Çalışmalarında 2000-2003 yılları için sırasıyla 161, 162, 164 ve 165 firma verisinden

yararlanmışlardır. EKK ve sabit etkiler yöntemleri sonucunda BYK oranı ile Tobin's q arasında anlamlı olmayan bir ilişki; buna karşın 3EKK yöntemi sonucunda BYKÜ oranı ile Tobin's q arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. Buna karşın Ehikioya (2009) 1998-2002 yılları arasında Nijerya borsasına kayıtlı 107 firma üzerine yaptığı çalışmada BYKÜ sayısı ile ROA arasında negatif; buna karşın Tobin's q arasında ise pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Bununla birlikte BYKÜ sayısı ile ROE arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir. İrlanda firmaları üzerine yaptıkları ve 2001 yılına ait 77 firma verisinden yararlandıkları araştırmalarında O'Connell ve Cramer (2010) yönetim kurulu özellikleri ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda BYK oranı ile ROA arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki elde edilirken, Tobin's q arasında ise pozitif ancak anlamlı olmayan ilişkiler ortaya konmuştur. Yazarlar elde ettikleri bulguları BYK üyeleri diğer YK üyelerine nazaran daha fazla heterojen görüşlere sahip olabildikleri için, yönetim kurulu kararlarını yumuşatabilirler ve böylece daha az performans değişkenliği ortaya çıkmasıyla yorumlamışlardır.

Abbasi, Kalantari ve Abbasi (2012) çalışmada, Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda gıda sektöründe hisse senetleri işlem gören 82 firmanın 2002– 2011 yılları için kurumsal yönetim mekanizmaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırma sonucunda BYKÜ sayısı ile Tobin's q arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki belirlenmiştir. Benzer şekilde Reyna ve Encalada (2012) araştırmalarında, Meksika Borsası'na kayıtlı 83 firmanın sahiplik ve yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini ölçmek istemişlerdir. Ampirik analizler sonucunda büyüme fırsatı olan firmalar açısından BYKÜ sayısı ile Tobin's q arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki; buna karşı büyüme fırsatı olmayan firmalar açısından ise BYKÜ ile Tobin's q arasında pozitif ancak anlamlı olmayan bir ilişki bulmuşlardır. Sonuç olarak yazarlar; BYK üyeleri daha iyi finansal kararlara neden olacağı ve vekâlet problemlerini azaltacağını savunmuşlardır. Başka bir ifade ile yönetim kurulu bağımsızlığının firmaların daha yüksek finansal performansa sahip olacağını ifade etmişlerdir.

Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 79 firmanın 2007-2011 yıllarına ait verilerinden yararlandığı

araştırmalarında yönetim kurulu ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda ROA ile BYKÜ arasında pozitif; buna karşın Tobin's q ile BYKÜ arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bouaziz ve Triki (2012) ise Tunus firmaları üzerine yaptıkları araştırmalarında yönetim kurulu özelliklerinin muhasebe esaslı performans göstergeleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapılan çalışma sonucunda BYK oranı ile ROA ve Tobin's q arasında pozitif bir ilişki ancak ROE ile BYK oranı arasında anlamlı olmayan ilişkiler elde edilmiştir. Gordon (2006) yılında çalışmasında belirttiği gibi yazarlar; BYK üyeleri hissedarların çıkarlarının ve sosyal refahın artırılabilmesi için kilit rol oynadıklarını ifade etmişlerdir. Ayrıca finansal ihtiyaçlar gösteren firmaların yönetim kurulu üyeleri olarak bağımsız yöneticileri ilave etme eğilimindedir (Lefort ve Urzua, 2008: 616).

Bhagat ve Bolton (2013) RiskMetrics veri tabanından yararlanarak ABD'de bulunan 1500 firmanın yönetim ve sahiplik yapısının performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. Araştırmada analize dâhil edilen dönemi 2002 yılı öncesi ve 2002 yılı sonrası olarak iki gruba ayırmışlardır. Ampirik analizler sonucunda 2002 yılı öncesi dönem için bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile ROA ve Tobin's q arasında negatif bir ilişkinin; buna karşın 2002 yılı sonrası dönem için ise pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. 2005-2009 yıllarını içine alan ve finans sektörü dışında kalan 80 Pakistan firması üzerine yapmış oldukları çalışmalarında Rehman ve Shah (2013) BYK oranı ile Tobin's q, ROA ve ROE arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde etmişlerdir. Davila (2013) Kolombiya'daki firmalar için yönetim kurulunun artması firma değeri üzerinde olumlu etki yaptığını belirlemiştir.

Sonuç olarak yukarıda özetlenen çalışmalarda bağımsız yönetici bulunması firmaların muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergelerini olumlu yönde etkilemektedir. Başka bir ifade ile yönetim kurulu içerisinde bağımsız yönetim kurulu oranı yüksek olan firmaların daha başarılı olacaklarını ileri sürülmüştür. Ayrıca söz konusu yazarlar; bağımsız yönetim kurulu üyelerinin değerlendirmelerini etkileyebilecek hiçbir koşul altında ve ilişki içinde yer almaması gerektiği ifade etmişlerdir. Bununla birlikte BYKÜ sayısı ile performans arasında negatif ilişkiler

tespit eden yazarlar BYK üyelerinin firma performansına olumsuz etki yapmasından ziyade, bağımsız üyelere bir sınırlama getirilmesini vurgulamışlardır.

Tablo 5. BYKÜ Sayısının Finansal Performans Üzerinde Pozitif Etkisini Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Black vd.	2006	Kore	2001	515	EKK/2EKK	+*	+*
Peng vd.	2007	Çin	1992-1996	240*	EKK/KOR		+*
Kyereboah-Coleman	2007	G. Afrika, Gana, Nijerya, Kenya	1997-2001	103	EKK	+	+*
Cornett vd.	2007	ABD	1993-2000	100	EKK		+*
Choi vd.	2007	Kore	1999-2002	450	EKK/2EKK	+*/+	
Cho ve Kim	2007	Kore	1998	347	EKK		+*
Black ve Kim	2007	Kore	1998-2004	248	SEM/2EKK/3EKK	+*	
Dahya vd.	2008	22 ülke	2002	799	EKK/2EKK/REM	+*	
Lefort ve Urzúa	2008	Şili	2000-2003	163*	EKK/3EKK/SEM	+*/+*	
Ehikiyoa	2009	Nijerya	1998-2002	107	EKK	+*	-*/+
O'Connell ve Cramer	2010	İrlanda	2001	77	EKK/2EKK	+	+*
Abbasi vd.	2012	İran	2002-2011	82	GEKK	+*	
Reyna ve Encalada	2012	Meksika	2005-2011	83	SEM	+*/+	
Bouaziz ve Triki	2012	Tunus	2007-2010	26	EKK/KOR	+*	+*/-
Fauzi ve Locke	2012	Yeni Zelanda	2007-2011	79	GLM/KOR	-*	+*
Bhagat ve Bolton	2013	ABD	2003-2007	1500	2EKK/EKK/KOR	+*	+*
Rehman ve Shah	2013	Pakistan	2005-2009	80	EKK	+*	+*/+*
Davila	2013	Kolombiya	2002-2009	36*	EKK/T	+*	

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, GEKK; geliştirilmiş en küçük kareler yöntemini, GLM; geliştirilmiş doğrusal modelini, SEM; sabit etkiler modelini, REM; rassal etkiler modelini göstermektedir.

1.2.3. BYKÜ Sayısı İle Finansal Performans Arasında Anlamli Olmayan İlişkiler

En iyi kurumsal yönetim uygulamalarında, yönetim kurulu üyelerinin büyük bir kısmının bağımsız üye olması, icrada görev almaması, ayrıca bu kişilerin kurullarında üye oldukları şirkette belli bir süre çalışmamış ve şirket ile herhangi maddi bağlantı içerisinde bulunmamış olması tavsiye edilmiştir. Bağımsız üye olma şartlarından bir diğeri ise üyenin şirket sermaye payının %5'ten fazla olmamasıdır. Bu özellikleri sağlayan üyelerin sayısı, yönetim kurulunun bağımsızlık oranını belirlemektedir. Kanada'da 1994 yılında yayınlanan Dey raporunda bağımsız üyelerin, şirket yönetiminden bağımsız olarak, şirket ile herhangi iş, çıkar veya farklı ilişkide bulunmaması, yalnızca şirkete odaklanması gerektiği vurgulanmıştır (Ekşi, 2009: 127).

En iyi kurumsal yönetim uygulamalarında, bağımsız yönetim kurulu üyelerin varlığının ve çokluğunun bulunması gerektiğine yönelik fikir birliği olmasına rağmen, farklı bulgular bu durumun 'en iyi' olduğu konusunda çeşitli soru işaretleri içermektedir. Örneğin; Barnhart ve Rosenstein (1998) 1990 yılında S&P 500 borsa endeksinde bulunan 321 Amerikan firması üzerine yaptıkları çalışmalarında BYK oranı ile Tobin's q arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki belirlemişlerdir. Benzer sonuçlar ABD firmaları için Vafeas ve Theodorou (1998) ve İsviçre firmaları açısından Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmermann (2003) tarafından tespit edilmiştir. Çin Borsasına kote olmuş firmalar üzerine yaptıkları çalışmalarında Tian ve Lau (2001) yönetim kurulu bileşenleri ve liderlik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi çoklu regresyon modelleri geliştirerek ölçmüşlerdir. Çalışma neticesinde BYK oranının muhasebe esaslı performans göstergeleri etkili olmadığı vurgulanmıştır.

Andres, Azofra ve Lopez (2005) 10 OECD ülkeleri (Belçika, Kanada, İsviçre, Almanya, İspanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Hollanda ve ABD) üzerine yaptıkları çalışmalarında yönetim kurulu yapısının firmaların performansına etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. Ampirik analizler sonucunda bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile Tobin's q ve ROA arasında istatistiksel olarak doğrusal olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Benzer bulgular Mak ve Kusnadi (2005) Singapur ve Malezya

firmaları için ve Chen, Cheung, Stouraitis ve Wong (2005) Hong Kong firmaları açısından da belirlenmiştir.

Haniffa ve Hudaib (2006) 1996-2000 yılları arasında faaliyette bulunan 347 Malezya firması üzerine yapmış oldukları araştırmada BYKÜ sayısı ile Tobin's q ve ROA arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar belirlenmiştir. Benzer sonuçlar Ghosh (2006), Cheung, Connelly, Limpaphayom ve Zhou (2007), Kim (2007), Yu (2008), Lam ve Lee (2008), Cheng (2008), Cheng, Evans ve Nagarajan (2008), Rashid, Zoysa, Lodh ve Rudkin (2010), Arosa, Iturralde ve Maseda (2010) tarafından da tespit edilmiştir.

Arosa, Iturralde ve Maseda (2010) çalışmalarında, BYKÜ sayısının firma performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak incelemiştir. Araştırmada 2006 yılında borsaya kote olmayan ve İspanya'da faaliyette bulunan aile firmaları analiz edilmiştir. Analizler sonucunda BYKÜ ile ROA arasında anlamlı bir ilişki belirlenememiştir. Rashid, Zoysa, Lodh ve Rudkin (2010) çalışmalarında, Bangladeş'te bulunan firmaları, Saravanan (2012) Hindistan firmaları için elde edilmiştir.

Moscu (2013) Yönetim kurulu özelliklerinin firma performansı üzerindeki etkisini Romanya borsasına kayıtlı firmaların verilerini kullanarak araştırmıştır. Ampirik analizler sonucunda BYKÜ ile ROA ve ROE arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar bulmuştur. Benzer sonuçlar Priya ve Nimalathan (2013), Velnampy (2013) Sri Lanka, Rad vd. (2013) İran ve Malezya, Vo ve Phan (2013) Endonezya örneklemini açısından tespit edilmiştir. Bu çalışmaların dışında Kim (2013) 2002 yılında Fortune 1000 listesinde yer alan 290 Amerikan şirketlerinde kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performansı üzerinde etkisini incelemiştir. Çoklu regresyon analizi sonucunda bağımsız yönetim kurulu büyüklüğü ile ROA arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenememiştir. Swastika (2013) kurumsal yönetim, firma büyüklüğü ile kazançlar arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 51 firma verisinden yararlanılan çalışma sonucunda Swastika (2013) bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile firma kazançları arasında anlamlı ilişkiler bulamamıştır.

Yukarıda özetlenen çalışmalarda BYKÜ sayının finansal performans üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunulmuştur. Söz konusu çalışmaların en önemli özelliği örneklem olarak Avrupa ülkelerinin ve gelişmiş ülkelerin olmamasıdır. Arosa vd. (2010) İspanya, Kim (2010) ABD firmaları için yaptıkları çalışmalarda analize dâhil edilen dönemin tek yıl olması, anlamlı olmayan sonuçların tespit edilmesine neden olmuştur. Söz konusu araştırmalarda BYKÜ ile performans göstergeleri arasında negatif veya anlamsız ilişkiler tespit edilmesine rağmen, bu ülkelerde kurumsal yönetim kültürünün gelişmesi ile birlikte BYK üyelerin performans göstergelerine olumlu katkı yapacağı düşünülmektedir. Başka bir ifade ile kurumsal kültür değiştikçe, gelişmiş ülkelerde olduğu gibi bu ülkelerde de firmaların performans göstergeleri de artacaktır.

Tablo 6. BYKÜ Sayısı İle Finansal Performans Arasında Anlamlı Olmayan İlişki Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Barnhart ve Rosenstein	1998	ABD	1990	321	EKK/3EKK/KOR	-	
Vafeas ve Theodorou	1998	ABD	1994	307	EKK	+	
Tian ve Lau	2001	Çin	1996-1997	113	REG/KOR		-/+
Beiner vd.	2003	İsviçre	2001	165	EKK/GLM	-	
Andres vd.	2005	10 OECD Ülkesi	1996	450	EKK/GLM	-	-
Mak ve Kusnadi	2005	Singapur	1999-2000	230	EKK	-	
Mak ve Kusnadi	2005	Malezya	1999-2000	230	EKK	-	
Chen vd.	2005	Hong Kong	1995-1998	412	EKK	.*	-/+
Haniffa ve Hudaib	2006	Malezya	1996-2000	347	EKK	+	-
Ghosh	2006	Hindistan	2003	127	EKK		+/+
Cheung vd.	2007	Hong Kong	2002	168	EKK	-	-
Kim	2007	Kore	1998-2003	473	REM	+	
Yu	2008	Çin	2000-2004	1977	EKK/T		+/+
Lam ve Lee	2008	Hong Kong	2003	128	REG/KOR/ T	+	.*/-
Cheng vd.	2008	ABD	1984-1991	350	EKK	+	+
Cheng	2008	ABD	1996-2004	1252	EKK	-	-
Rashid vd.	2010	Bangladeş	2005-2009	75*	REG/KOR	+	+
Arosa vd.	2010	İspanya	2006	369	EKK/KOR		-
Saravanan	2012	Hindistan	2001-2010	1732	REG/KOR/T	+	
Moscu	2013	Romanya	2010	62	EKK		-/-
Kim	2013	ABD	2002	290	REG/KOR		-
Vo ve Phan	2013	Vietnam	2006-2011	77	EKK/KOR		+
Swastika	2013	Endonezya	2005	51	REG		-
Priya ve Nimalathasan	2013	Sri Lanka	2008-2012	Seçilmiş	REG/KOR		-/-
Velnampy	2013	Sri Lanka	2007-2011	28	REG/KOR		-/+

Tablo 6 (devam)

Rad vd.	2013	İran	2006-2010	87	EKK	+	
Rad vd.	2013	Malezya	2006-2010	96	EKK	-	

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, REM; rassal etkiler modelini göstermektedir.

1.3. KADIN YÖNETİM KURULU ÜYE SAYISININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Modern yönetim kurulları hissedarların çıkarlarını korumak amacıyla üst yönetimin faaliyetlerini ve performanslarını gözden geçirmek ve denetlemek zorundadır (O'Connell ve Cramer, 2010: 387). Yönetim kurullarının denetlemedeki başarısı YK üyelerinin özellikleri, başka işletmelerde YK görevlerinde bulunmaları, yönetici sahiplik seviyeleri ve ücretlendirilme şekillerine bağlı olarak değişmektedir (Campbell ve Minguez-Vera, 2008: 435). Ayrıca yönetim kurullarının stratejiyi oluşturmak ve yürütmekle birlikte dış çevreyle iletişimi sağlamada işlevleri de vardır. Bu görevleri bağlamında YK üyeleri işletmenin finansal performansını doğrudan belirlemekte ve bu bağlamda meydana gelen problem, nasıl bir YK yapısının hissedarlarının refahını en üst düzeye çıkaracağıdır (O'Connell ve Cramer, 2010: 387).

Türkiye'de kadın YK üyelerinin (KYKÜ) finansal performansa olan etkileri incelendiğinde bu durum kadın YK üyelerinin işlevselliğini ortaya koyabileceği gibi, pozitif bir katkının ortaya çıkıyor olması da kadın YK üyesi bulundurmayan işletmelerin yönetim kurullarında daha çok sayıda kadın YK üyesi bulundurmasında teşvik niteliği taşıyabilecek, başka ülkelerde örneği olduğu gibi devlet tarafından kadın YK üyesi bulundurma zorunluluğu düzenlemelerine de bir zemin hazırlayacaktır (Karayel ve Doğan, 2014).

Türkiye'de kadın üyelerini ilgilendiren Seri: IV, No: 57 sayılı "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" 11.02.2012 tarih ve 28201 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu tebliğe göre; zorunlu uygulamayı olmamakla birlikte "Yönetim kurulunda en az bir kadın üye bulunur." ilkesi getirilmiştir. Söz konusu ilke "Uygula Uygulamıyorsan Açıkla" prensibi gereğince tavsiye niteliği taşımaktadır (Karayel ve Doğan, 2014).

Kadın yönetim kurulu üyesi ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda iki teori ön plana çıkmaktadır. Bunlardan birincisi vekâlet teorisidir. Vekâlet teorisine göre; yönetim kurulunda bağımsız olmayan üyeler ile bağımsız üyeler arasında bir dengenin olması gerekmektedir. Bu denge içinde

bulunan bağımsız yönetim kurulu üyeler üst düzey yönetimi daha etkili bir biçimde kontrol edip gözetleyecektir. Yönetim kurulunda, cinsiyet bakımından çeşitliliğin olması durumunda, başka bir ifade ile kadın üyelerinde yer alması durumunda, yönetim kurulunun bağımsızlığını arttıracak ve böylelikle daha dengeli bir yönetim kurulu yapısı meydana gelecek ve alınacak kararların hiçbir kişi ya da grup adına alınmamasına sebep olacaktır. İkinci teori olan Kaynak bağımlılığı teorisine göre; yönetim kuruluna bağımsız ve bağımlı üyelerin getirilmesi dış bağlantıların kurulması, bilginin iletimi, değişik konularda destek almayı sağlayan kaynakların temin edilmesi için yararlı olacaktır. Yönetim kurulunda cinsiyet açısından çeşitliliğin artırılması, yönetim kurulunu daha bağımsız hale getirecektir. Başka bir ifade ile yönetim kurulunda cinsiyet çeşitliliğinin artırılması halinde, işletmenin kaynaklardaki çeşitliliğin de arttırmasına yardımcı olacak böylelikle işletme performansını olumlu yönde etkileyecektir (Ocak, 2013: 109).

Pearce ve Zahra (1991) göre, güçlü yönetim kurulları daha yüksek kadın yönetici sayısına sahiptir. Güçlü yönetim kurulları, toplumdaki değişimlere ve kurumsal yönetimde kadınların aktif katılımına daha duyarlıdırlar. Bununla birlikte güçlü yönetim kurulları işletmelerin düşünebilecekleri stratejik seçeneklerle ilgili tavsiye ve yasal danışmanlık yaparlar. CEO ve şirketin performansını denetler ve değerlendirirler ve örgütsel etkililiği garanti etmek için uygun eylemleri gerçekleştirirler. Bu rolün gerçekleştirilmesiyle, yöneticiler hissedarların çıkarlarını korurlar (Pearce ve Zahra, 1991).

Shrader, Blackburn ve Iles (1997) ABD şirketleri açısından kadın yönetim kurulu (KYK) üyelerinin oranı ile ROA, ROE ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişler. 1992 yılına ait 200 firma verisinden yararlandıkları araştırma sonucunda KYK oranı ile performans göstergeleri arasında geliştirilen modellerin bir kısmında negatif ilişkiler tespit edilmiştir. Buna karşın Erhardt, Werbel ve Shrader (2003) 1993-1998 yıllarını içine alan çalışmalarında 127 büyük Amerikan şirketinin yönetim kurullarında yer alan kadın üyeler ile ROA ve yatırım karlılığı arasında ilişki olduğunu bulmuşlardır. Modelin tahmin sonuçlarına göre yönetim kurulundaki çeşitliliğin artması firmaların daha yüksek performans göstermesine neden olmaktadır. Carter, Simskins ve Simpsons (2003) ise cinsiyet çeşitliliğindeki artışın yönetim kurulu bağımsızlığını artıracığını öne sürmüşlerdir. Onlara göre KYK

üyeleri erkek yönetim kurulu üyelerinin soramayacağı soruları sorabilme eğilimindedirler. Başka bir görüşe göre ise cinsiyet çeşitliliğinin farklı görüşlerin çatışmasıyla sonuçlanacağı için firma performansını negatif etkileyebileceğini belirtmektedir. Ayrıca ABD'deki yatırımcıların kadın yönetim kurulu üyelerini artıran firmaları cezalandırmadıkları ve cinsiyet çeşitliliğindeki artışın daha fazla ekonomik kazanç ortaya çıkaracağı ortaya konulmuştur. Randøy, Thomsen ve Oxelheim (2006) 161 İsviçre, 154 Danimarka ve 144 Norveç firmasının 2005 yılının verileri ile bir örneklem oluşturarak cinsiyet çeşitliliğinin firmanın karlılığına ve değerine etkisini incelemişlerdir. Geliştirilen regresyon modellerinin sonucunda KYK oranının ROA ve firmaların piyasa değeri üzerinde anlamlı bir etkisini bulamamışlardır.

Cinsiyet çeşitliliği kadın ve erkek yönetim kurulu üyelerinin farklı karakter ve yeteneklerini şirkete sunma süreci olarak görülebilir. Dutta ve Bose'ye (2006) göre yönetim kurulunda cinsiyet çeşitliliği kadınların, yönetim kurulunun önemli bir niteliği olarak, yönetim kurullarında yer alması olarak tanımlanmaktadır. Cinsiyet çeşitliliği yönetim kurulunun daha iyi işleyişini sağlayarak firma performansını etkileyebilir. Buna karşın Rose (2007) 1998-2001 yıllarını kapsayan analizinde Kopenhag Borsası'nda işlem gören şirketlerin kadın yönetim kurulları performanslarını etkileyip etkilemediğini araştırmıştır. Çalışmada YK içerisinde kadın üyelerin oranı %4 olarak bulunmuştur. Bünyelerinde en az bir kadın yönetim kurulu üyesi olan şirketlerin oranı ise %22 olarak bulunmuştur. Bu bulgular; Danimarka'da erkek egemen yönetim kurulu olduğunu göstermektedir. Yapılan analiz sonucunda kadın yönetim kurulu üye oranı ile Tobin's q arasında anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir.

Kadın yönetim kurulu üyelerinin firma performansı üzerinde çeşitli faktörler nedeniyle pozitif ve önemli bir etkisi olduğu görülmektedir. Singh, Terjesen ve Vinnicombe'in (2008) çalışmasına göre KYK üyeleri yönetim kuruluna cinsiyet çeşitliliği kattıklarını belirtmişlerdir. Kadınlara özgü karakterlerden olan iletişim ve dinleme yeteneğiyle birleşince işletmeler daha iyi performans göstermektedir. Bu tartışma ve konsensüs gerektiren grup problem çözme ve karar almada kadın yönetim kurulu üyelerinin erkek yönetim kurulu üyelerine kıyasla daha iyi performans göstereceklerini ortaya koymaktadır (Robinson ve Dechant, 1997; akt. Karayel ve

Doğan, 2014). Benzer bir şekilde Luckerath-Rovers (2010) Hollanda'da 2005-2007 yılları arasında 99 işletme üzerine yapmış olduğu çalışmada KYK oranı ile finansal performansın göstergesi olarak ele aldıkları ROE arasında pozitif ilişkiye rastlamışlardır. Bu sonuçların dışında Campbell ve Minguez-Vera (2008) İşpanya'dan örneklem aldıkları 68 Şirketin 1995-2000 yılları arasının verilerini kullanarak yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi 2EKK yöntemi aracılığıyla araştırmışlardır. Yazarlar kadın yönetim kurulu oranının, Tobin q ile ölçülen firma değeri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu belirlerken, KYK olup olmaması (Dummy değişken 0-1) ile anlamlı olmayan bir ilişkiye ulaşmışlardır.

Wang ve Clift (2009) 243 Avustralya firması üzerine yaptıkları çalışmada YK eşitliliği ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ele almışlardır. Analiz sonucunda KYK oranının ROA ve ROE üzerinde etkili olmadığını belirlemişlerdir. Bu sonuçlarının sebebini örneklemde yer alan kadın yönetim kurulu yesi sayısının az olmasına bağlamışlardır. Adams ve Ferreira (2009) 1996-2003 yılları arasında ABD'de faaliyet gösteren 1939 firma üzerine yaptıkları çalışmalarında cinsiyet çeşitliliği fazla olan yönetim kurullarının yöneticilerin denetlenmesinde daha çok gayret gösterdiklerini ancak yönetim kurullarında KYK oranı ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Araştırmaya göre; KYK yelerinin yönetim kurulu toplantılarına katılma seviyeleri daha yüksektir; cinsiyet çeşitliliği fazla olan yönetim kurullarında erkek yönetim kurulu üyelerinin toplantıya katılma problemi daha düşüktür. KYK yeleri denetim komitesinde daha fazla yer almaktadırlar (Karayel ve Doğan, 2014).

Carter, D'Souza, Simkins ve Simpson (2010) araştırmalarında, ABD 'de 1998-2002 yılları arasında bulunan Şirketlerde cinsiyet çeşitliliğinin finansal performans üzerindeki etkisini SEM ve 3EKK yöntemleri aracılığıyla ölçmüşlerdir. 2563 işletme verisinden yararlandıkları ampirik çalışma sonucunda cinsiyet çeşitliliği ile ROA ve Tobin's q arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. Ararat, Aksu ve etin (2010), BİST 100 endeksinde 2006 yılında işlem gören 95 işletme üzerine yaptıkları araştırmada yönetim kurulundaki çeşitliliği ile finansal performansın göstergesi olan Tobin's q ve ROE arasında pozitif ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Buna karşın Böhren ve Ström (2010) Oslo Borsası'nda işlem gören

203 Norveç şirketi üzerine yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetim politikaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlamışlardır. Gerçekleştirilen ekonometrik analizler sonucunda KYK oranı ile hisse senedi getirileri, ROA ve Tobin's q arasında negatif ve oldukça anlamlı sonuçlar tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Haslam, Ryan, Kulich, Trojanowski ve Atkins (2010) 2001-2005 yılları arasında Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 126 firmada kadın yönetim kurulu varlığının finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma neticesinde KYK üye sayısı ile ROA ve ROE anlamlı olmayan bir ilişki; buna karşın en az bir KYK üyesi olmasının Tobin's q oranını olumsuz yönde etkilediğini belirlemiştir.

He ve Huang (2011) 2001-2007 yılları arasında, imalat sanayisinde bulunan 530 ABD işletmesi üzerine yapmış oldukları çalışmalarında KYKÜ sayısı ile ROA arasında negatif ilişkiye rastlamışlardır. Benzer bir şekilde Benzer şekilde Menteş (2011) BİST'da 2004-2009 yılları arasında işlem gören 123 firma üzerine yapmış olduğu araştırmada, yönetim kurulunda yer alan kadın üyelerin oranının finansal performans üzerindeki etkisini ampirik olarak incelemiştir. Çalışma sonucunda KYK oranı ile Tobin q arasında negatif ve anlamlı ilişki; buna karşın KYK oranı ile ROA arasında ise negatif ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki elde edilmiştir. Aynı yılda yapılan başka bir araştırmada Lindstaedt, Wolff ve Fehre (2011) Alman Birleşik Borsa Endeksi'nde (DAX) hisse senetleri işlem gören 160 firmada cinsiyet çeşitliliğinin finansal performans üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. 2002-2010 yılları arasının verilerinden yararlandıkları çalışma sonucunda vekâlet teorisi ile tutarlı bir şekilde KYK oranının yükselmesi firmaların ROA ve ROE oranına olumlu bir katkı yaptığını savunmuşlardır.

Horváth ve Spirollari (2012) S&P 500 borsa endeksinde bulunan 136 Amerikan şirketinin yönetim kurulu özelliklerinin firma performansına etkisini incelemiştir. 2005-2009 yıllarının verilerinden yararlanıldığı araştırmanın sonucunda KYK oranı ile Tobin's q arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki bulmuşlardır. Benzer sonuçlar Shukeri, Shin ve Shaari (2012) tarafından da tespit edilmiştir. Bu çalışmalar dışında Ahern ve Dittmar (2012) 248 Norveç firması üzerine yaptıkları araştırmalarında kadın yönetim kurulu üyelerinin firma değeri arasında negatif ilişkiler gözlemlemiştir. 2004-2009 yılları arasında Pakistan

Borsası'na kote olmuş 395 firmanın verilerinden yararlandıkları çalışmada Mirza, Mahmood, Andleeb ve Ramzan (2012) cinsiyet çeşitliliğinin firma performansı üzerindeki etkisi EKK yöntemi ile test etmişlerdir. Yapılan analiz sonucunda KYK oranının artması ROA ve ROE oranına olumsuz etki yaptığını belirlemişlerdir. Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 79 firmanın 2007-2011 yıllarına ait verilerinden yararlandığı araştırmalarında yönetim kurulu ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda ROA ve Tobin's q ile KYK oranı arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Benzer sonuçlar Ujunwa (2012) Nijerya firmaları açısından da ortaya koymuştur.

Bouaziz ve Triki (2012) Tunus firmaları üzerine yaptıkları araştırmalarında yönetim kurulu özelliklerinin muhasebe ve finansal ölçümler arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 2007-2010 yıllarını içeren çalışmada 26 firma verisinden yararlanılmıştır. Yapılan çalışma sonucunda KYK oranı ile ROA arasında pozitif bir ilişki ancak Tobin's q ve ROE ile KYK oranı arasında anlamlı olmayan ilişkiler elde edilmiştir. Benzer bir şekilde Mahadeo, Soobaroyen, Hanuman (2012) Mauritius Menkul Kıymetler Borsası'nda 2007 yılında işlem gören 39 firmanın 371 yöneticisi açısından kadın yönetim kurulu oranı ile finansal performans göstergeleri arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Kadınların yönetim kurullarında temsil edilmeyişleri son zamanlarda önemli bir başlık olarak incelenmeye başlanmıştır. Çünkü kadınların yönetim kurulunda yer almalarıyla oluşan yönetim kurulları cinsiyet çeşitliliğinin finansal performans üzerindeki faydaları bu konuyu ön plana çıkarmıştır (M. K. ve Sori, 2012: 1077). Kadınların yönetim kurullarında yer almalarıyla oluşan cinsiyet çeşitliliği üzerine yapılan düzenlemelerin çoğu kadın yönetim kurulu üyelerinin işletmenin kurumsal yönetimini olumlu yönde etkileyeceği düşüncesine dayanmaktadır. Bu düşünceye göre yönetim kurulları etkinliklerini ve verimliliklerini kadın yönetim kurulu üyelerini bünyelerine dahil ederek daha geniş yetenek havuzu oluşturarak artırmaktadırlar (Adams ve Ferreira, 2009:292). Ayrıca kadın yönetim kurulu üyeleri karar alma sürecine katacakları farklı perspektifle de işletme değerine olumlu katkı sağlayabilirler (Campbell ve Minguez-Vera, 2008: 435; akt. Karayel ve Doğan, 2014).

Ocak (2013) çalışmasında, yönetim kurulunda ve üst yönetimde yer alan kadın üyelerin finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Yazar, finans sektörü ve holdingler dışında Borsa İstanbul'da (BİST) 2008-2012 yılları arasında hisse senetleri işlem gören 101 firma açısından sabit etkiler yaklaşımını kullanarak araştırma yapmıştır. Analiz sonucunda yönetim kurulunda ve üst yönetimde yer alan kadınların oranı arttıkça, finansal performansın göstergesi olan aktif karlılık arttığını belirlemiştir. Benzer bir şekilde Cook (2013) Kanada Borsası'nda faaliyette bulunan 62 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. 2012-Aralık ile 2013-Mart ayları arasındaki verilerinden yararlanmıştır. Kadın yönetim kurulu üyesi olan firmaları 1 ve olmayan firmaları ise 0 olarak tanımlayarak lojistik regresyon yöntemini kullanmıştır. Yapılan analizler sonucunda; KYKÜ sayısı artması halinde muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergelerinin de arttığı belirlenmiştir. Joecks, Pull ve Vetter (2013) çalışmalarında Almanya borsasında 2000-2005 yıllarında işlem gören 151 işletmede yönetim kurulu yapısı ile finansal performans (ROE) arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma sonucunda KYKÜ ile ROE arasında U biçiminde bir ilişki belirlemiştir. Buna göre cinsiyet çeşitliliği ilk başta finansal performansı olumsuz etkilemekte, kritik bir noktadan sonra, bu %30 kadın yönetim kurulu üye oranıdır, tamamen erkek üyelere meydana gelen yönetim kurulu üyelerine göre finansal performans üzerindeki pozitif etki çok daha fazla olmaktadır. Araştırmaya göre; %30 kadın yönetim kurulu oranı üç kadın üyeye karşılık gelmektedir ve araştırmaya göre bu oran kadın üyelerin yönetim kurulu üyeliğindeki "sihirli numara" olarak isimlendirilmiştir.

Dang, Nguyen ve Vo (2013) 70 Amerikan ve 103 Fransız firmasının verileri ile bir örneklem oluşturarak cinsiyet çeşitliliğinin firma performansına etkisini söz konusu ülkeler arasında karşılaştırma yaparak test etmişlerdir. Geliştirilen modeller sonucunda KYK üyesi olup olmaması (0-1) ve KYK oranı ile Tobin's q arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Cavaco, Challe, Crifo, Reberioux ve Roudaut (2013) çalışmalarında, kurumsal yönetim mekanizmalarının Fransız firmalarının operasyonel performansına etkisini ölçmeyi amaçlamışlardır. Geliştirilen modellerin bir kısmında KYK oranı ile ROA ve ROE arasında pozitif ilişkiler, diğer kısmında ise anlamlı olmayan ilişkiler tespit etmişlerdir. Buna karşın Schwizer, Soana ve

Cucinelli (2013) 2006-2008 yılları arasında İtalya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 246 firma açısından yönetim kurulu çeşitliliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi EKK yöntemi aracılığıyla incelemiştir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda KYKÜ sayısı ile firma performansı arasında anlamlı ilişki belirlenmemiştir. Liu, Wei ve Xie (2013) Çin borsasında faaliyet gösteren firmaların 1999-2011 yıllarının verilerinden yararlanarak cinsiyet çeşitliliği ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Araştırma neticesinde KYKÜ ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki belirlemiştir. İcracı KYK üyelerinin finansal performans üzerindeki etkisinin bağımsız KYK üyelerine göre daha fazla olduğu bu durumda icra fonksiyonunun denetim fonksiyonundan daha işlevsel olduğunu ortaya koyduğunu belirtmişlerdir. Bununla birlikte üç veya daha fazla KYK üyesi bulunduran işletmelerde iki veya daha az KYKÜ bulunduranlara göre finansal performans üzerindeki etki daha fazla bulunmuştur. Son olarak da çalışmada KYK üyelerinin finansal performans üzerindeki etkisinin devlet işletmelerinde özel işletmelere kıyasla daha düşük olduğu sonucu ortaya konulmuştur.

2006–2011 yıllarını kapsayan ve toplam 77 Vietnam firmaları üzerine yapmış oldukları araştırmalarında Vo ve Phan (2013) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan ampirik analiz sonucunda Vo ve Phan (2013) KYKÜ ile firma performansı arasında pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. Benzer sonuçlar Priya ve Nimalathasan (2013) 2008-2012 yıllarını içine alan çalışmalarında Sri Lanka firmaları açısından da belirlenmiştir. Taghizadeh ve Saremi (2013) Malezya'da 2008 yılında kamuya ait 150 şirket için KYK oranı ile ROE arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki; buna karşın ROA ile KYK oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir.

Son olarak Karayel ve Doğan (2014) BİST 100 endeksinde faaliyet gösteren firmaların yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ile finansal performansları arasındaki ilişki 2009-2012 yılları baz alınarak incelemiştir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda cinsiyet çeşitliliğinin ROA üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ancak cinsiyet çeşitliliğinin ROE ve Tobin's q üzerinde etkili olmadığı belirlenmiştir.

Tablo 7. KYKÜ Sayısı İle Finansal Performans Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Erhardt vd.	1993	ABD	1993-1998	127	EKK		+*
Shrader vd.	1997	ABD	1992	200	EKK	_*	_*/*_*
Carter vd.	2003	ABD	2005	797	EKK/2EKK	+*	
Ararat vd.	2006	Türkiye	2006	95	EKK	+*	+*
Randøy vd.	2006	İsviçre	2005	161	EKK	+	+
Randøy vd.	2006	Norveç	2005	144	EKK	+	+
Randøy vd.	2006	Danimarka	2005	154	EKK	+	+
Rose	2007	Danimarka	1998-2001	+100	EKK	-/+	
Campbell ve Minguez-Vera	2008	İspanya	1995-2000	68	2EKK	+/**	
Adams ve Ferreira	2009	ABD	1996-2003	1939	EKK	_*	_*
Wang ve Clift	2009	Avustralya	2003	243	EKK		-/-
Böhren ve Ström	2010	Norveç	1989-2002	230	EKK/2EKK/GLM/HEKK	_*	_*/*_*
Haslam vd.	2010	İngiltere	201-2005	126	T	_*	+/+
Lückerath-Rovers	2010	Hollanda	2005-2007	99	EKK		+*
Carter vd.	2010	ABD	1998-2002	2563	SEM/3EKK	-/+	+/-
Menteş	2011	Türkiye	2004-2009	123	EKK	_*	-
Lindstaedt vd.	2011	Almanya	2002-2010	160	EKK		+*/**
He ve Huang	2011	ABD	2002-2007	530	EKK		_*
Horváth ve Spirollari	2012	ABD	2005-2009	136	REG	+	
Fauzi ve Locke	2012	Yeni Zelanda	2007-2011	79	GLM	_*	_*

Tablo 7 (devam)

Shukeri vd.	2012	Malezya	2011	300	EKK		+
Mirza vd.	2012	Pakistan	2004-2009	395	EKK		-*/-*
Mahadeo vd.	2012	Morityus	2007	39	EKK		+*
Ujunwa	2012	Nijerya	1991-2008	122	SEM/REM		-*
Bouaziz ve Triki	2012	Tunus	2007-2010	26	EKK	-	+*/-
Ahern ve Dittmar	2012	Norveç	2001-2009	248	EKK	-*	
Cavaco vd.	2013	Fransa	2003-2011	237 ^a	EKK/GLM		+*/+*/+*/+
Schwizer vd.	2013	İtalya	2006-2008	246	EKK	-	
Joecks vd.	2013	Almanya	2000-2005	151	EKK/KOR		+*
Liu vd.	2013	Çin	1999-2011	>2000	ROB/SEM/GLM		+*/+*
Vo ve Phan	2013	Vietnam	2006-2011	77	EKK		-*
Priya ve Nimalathasan	2013	Sri Lanka	2008-2012	Seçilmiş	REG/KOR		-/-
Taghizadeh ve Saremi	2013	Malezya	2000-2011	244543	REG/KOR		-/-*
Ocak	2013	Türkiye	2008-2012	101	SEM		+*
Dang vd.	2013	ABD	2010	70	EKK	-/+	
Dang vd.	2013	Fransa	2010	103	EKK	-/+	
Cook	2013	Kanada	2012:12-2013:3	62	LOJ/ANV/KOR/T	+*	+*
Karayel ve Doğan	2014	Türkiye	2009-2012	100	REG/T	+	-/+*

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, LOJ; Lojistik regresyon yöntemini, ROB; dirençli (sağlam) tahmincisini, ANV; anova yöntemini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, SEM; sabit etkiler modelini, REM; rassal etkiler modelini, HEKK; havuzlanmış en küçük kareler yöntemini göstermektedir.

1.4. YABANCI YÖNETİM KURULU ÜYE SAYISININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Yönetim kurulları, en önemli iç kurumsal yönetim mekanizmaları ve potansiyel katma değer aracı olan, firma performansı üzerinde yönetim kurullarının bileşiminin etkisinin değerlendirilmesi dâhil olmak üzere, uzun yıllar boyunca araştırmacıların dikkatini çekmiştir (Kondrunina, 2013). Kurumsal yönetim alanında yönetim kurulu çeşitliliği ile firma performansı arasındaki korelasyon günümüzde yaygın olarak tartışılmaya devam etmektedir.

Günümüzde işletmeler ayakta kalabilmek ve rekabet edebilmek için ulusal bazda pazarda lider olması yetmemekte ve çok boyutlu düşünmek zorundadırlar. İşletmeler, doğru kararlar verebilmek ve dış pazarlara daha risksiz açılabilme için ilgili pazarı çok iyi tanıyan işletmeler ile iş birliği yapmaktadırlar. Söz konusu iş birlikleri ile şirketler birleşebilmekte ve yönetim kurullarına yabancı yönetim kurulu girmektedir. Türkiye’de ise son yıllarda BİST şirketlerinin hisseleri yabancı yatırımcılar tarafından satın alınmakta ve uluslararası pazarlarda işbirliği yapmaktadırlar. Söz konusu birleşmeler veya satın almalar neticesinde yabancı yöneticilerin sayısı da ülkemizde artmaya başlamıştır.

Kaynak bağımlılığı teorisine göre; yönetim kuruluna bağımsız ve bağımlı üyelerin getirilmesi bağlantıların kurulması, bilginin iletimi, değişik konularda destek almayı sağlayan kaynakların temin edilmesi için faydalı olacaktır. Yönetim kurulunda etnik köken, kültürel altyapı bakımından çeşitliliğin artırılması, yönetim kurulunun bağımsızlığını arttıracaktır. Başka bir ifade ile yönetim kurulunda uluslararası çeşitliliğin artırılması, işletmenin kaynaklardaki çeşitliliğini arttırmasını sağlayacak böylelikle işletme performansını olumlu yönde etkilenecektir (Ocak, 2013: 109).

Kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkiyi test eden çalışmalarda son yıllarda yabancı yönetim kurulu üye (YYKÜ) sayısı bağımsız değişken olarak kullanılmaya başlanmıştır. YYKÜ ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar incelendiğinde karma sonuçların tespit edildiği görülmüştür. YYKÜ ile finansal performans arasında Oxelheim ve Randøy (2003);

Kondrunina (2013) pozitif bir ilişki, buna karşın Masulis, Wang ve Xie (2012); Cavaco, Challe, Crifo, Reberieux ve Roudaut (2013) negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmaların dışında Randøy, Thomsen ve Oxelheim (2006); Shukeri, Shin ve Shaari (2012) gibi yazarlar ise YYKÜ ile firma performansı arasında anlamlı olmayan bir ilişki olduğunu savunmuşlardır. Yapılmış olan söz konusu çalışmalar oldukça azdır. Bu araştırmalar aşağıda özetlenecektir.

Randøy, Thomsen ve Oxelheim (2006) 161 İsviçre, 154 Danimarka ve 144 Norveç firmasının 2005 yılının verileri ile bir örneklem oluşturarak cinsiyet çeşitliliğinin ve yönetim kurulu yapısının karlılık ve firma değerine etkisini incelemişlerdir. Geliştirilen regresyon modellerinin sonucunda yabancı yönetim kurulu (YYK) oranının ROA ve firmaların piyasa değeri üzerinde anlamlı bir etkisini bulamamışlardır. Benzer bir şekilde Rose (2007) 1998-2001 yıllarını kapsayan analizinde Kopenhag Borsası'nda işlem gören şirketlerin kadın yönetim kurulları performanslarını etkileyip etkilemediğini araştırmıştır. Yapılan analiz sonucunda kontrol değişkeni olarak modele dâhil ettiği YYKÜ oranı ile Tobin's q olarak ölçülen şirket performansı arasında önemli bir ilişki bulunamamıştır. Aynı yıl gerçekleştirilen başka bir araştırmada Choi, Park ve Yoo (2007) kurumsal yönetim reformlarını Kore firmaları açısından araştırmışlardır. Çalışma neticesinde YYKÜ ile Tobin's q arasında pozitif ancak anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir.

Finans sektörü dışında Norveç ve İsveç'te faaliyette bulunan firmaların yabancı yönetim kurulu üyeliğinin firma değeri üzerindeki etkisini Oxelheim ve Randøy (2003) EKK ve 2EKK yöntemleri yardımıyla test etmişlerdir. 650 gözlemden oluşan ve 1996-1998 yıllarını içine alan çalışma sonucunda YYK üyeliği ile firma değeri arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler bulmuşlardır. Benzer bir şekilde Shukeri, Shin ve Shaari (2012) 10 farklı sektör ile 2011 yılına ait 300 firma verisi kullandıkları çalışmalarında yönetim kurulu özelliklerinin firma performansına etkisini araştırmışlardır. Regresyon modelinin sonucunda YYK üyesi olan firmaların finansal yönden daha başarılı olduklarını tespit etmişlerdir. Söz konusu bulguları konsensüs gerektiren grup problem çözme ve karar almada YYK üyelerinin olumlu katkı yaptıkları şeklinde ve denetim fonksiyonunun daha işlevsel olması ile açıklamışlardır. Ujunwa (2012) Nijerya firmaları üzerine yaptığı çalışmada yönetim kurulu özelliklerinin finansal performans üzerindeki etkisi sabit etkiler ve rassal

etkiler modeli yardımıyla ampirik olarak test etmiştir. 1991-2008 yılları arasında ve 122 firma verisinden yararlandıkları araştırma sonucunda YYKÜ sayısı ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki ortaya koymuştur. Kondrunina (2013) Ukrayna'da faaliyette bulunan 94 firmanın YYK üyeleri ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışma sonucunda YYKÜ ile ROA arasında pozitif bir ilişki elde etmiştir. Yazarlar bu bulguları; yönetim kurulunda etnik köken, kültürel altyapı bakımından çeşitliliğin artırılması ile yönetim kurulunun bağımsızlığının da arttığını ve böylelikle firma performansına olumlu katkı yapmasıyla ilişkilendirmiştir.

Masulis, Wang ve Xie (2012) S&P 1500 borsa endeksinde bulunan ortalama 1109 firma açısından yabancı yönetim kurullarının firma performansı üzerindeki etkisini 1998-2006 yıllarının verilerinden yararlanarak incelemişlerdir. Modelin tahmin sonuçlarına göre; YYK oranı ile Tobin's q arasında negatif ve anlamlı sonuçlar ortaya koymuşlardır.

Cavaco, Challe, Crifo, Reberioux ve Roudaut (2013) çalışmalarında, kurumsal yönetim mekanizmalarının Fransız firmalarının operasyonel performansına etkisini ölçmeyi amaçlamışlardır. Analiz sonucunda YYK oranı ile ROA ve ROE arasında negatif ilişkiler tespit etmişlerdir. Buna karşın aynı yıl yapılan başka bir çalışmada Schwizer, Soana ve Cucinelli (2013) 2006-2008 yılları arasında İtalya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 246 firma açısından yönetim kurulu çeşitliliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi EKK yöntemi aracılığıyla incelemişlerdir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YYKÜ sayısı ile firma performansı arasında anlamlı ilişki belirlenmemiştir.

Sonuç olarak YYKÜ sayısının veya oranının firma performansı üzerindeki etkisini inceleyen çalışmaların az ve son yıllarda yapıldıkları görülmektedir. Yapılmış olan çalışmalarda farklı sonuçların tespit edilmesi YYK üyesi konusunda bir fikir birliği olmadığını göstermektedir. Bununla birlikte farklı ülkelerde yapılan çalışmalarda örneklemin değişmesi ile birlikte sonuçların da farklı bir şekilde tespit edilmesi olağan bir durum olarak ifade edilebilir.

Tablo 8. YYKÜ Sayısı İle Finansal Performans Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Oxelheim ve Randøy	2003	Norveç	1996-1998	132	EKK/2EKK	+	*
Oxelheim ve Randøy	2003	İsveç	1996-1998	121	EKK/2EKK	+	*
Randøy vd.	2006	İsviçre	2005	161	EKK	-	-
Randøy vd.	2006	Norveç	2005	144	EKK	-	-
Randøy vd.	2006	Danimarka	2005	154	EKK	-	-
Choi vd.	2007	Kore	1999-2002	450	EKK/2EKK	+	
Rose	2007	Danimarka	1998-2001	+100	EKK	-	
Ujunwa	2012	Nijerya	1991-2008	122	SEM/REM		+
Shukeri vd.	2012	Malezya	2011	300	EKK		+
Masulis vd.	2012	ABD	1998-2006	1109 ^a	EKK/2EKK/SEM	-*	
Cavaco vd.	2013	Fransa	2003-2011	237 ^a	EKK/GLM		-*/-*/-/-
Schwizer vd.	2013	İtalya	2006-2008	246	EKK	+	
Kondrunina	2013	Ukrayna	2013	94	EKK		+

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, GLM; geliştirilmiş doğrusal modelini, SEM; sabit etkiler modelini, REM; rassal etkiler modelini, göstermektedir.

1.5. GENEL MÜDÜR'ÜN YK BAŞKANI VEYA ÜYESİ OLMASININ (İKİLİK-DUALİTY) İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Bir işletmenin en üst pozisyonunda bulunan genel müdürün ana sorumluluğu; işletmenin plan ve politikalarını başlatmak ve uygulamaktır. Yönetim kurulunun sorumluluğu ise şirket işlerini, hissedarların uzun vadeli ve istikrarlı bir kazanç sağlamasını elde edecek biçimde yürütmektir. Yönetim kurullarının önemli sorumluluklarından biri de genel müdürün yaptığı ya da yapacağı davranışları denetlemektir. Yönetim kurulunu başkanının önemli kontrol ve gözetleme faaliyetlerini yerine getirmesi gerektiğinden YK başkanı ve genel müdür pozisyonunda bulunan kişilerin farklı kişilerden oluşması gerektiği önerilmektedir (Aygün ve İç, 2010).

2000'li yıllarda yaşanan muhasebe, denetim ve kurumsal yönetim skandalları (Enron, Worldcom, Parmalat vb.) ABD kaynaklı olsa da birçok ülkeyi etkilemiştir. Bu yaşanan skandalların nedenleri arasında bağımsız denetim ve iç denetim kavramlarının iç içe geçmiş olmasının yanı sıra; önemli sebeplerden biri de işletme yöneticilerinin verdikleri kararlarda hatalı-yanlı davranışlarıdır. Tüm bu yaşananlar firmaların yönetim kurulu yapısını daha da önemli hale getirmiştir ve son yıllarda bu konuda yapılan çalışmaların artmasına neden olmuştur.

Genel müdürün (CEO) aynı zamanda yönetim kurulu üyesi veya başkanı olması hali ikilik (duality) olarak ifade edilmektedir (Linck, Netter ve Yang, 2008: 311). Başka bir ifade ile ikilik bir yöneticinin hem CEO hem de yönetim kurulu başkanı ve üyesi pozisyonlarının her ikisine aynı anda sahip olmasındaki durumu anlatmaktadır (Anne ve Williams, 2003: 469). CEO ve yönetim kurulu üyeliği görevlerinin birbirlerinden ayrılıp ayrılmadığı konusu da yönetim kurulları içerisinde ele alınması gereken önemli konudur. Amerika gibi tekli yönetim kurulu yapısında CEO ve yönetim kurulu üyeliği aynı kişidir ve finansal performansın artacağı varsayılır. Ancak özellikle ikili yönetim kurulu yapısının benimsendiği ülkelerde (örneğin Türkiye gibi) CEO ve genel müdürün görevleri birbirlerinden ayrılması tavsiye edilmiştir ve böylece yönetim kurulu daha etkin ve şeffaf hareket edebilecektir (Özsalih, 2009: 59).

İcra başkanı şirketin ana sözleşmesinde belirtilen uygulamanın en üst seviyesinde bir kişidir. Eğer şirket yapısında icra başkanı yoksa aynı görev genel müdür tarafından ifa edilir. İcra başkanı yönetim kuruluna bağlıdır. Şirketin ve bireylerin performanslarının objektif olarak irdelenmesi ve değerlendirilmesi için yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı mutlaka ayrı kişiler olmalıdır. Bu durumunun neticesinde muhtemel çıkar çatışmalarının önüne geçilebilir ve şirketin ihtiyacı olan bağımsız görüş yerine getirilebilir (TÜSİAD, 2005).

Türkiye'deki kurumsal yönetim düzenlemeleri çerçevesinde 2002-2012 yılları arasında BİST imalat sanayide yer alan 136 firmanın yaklaşık %58'i genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olduğu görülmektedir. %15'i ise genel müdürün yönetim kurulu başkanı olduğu anlaşılmaktadır. BİST firmaları açısından firmaların önemli bir kısmında ikilik söz konusudur. Bu durum BİST firmalarda aile şirketlerinin fazla olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Ancak Türkiye açısından 2011 yılında SPK kurumsal yönetim ilkelerinde yönetim kurulunun, sayısı ikiden az olmamak üzere en az üçte biri bağımsız üyelerden oluşma zorunluluğu getirilmiştir. Bu durum ilerleyen yıllarda profesyonel yöneticilerin artacağını ve ikiliğinin azalacağını göstermektedir.

Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması (ikilik) ile ilgili yapılmış olan çalışmalar incelendiğinde iki teori ön plana çıkmaktadır. Bu teoriler; Vekâlet Teorisi (Agency Theory) ve Temsil Teorisi (Stewardship Theory)'dir. Vekâlet teorisine göre firmada ikilik olması durumunda, genel müdürü denetlemek daha zor olacağı için firmanın finansal performansına zarar verebileceği ileri sürülmektedir (Rechner ve Dalton 1991). Çünkü yönetim kurulunun görevlerinden biri de genel müdürü gözetlemek ve denetlemektir. Denetlenen ve denetleyenin aynı kişiler olması firmanın yüksek performans göstermesini önleyecektir. Temsil teorisi ise ikiliğin firma performansını artırıcı bir unsur olarak görmektedir. İkilik uygulamasının, şirketin amaçlarına odaklanmasını ve kararların daha hızlı uygulanmasını sağlayacak bir komuta birliği yaratacağını öne sürülmektedir (Boyd, 1995; Baliga vd., 1996).

Donaldson ve Davis (1991) göre, yönetim kurulu üyesinin genel müdür olması durumunda, genel müdürün kişisel amaçlardan ziyade işletme amaçlarını

gerçekleştirme noktasında daha çok gayret gösterecektir. Temsil teorisi ikilik bir bir işletmede söz konusu olmaması halinde üst yönetim ile çatışmaların olacağı ve özellikle karar alma süreçlerinin etkili ve hızlı olmayacağı bu durumun ise işletmenin finansal performansını azaltacağını belirtmişlerdir. Bu nedenlerden dolayı temsil teorisinde ikilik ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu vurgulanmıştır (Aygün ve İç, 2010: 195).

Yönetim kurulu üyesinin veya başkanının aynı zamanda genel müdür olmasının firma performansı üzerindeki etkisi ilk kez Berg ve Smith (1978) tarafından ampirik bir çalışma olarak yapılmıştır. Çalışmada 1976 yılına ait Fortune listesinde bulunan 200 ABD firmasını ele alınmış ve ikilik ile firma performans göstergeleri olarak kullandıkları varlıkların karlılığı ve hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde etmişlerdir. Bu çalışmayı izleyen yıllardan günümüze kadar olan dönemde konuya ilişkin gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda yapılan çok sayıda çalışmalar mevcuttur.

Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması halinin firmaların finansal performansına etkisini ölçen akademik çalışmalar incelendiğinde Chen vd. (2005); Aygün ve İç (2010); Ujunwa (2012) çalışmalarında ikilik uygulaması ile firma performansı arasında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Buna karşın Yu (2008); Lam ve Lee (2008); Ramdani ve Witteloostuijn (2010); Obradovich ve Gill (2013) ise çalışmaları sonucunda ikilik ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmaların dışında Mak ve Kusnadi (2005); Faleye (2007); Yu (2008) çalışmaları sonucunda ikilik uygulamasının firma performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır. İkilik uygulaması ile ilgili olarak literatürde birbirinden farklı sonuçların tespit edilmiş olması ve ikilik uygulamasının performans üzerindeki etkisinin tam olarak bilinmemesi konuya olan ilgiyi arttırmaktadır.

1.5.1.İkiliğin (Duality) İşletmenin Finansal Performansına Negatif Etkisi

İşletmenin üniter liderlik yapısına sahip olması durumunda, CEO ve Yönetim Kurulu Başkanlığı veya üyeliği görevlerinin aynı kişide toplanmaktadır. İkili liderlik yapısında ise, CEO ve Yönetim Kurulu Başkanlığı veya üyeliği görevleri birbirinden ayrılarak, farklı kişiler tarafından görevler yerine getirilmektedir. Yönetim

Kurulu'nun önemli görevlerinden biri; CEO'yu değerlendirmek, ücretlerini belirlemek ve gerektiğinde yerine bir başkasını getirmektir. Pek çok işletme CEO ve Yönetim Kurulu Başkanı veya üyeliği rollerinin tek bir bireyde birleştirildiği bir yapıyı izlemektedir. Böyle bir yapıda başkanın toplam yetkisi maksimum düzeye çıkmaktadır. Üniter yapıda yetkinin tek bireyde toplanması ve CEO'nun uygun olmayan biçimde hareket etmesi halinde işletme açısından zaafiyet yaratabilmekte, yetkinin aşırı konsantrasyonu ile beraber yönetim kurulunun bağımsız karar alma kabiliyetini engelleyebilmekte ve stratejik karar vermeyi zorlaştırabilmektedir. Bu nedenle; yönetim kurulunun etkin olması adına CEO ile Yönetim Kurulu Başkanı veya üyeliği pozisyonlarının ayrılması önerilmektedir (Akıncı, 2011: 77).

İkili yapının tarafları üniter yapının; yönetim kurulunun bağımsızlığını sınırlandırdığını ve yönetim kurulunun denetim ve yönetim rolünü doğru bir biçimde yürütme ihtimalini azalttığını; karar yönetimi ve kontrolü ayrılığının olmaması sonucu işletmenin denetimden uzak olacağını; işletme performansı değerlendirilirken dürüst olunmayacağını ve bu durumun performans düşüşüne yol açacağını ileri sürmüşlerdir (Daily ve Schwenk, 1996: 188).

Kurumsal yönetim özellikle yönetim kurulunun gözetimi rolü açısından büyüyen bir öneme sahiptir. Kurumsal yönetimle ilgili araştırmalar da daha çok vekâlet teorisinden kaynaklanmaktadır (Heenetigala ve Armstrong, 2011: 3). Vekâlet teorisinde şirket ortakları ve yöneticilerin birbirinden farklı olması durumu söz konusudur. Vekâlet teorisi yöneticiler ve vekiller (temsalciler) arasındaki çıkar çatışması ve hissedarların getirisini maksimize etmek üzerine odaklanmaktadır. Bu nedenle vekâlet teorisine göre; bölünmüş liderlik yapısı, dışarıdan yöneticiler ve yönetim kurulu komiteleri gibi optimum denetim tedbirleri ile firma değerinin maksimize edildiği kabul edilmektedir (Heenetigala ve Armstrong, 2011: 5).

Cadbury Raporunda ele alınan konulardan birisi de yönetim kurulu başkanı veya üyesi ve CEO'nun ayrı kişiler olması gerektiği olmuştur. Higgs Raporunda da bu ayrım ifade edilmiştir. Vekâlet teorisine göre, yönetim kurulu başkanı paydaşların en üst seviyedeki temsilcisidir (Fama ve Jensen, 1983). Vekâlet teorisine göre, iki görevin birbirinden ayrılması neticesinde, CEO örgütü etkin bir şekilde yönetirken, yönetim kurulu başkanı da yönetimin çalışmalarını denetleyebilecektir (Johnson,

Daily ve Ellstrand 1996). Ancak, birleşik liderlik, bu rolü üstlenen yöneticinin önemli ve sayıca fazla olan faaliyetleri yürütmesine neden olacaktır, hâlbuki yönetim kurulunun yöneticilerden bağımsız olması kararların etkililiği için önemli ön koşullardan birisidir (Ruigrok, Peck ve Keller, 2006). Dalton ve Kesner'a (1987) göre, yönetim kurulu başkanı veya üyesi aynı zamanda CEO ise, yönetim kuruluna yeni seçilecek üyeler için kontrol gücünü elinde bulundurmaktadır, böylece birleşik liderlik karar verme süreci için bir tehdit oluşturmaktadır (Şener, 2011: 22). Bununla birlikte Vekâlet teorisi; genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi veya başkanı olması halinin firma performansı üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu savunmuştur. Vekâlet teorisine göre; bir işletmede ikilik olması durumunda, genel müdürü denetlemek daha zor olacağı için firma performansını olumsuz yönde etkileyeceği ileri sürülmektedir (Rechner ve Dalton 1991).

Kaynak bağımlılığı teorisinde ise, firma için gerekli kaynakların elde edilmesini YK üyelerinin bağlantıları ile sağlanmaktadır; böylelikle firmanın performansı olumlu yönde etkilenmektedir (Pfeffer ve Salancik, 1978). Yönetim kurulu başkanının veya üyesinin aynı zamanda CEO olması halinde firma dışındaki kaynak bağlantılarının miktarı ve farklılığının azalmasına neden olabilir. Bundan dolayı ikilik neticesinde oluşan güçlü liderlik yapısı ile firma performansı arasında olumsuz bir şekilde etkilenecektir.

Rechner ve Dalton (1991) 1978-1983 yılları arasında Fortune 500 listesinde bulunan 141 firma için ikilik ile örgütsel performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda vekâlet teorisi ile tutarlı bir şekilde ikilik ile ROE arasında negatif bir ilişki belirlemişlerdir. Benzer bir şekilde Carter, Simkins ve Simpson (2003) Fortune 1000 firmalarında kurumsal yönetim ile Tobin's q arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 2EKK yöntemi sonucunda ikilik ile firma değeri arasında negatif ilişkiyi ortaya koymuşlardır. Desai, Kroll ve Wright (2003) ise 1980-1990 yılları arasında ABD bulunan 149 firma üzerine yaptıkları çalışmada ikilik ile firma performansı arasında negatif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı ilişkiler elde etmişlerdir. ABD işletmelerinde CEO'ların aynı zamanda yönetim kurulu başkanlığı yaptığını, yönetim kurulu başkanının temel görevinin YK toplantılarını yönetmek, işe alma, işten çıkarma ve değerlendirme sürecini denetlemek olduğunu ifade edilmiştir.

Chen, Cheung, Stouraitis ve Wong (2005) Hong Kong borsasında hisse senetleri işlem gören 412 firmanın yönetim kurulu ve sahiplik yapısı ile performansı arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlamışlardır. 1995-1998 yılları arasının verilerinden yararlanılan araştırmanın sonucunda ikilik ile Tobin q arasında negatif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak ikilik ile ROA ve ROE arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. Yazarlar CEO'yu denetlemek daha zor hale geleceği için firma performansını olumsuz yönde etkileyeceği ileri sürmüşlerdir. 1976–2000 yıllarını içine alan ve Kanada firmaları üzerine yapılan araştırmada Bozec (2005) yönetim kurulu yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan analiz sonucunda vekâlet teorisi ile tutarlı bir şekilde ikilik uygulaması ile ROA arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Kula (2005) Türkiye’de faaliyette bulunan 386 KOBİ açısından yönetim kurulu başkanı ve genel müdür pozisyonundaki kişilerin ayrı kişilerden oluşması firma performansını olumlu yönde etkilediğini tespit etmiştir. Haniffa ve Hudaib (2006) 1996-2000 yılları arasında faaliyette bulunan 347 Malezya firması üzerine yapmış oldukları araştırmada yönetim kurulu yapısının performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. EKK yöntemi kullanıldığı çalışma neticesinde ikilik ile Tobin’s q arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki; bununla birlikte ROA ile ikilik arasında negatif ancak istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenmiştir. Yazarlar ikilik olması halinde CEO’nun örgütü etkin bir şekilde yönetemeyeceklerini ifade etmişlerdir.

Kyereboah-Coleman (2007) Güney Afrika, Gana, Kenya ve Nijerya’da 1997-2001 yılları arasında beş farklı sektörde faaliyette bulunan 103 firma için kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi EKK yöntemini kullanarak araştırmıştır. Yapılan analiz sonucunda ikilik ile Tobin’s q arasında anlamlı olmayan bir ilişki; ancak ROA arasında negatif ve %5 düzeyinde anlamlı sonuçlar bulmuştur. Benzer şekilde Jensen (1997) CEO’ların görevlerini kişisel çıkarlarından bağımsız olarak yerine getirmemektedir ve bağımsız bir liderin yönetimi olmadan, yönetim kurulunun kritik fonksiyonları yerine getirmesi daha zor görünmektedir. Bu yüzden, yönetim kurulunun görevini etkin ve verimli bir şekilde yerine getirmesi için CEO ve YK başkanının veya üyesinin aynı kişilerden oluşmaması gerekmektedir.

Ehikioya (2009) 1998-2002 yılları arasında Nijerya borsasına kayıtlı 107 firma üzerine yaptığı çalışmada kurumsal yönetim yapısı ile firma performansı

arasındaki ilişkiyi EKK yöntemi aracılığıyla ölçmüştür. Analiz sonucunda vekâlet teorisi ile tutarlı bir şekilde ikilik uygulaması ile ROA, ROE ve Tobin's q arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Elde edilen bulgular ikiliğin yararından daha fazla maliyetinin olduğunu şeklinde yorumlanmıştır.

Rashid, Zoysa, Lodh ve Rudkin (2010) çalışmalarında, Bangladeş'te bulunan firmaların yönetim kurulu bileşenleri firma performansı üzerindeki etkisini tespit etmeyi amaçlamıştır. Araştırmada ikilik uygulaması olması durumunda, istatistiksel olarak anlamlı olmasa da varlık karlılığını (ROA) olumlu yönde etkilendiği, Tobin's q oranını ise olumsuz yönde etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır. CEO ikiliği kurumsal güç dağılımında dengesizlik yaratmaktadır (Eisenhardt, 1989). Vekâlet teorisi, firmada ikilik uygulamasının varlığının, CEO'yu ya da genel müdürü denetlemenin daha zor hale getireceğini ve dolayısıyla firma performansını olumsuz yönde etkileyeceğini savunmaktadır.

Aygün ve İç (2010) BIST'da 2006-2007 yılları arasında işlem gören 183 firmada ikilik uygulamasın firma performansına etkisini incelemişlerdir. Araştırma sonuçlarına göre vekâlet teorisi ile uyumlu olarak ikiliğin firma performansını (ROA, ROE ve Tobin's q) olumsuz etkilediği tespit edilmiştir. Benzer şekilde Ballinger ve Marcel (2010) 1996-1998 yıllarında S&P 1500 endeksinde yer alan 540 firma üzerinde ikilik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. EKK yöntemin uygulandığı çalışma sonucunda vekâlet teorisi ile tutarlı bir şekilde ikilik ile ROA ve Tobin's q arasında negatif ve zayıf ilişkiler bulmuşlardır. Yazar; CEO ile yönetim kurulluğu görevlerinin birbirlerinden ayrılması yönetim kurulunun daha etkin ve şeffaf hareket edebileceğini ifade etmiştir.

Ujunwa (2012) Nijerya firmaları üzerine yaptığı çalışmada YK özelliklerinin finansal performansı üzerindeki etkisi sabit etkiler ve rassal etkiler modeli yardımıyla ampirik olarak test etmiştir. 1991-2008 yılları arasında ve 122 firma verisinden yararlandıkları araştırma sonucunda ikilik ile firma performansı arasında negatif bir ilişki ortaya koymuştur. İkilik halinde CEO'nun yetki alanını arttırdığı ve böylelikle yönetim kurulunun izleme etkinliğini azalttığı ileri sürülmüştür.

Cook (2013) Kanada Borsası'nda faaliyette bulunan 62 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir.

Yapılan analizler neticesinde ikilik olmayan firmaların, ikilik olan firmalara göre muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergelerinin daha yüksek olduğunu tespit etmiştir. Doğan, Elitaş, Ağca ve Ögel (2013) çalışmalarında ikilik uygulamasının firma performansına etkisini araştırmışlardır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda vekâlet teorisi ile tutarlı bir şekilde ikilik uygulaması ile ROA, ROE ve Tobin's q arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler belirlemişlerdir. Yazarlara göre; hisse senedi yatırımı yapmak isteyen yatırımcılar açısından bu durum değerlendirildiğinde, özellikle firma seçimi yapılırken genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmadığı firmalar arasından seçim yapılması yatırımcının daha olumlu sonuçlar elde etmesini sağlayabilecektir. ROE'ye göre bakıldığında da, ortak vasfıyla yatırımcı düşünüldüğünde yine ikilik uygulamasının olmadığı firmalar bir tercih sebebi olacaktır. Yatırımcı hem fiyat hem de kâr payı kazancında ikilik uygulamasının olmadığı firmalarda daha iyi sonuçlar elde edebilecektir.

Rad vd. (2013) Kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisini İran ve Malezya firmaları için karşılaştırılarak incelemişlerdir. Araştırmada 2006-2010 yıllarına ait 183 şirket verisinden yararlanılmıştır. Araştırma sonucunda Malezya firmaları için ikilik uygulaması ile Tobin's q arasında negatif istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki; buna karşın İran firmaları için Tobin's q ile ikilik uygulaması arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan ($p=,811$) bir ilişki tespit etmişlerdir. Latif vd. (2013) Pakistan'da şeker sektöründe bulunan 12 firmanın 2005-2010 yıllarını kapsayan çalışmada kurumsal yönetim mekanizmalarının firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda ROE ile ikilik arasında negatif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Yazarlar, Rechner ve Dalton (1991)'i ve vekâlet teorisini destekler nitelikte, ikilik firmaların karar alma süreçlerini olumsuz yönde etkilediğini bu durum ise firmanın finansal performansına zarar verdiğini iddia etmişlerdir.

Bhagat ve Bolton (2013) RiskMetrics veri tabanından yararlanarak ABD'de bulunan 1500 firmanın yönetim ve sahiplik yapısının performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. Ampirik analizler sonucunda vekalet teorisi ile tutarlı bir şekilde ikilik uygulaması ile ROA ve Tobin's q arasında negatif ilişkilerin varlığını ortaya koymuşlardır. Bu bulguyu savunanlar ikili yapının olması durumunda; CEO ve yönetim kurulunun hareketlerinin ve beklentilerinin birbirine zıt

olma olasılığını artırarak firma performansının azalacağını; yönetim kurulu üyesi ile CEO arasında rekabet potansiyeli olacağını; yönetim kurulu üyesi ve CEO gibi iki ayrı sözcünün varlığı sonucu karışıklık olacağını ileri sürerler (Baliga, Moyer ve Rao, 1996). CEO ikilik liderlik yapısı, yetki dengesi sağlayarak, hesap verme sorumluluğunu arttırabilir ve yönetim kurulunun yönetimden bağımsız olarak karar verme becerisi sağlar. Her işletme bakımında tek bir yapının doğru olamayacağı görüşünü göz önünde bulundurmak suretiyle, üniter yapılarda, “Lider yönetici” tayin edilmesi tavsiye edilmektedir (Gregory, 2009: 17).

Sonuç olarak vekâlet teorisine ve kaynak bağımlılığı teorisine göre genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi veya başkanı olması halinin firma performansı üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu savunmuştur. Vekâlet teorisine göre firmada ikilik uygulaması olması halinde, genel müdürü denetlemek daha zor hale geleceği için firma performansını olumsuz yönde etkilenecektir. Kaynak bağımlılığı teorisinde aynı şekilde ikilik neticesinde oluşan güçlü liderlik yapısı ile firma performansı arasında olumsuz bir etki yapacaktır.

Tablo 9. İkilik İle Finansal Performans Arasında Negatif İlişkiler Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Rechner ve Dalton	1991	Fortune 500	1978-1983	141	REG		-*
Carter vd.	2003	ABD	2005	797	EKK/2EKK	-*	
Desai vd.	2003	ABD	1980-1990	149	REG/T	-*	-*
Chen vd.	2005	Hong Kong	1995-1998	412	EKK	-*	-/-
Bozec	2005	Kanada	1976-2000	25	EKK		-*
Haniffa ve Hudaib	2006	Malezya	1996-2000	347	EKK	-	-*
Kyereboah-Coleman	2007	G. Afrika, Gana, Nijerya, Kenya	1997-2001	103	EKK	+	-*
Ehikioya	2009	Nijerya	1998-2002	107	EKK	-*	-*/-
Aygün ve İç	2010	Türkiye	2006-2007	183	REG/T KOR	-*	-*/*
Rashid vd.	2010	Bangladeş	2005-2009	75 ^a	REG/KOR	-*	+
Ballinger ve Marcel	2010	ABD	1996-1998	540	EKK	-/+	-*/-
Ujunwa	2012	Nijerya	1991-2008	122	SEM/REM		-*
Doğan vd.	2013	Türkiye	2009-2010	204	REG/T	-*	-*/*
Latif vd.	2013	Pakistan	2005-2010	12	REG/ANV/T		-*
Rad vd.	2013	Malezya	2006-2010	96	EKK	-*	
Bhagat ve Bolton	2013	ABD	1998-2007	1500	2EKK/EKK/KOR	-*	-*
Cook	2013	Kanada	2012:12-2013:3	62	LOJ/ANV/KOR/T	-*	-*

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, LOJ; Lojistik regresyon yöntemini, ANV; anova yöntemini, SEM; sabit etkiler modelini, REM; rassal etkiler modelini göstermektedir.

1.5.2. İkiliğin (Duality) İşletmenin Finansal Performansına Pozitif Etkisi

Firmalardaki ikilik uygulamalarının firma performansına etkisi ile ilgili olarak literatür taramasında yer alan bir diğer teori Temsil Teorisi (Stewardship Theory)'dir. Temsil teorisi vekâlet teorisinin alternatifi olarak kabul edilmektedir. Temsil teorisine göre örgütsel amaçlar ile işletme sahibinin beklentileri arasındaki güçlü ilişki nedeniyle temsilcinin davranışlarının örgütsel amaçlar doğrultusunda olduğu kabul edilmektedir. Bu teoriye göre işletme sahibinin temsilciden beklentisi, temsilcinin iyi bir firma performansı için firma ortaklarının ve kendi çıkarlarını korumasıdır (Akın, 2004: 134-135). Vekâlet teorisine alternatif olan temsil teorisine göre ikilik olması durumunda bu durum CEO'ya faaliyetleri ile ilgili olarak etkili bir kolaylık getirmektedir. Buna bağlı olarak da firma performansı yüksek olmaktadır (Sheikh ve Wang, 2012).

Temsil teorisine göre, yönetim kurulunun ana rolü, vekâlet teorisinde ifade edildiği şekilde yöneticileri denetlemek yerine, yöneticilere hizmet etmek ve danışmanlık vermektir. Burada amaç, CEO ve yönetsel yapı ile işletme arasında bağlılık oluşturmak ve kendi değerleriyle organizasyonun değerleri arasında bir uyum sağlamaktır. Yönetim kurulunun ikinci önemli rolü ise kaynakların teminidir. Yönetim kurulu işletme başarısı için kritik olan kaynaklara ulaşımı sağlayabilecek araçlardan biri olarak görülmektedir (Akıncı, 2011: 22).

Temsil teorisine göre; yöneticiliğin doğasında güvenilirlik vardır. Teori, yöneticilerin işletme kaynaklarını en etkin ve verimli biçimde kullandıklarını ileri sürmektedir (Aygün ve İç, 2010). Bu teoriye göre, yöneticilerin kendi kişisel menfaatleri ön planda olmamakla birlikte, yöneticiler, işletmenin sahipleri gibi çalışmakta dolayısıyla işletme sahiplerinin çıkarları için çalışmakta ve işletmeyi titizlikle yönetmektedirler. Vekâlet teorisinin aksine, temsil teorisi yönetici ve sahipler arasında çıkar çatışmasına yer vermemekte, hatta yönetici ve sahip arasında küçük çatışmalar olması durumunda dahi yöneticilerin hissedarlar adına iyi hizmet etmeye meyilli olduklarını öne sürmekte ve bu iki taraf arasında en etkin uyum mekanizmalarını araştırmaktadır. Temsil teorisine göre, yöneticiler kendi çıkarları için motive olmamakla beraber, yöneticilerin çıkarları ile uyumlu bir biçimde faaliyette bulunmaktadırlar (Çarkçı, 2014: 11-12).

Temsil teorisine göre ise vekâlet teorisinin tam zıttı olarak yöneticilerin herhangi teşvik programına ihtiyacı yoktur çünkü yöneticiler kendilerini şirketin hizmetkârı olarak görmektedirler. Teori, bu nedenle yönetim kurulu üyelerinin icradan sorumlu olmalarında herhangi bir sakınca görmemektedir (Ekşi, 2009: 2).

Vekâlet teorisinin tam tersi olarak temsil teorisi, ikiliği firma performansını arttıran bir uygulama olarak görmektedir. Donaldson ve Davis (1991) 1988 yılında S&P endeksinde yer alan 321 ABD şirketi üzerine yaptıkları araştırmada temsil ve vekalet teorisi çerçevesinde ikilik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçmüşlerdir. Gerçekleştirilen T-testi sonucunda temsil teorisi ile tutarlı biçimde ikilik ile hisse senedi getirileri ve ROE arasında pozitif ve anlamlı sonuçların varlığını ortaya koymuşlardır. Yazarlar, ikiliğin varlığı güçlü bir liderlik yapısı sağlamakta ve böylece daha etkili ve hızlı karar alma süreçlerinin sağlanmış olacağını öne sürmektedir.

Buna karşın Boyd (1995) 1980 yılında 12 farklı endüstride bulunan 192 ABD firmaların verilerinden yararlandıkları araştırma sonucunda firma performans göstergeleri ile karma sonuçlar bulmuşlardır. Boyd (1995) vekâlet kuramının ikiliğinin sonuçlarının belirlenebilmesi için yeterli olmadığını ileri sürmüştür. Çin Borsasına kote olmuş firmalar üzerine yaptıkları çalışmalarında Tian ve Lau (2001) yönetim kurulu bileşenleri ve liderlik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi çoklu regresyon modelleri geliştirerek ölçmüşlerdir. 1996-1997 yıllarına ait ve 113 firma verisinden yararlandıkları çalışma neticesinde temsil teorisi ile tutarlı biçimde ikilik ile firma performans göstergeleri ROA ve ROE arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler tespit etmişlerdir. Böylelikle ikilik karar alma hızını arttırmakta ve dolayısıyla vekâlet maliyetlerini azaltmaktadır.

Bai, Liu, Lu, Song ve Zhang (2004) Çin firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetim ile firmanın piyasa performansı arasındaki ilişkiyi ölçmek istemişlerdir. Yapılan analizler sonucunda temsil teorisini destekler nitelikte ikilik ile Tobin's q arasında pozitif sonuçlar elde etmişlerdir. Benzer şekilde Zhang ve Li (2007) Çin firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında ikilik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Modelin tahmin sonuçlarına göre ikilik uygulaması ile ROE arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler ortaya konmuştur. CEO ile

yönetim kurulu başkanlığı veya üyeliği görevlerinin aynı kişi tarafından yürütülmesi, firma idaresinin tek kişide toplanmasını ve bu kişinin örgütü daha iyi denetleyebilmesini sağlayacak ve bunun sonucunda firma performansı artacaktır (Finkelstein ve D'Aveni, 1994; Davis, Schoorman ve Donaldson, 1997).

Yu (2008) Çin'de faaliyette bulunan firmaların ikilik uygulamasının firma performansı üzerine etkisini araştırmıştır. 2000-2001 döneminde ikilik ile firma performansı arasında bir ilişki tespit edilememiştir. Ancak 2002-2003 döneminde ikilik ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Lam ve Lee (2008) ise 2003 yılında Hong Kong firmaları üzerine yaptıkları araştırmada ikilik uygulamasının firma performansı üzerindeki etkisini ölçmüşlerdir. Yapılan analiz sonucunda devlet kontrolünde olan firmalar için ikilik ile firma performansı (ROA, ROE ve Tobin's q) arasında pozitif bir ilişki tespit ederlerken, aile işletmeleri için ise anlamlı olmayan ilişkiler elde etmişlerdir.

He ve Wang (2009) İmalat sanayide 1996-1999 yılları arasında faaliyet gösteren 215 firma üzerine yaptıkları çalışmalarında yenilikçi bir bilgi varlıkları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçmüşlerdir. Analizler sonucunda He ve Wang (2009) firma performansı üzerinde yenilikçi bir bilgi varlıklarının olumlu etkisini güçlendirdiğini belirlemişlerdir. Ramdani ve Witteloostuijn (2010) 2001-2002 yıllarında Güney Kore, Tayland, Endonezya ve Malezya'da faaliyette bulunan toplam 313 firma için yönetim kurulu yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. EKK yöntemi ve kantil regresyon analizi sonucunda ikilik ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Bu ilişkiye göre, ikilik olmadığı durumda yönetim kurullarının, CEO ve yönetim kurulu pozisyonlarının birleştiği yönetim kurullarına göre formal bir CEO performans değerlendirme sürecini kabul etmelerinin daha muhtemel olduğu savunulmuştur (Young, Stedham ve Beekun, 2000: 280).

Elsayed (2011) çalışmasında, Mısır Borsası'na kayıtlı 92 firmanın yönetim kurulu büyüklüğü ile performansı arasındaki ilişkiyi ölçmek istemiştir. Bu amaçla, 2000-2004 yıllarının verilerinden yararlandığı araştırmada En Küçük Mutlak Sapmalar Yöntemini (Dayanıklı regresyon) ve En Küçük Medyan Kareler Yöntemini (medyan regresyon) kullanmıştır. Modelin tahmin sonuçlarına göre, ikilik

uygulamasının firma performansı üzerinde (ROA, ROE ve Tobin's q) pozitif bir etkiye sahip olduğu elde edilmiştir. CEO ile yönetim kurulu üyeliği görevlerinin birbirinden ayrılmış olması, söz konusu bireyler arasında rekabet potansiyeli oluşturabilir.

Gill ve Mathur (2011a) Kanada'da 2008-2010 yılları arasında Toronto Menkul Borsası imalat sektöründe faaliyet gösteren 91 firmada YK büyüklüğü ve ikilik ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ölçmek istemişlerdir. Çalışmada ikilik uygulamasının firma değerini ölçmek için kullanılan Tobin's q üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Gill ve Mathur (2011b) yazarlar aynı veri seti ile hizmet sektöründe faaliyet gösteren 75 firmada yönetim kurulu büyüklüğü ve ikilik ile karlılık arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Benzer şekilde ikilik uygulaması ile karlılık arasında pozitif bir ilişkiyi ortaya koymuşlardır. Bu bulgu örgütün rutin günlük aktivitelerinde aynı zamanda CEO olarak görev yapan YK başkanının, firmanın büyüklüğünü veya onun kendi kişisel statüsünü arttırmak için olabildiğince yatırım yapmaya çaba göstereceği şeklinde yorumlanmıştır. Baptista, Klotzle ve Melo (2011) 2008 yılına 121 firmanın verileri ile Brezilya'da ikilik ve firma performansı ilişkisini araştırmışlardır. Ampirik çalışma sonuçlarına göre ikilik ile firma performansı göstergelerinden biri olan ROE arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Diğer firma performans göstergeleri olan ve Tobin's q ile ikilik arasında da pozitif bir ilişki olduğu belirlenmesine rağmen, bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Obradovich ve Gill (2013) Newyork borsasında hisse senetleri işlem gören firmalar açısından yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışmada 2009-2011 yıllarına ait 333 firma verisi kullanılmıştır. Araştırma sonucunda imalat sektöründe bulunan firmalar için ikilik uygulaması ile firma değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki; buna karşın hizmet sektöründe bulunan firmalar için ikilik uygulaması ile firma değeri arasında pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Bununla birlikte söz konusu iki sektörün verileri birleştirilerek yeni bir regresyon analizi sonucunda ikilik uygulamasının firma değeri üzerinde pozitif bir etki yaptığını belirlemişlerdir. Bu bulgular yöneticilerin en iyi şekilde firmaya hizmet

etmek için gayret gösterdiklerini belirterek temsil teorisinin varsayımlarını desteklemektedirler.

Abbasi, Kalantari ve Abbasi (2012) çalışmasında, Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda gıda sektöründe hisse senetleri işlem gören 82 firmanın 2002– 2011 yılları için kurumsal yönetim mekanizmaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma sonucunda temsil teorisi ile tutarlı bir şekilde ikilik uygulaması ile Tobin's q arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki belirlenmiştir. Benzer bir şekilde Cavaco, Challe, Crifo, Reberıoux ve Roudaut (2013) çalışmalarında, kurumsal yönetim mekanizmalarının Fransız firmalarının operasyonel performansına etkisini ölçmeyi amaçlamışlardır. Geliştirilen modellerin bir kısmında ikilik ile ROA arasında pozitif ilişki, diğer kısmında ise ikilik ile ROA ve ROE arasında anlamlı olmayan ilişkiler tespit etmişlerdir. CEO ile yönetim kurulu üyeliği görevlerinin farklı kişiler tarafından yerine getirilmesi, bu kişiler arasında rekabet potansiyeli yaratabilmektedir. Ayrıca ikili liderlik, kötü bir finansal performans için kabahati kimde arayacağımız sorusunu yanıtlamayı zorlaştırmaktadır.

Priya ve Nimalathasan (2013) Sri Lanka'da 2008-2012 yıllarının verilerinden yararlandıkları çalışmalarında yönetim kurulu yapısının finansal performans üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda ikilik uygulaması ile ROE arasında pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir ilişki; buna karşın ROA ile ikilik uygulaması arasında anlamlı olmayan sonuçlar elde edilmiştir. Younas, Mahmood ve Saeed (2013) ise Karachi Menkul Borsası'nda imalat sanayide işlem gören ve 52 firma verisini kullandıkları araştırmalarında kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. 2006-2010 yıllarını içeren araştırma sonucunda yazarlar bir işletmede ikilik olması durumunda, Pakistan firmalarının performansına olumlu katkı yaptığını tespit etmişlerdir. CEO ikiliğinin olması halinde güçlü bir liderlik yapısıyla alınan kararların daha hızlı etkin alınmasına neden olmaktadır.

Ramezani vd. (2013) Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 140 şirketin yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 2006-2010 yıllarının verilerinden yararlanan çalışma sonucunda genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması ile firma değeri olarak

kullanılan Tobin's q arasında temsil teorisi ile tutarlı bir şekilde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir.

Kim (2013) 2002 yılında Fortune 1000 listesinde yer alan 290 Amerikan şirketlerinde kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performansı üzerinde etkisini incelemiştir. Tanımlayıcı istatistiklerde söz konusu 290 firmanın 145'inde ikilik uygulaması olduğunu, diğer 145 firmada ise ikilik uygulamasının olmadığını belirtmiştir. Gerçekleştirilen analizi sonucunda temsil teorisi ile tutarlı bir şekilde ikilik uygulaması ile ROA arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile yönetim kurulu üyeliği ile genel müdürün aynı kişilerden oluşması firmanın performansına olumlu katkı yapmaktadır. 1992-2008 yıllarına arasında ABD'de restaurant firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında Guillet, Seo, Kucukusta ve Lee (2013) ikilik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda temsil teorisi ile tutarlı bir şekilde ikilik ile ROA ve Tobin's q arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde etmişlerdir. CEO ikiliği karar alma hızını arttırmakta ve dolayısıyla vekâlet maliyetlerini azaltmaktadır.

2006–2011 yıllarını kapsayan ve toplam 77 Vietnam firmaları üzerine yapmış oldukları araştırmalarında Vo ve Phan (2013) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan ampirik analiz sonucunda temsil teorisi ile tutarlı bir şekilde Vo ve Phan (2013) ikilik uygulaması ile firma performansı (ROA) arasında pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir.

Sonuç olarak ikilik olması halinde güçlü bir liderlik yapısı sağlamak ve böylece daha etkili ve hızlı karar alma süreçlerinin sağlanmış olacağını öne sürülmektedir. Ayrıca ikilik neticesinde bu kişinin örgütü daha iyi denetleyebilmesini sağlayacaktır.

Tablo 10. İkilik İle Finansal Performans Arasında Pozitif İlişkiler Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Donaldson ve Davis	1991	ABD	1988	321	T	+	+
Tian ve Lau	2001	Çin	1996-1997	113	REG/KOR		+/+*
Bai vd.	2004	Çin	1999-2001	1051	SEM/REM	+	
Peng vd.	2007	Çin	1992-1996	240*	EKK/KOR		+
Yu	2008	Çin	2000-2004	1977	EKK/T		+/+*
Lam ve Lee	2008	Hong Kong	2003	128	REG/KOR/ T	+	+/+*
He ve Wang	2009	ABD	1996-1999	215	EKK	+	
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Güney Kore	2001-2002	111	EKK/KRA		+
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Tayland	2001-2002	61	EKK/KRA		+
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Endonezya	2001-2002	66	EKK/KRA		+
Ramdani ve Witteloostuijn	2010	Malezya	2001-2002	75	EKK/KRA		+
Gill ve Mathur	2011(a)	Kanada	2008-2010	91	EKK/KOR	+	
Gill ve Mathur	2011(b)	Kanada	2008-2010	75	EKK/KOR		+
Baptista vd.	2011	Brezilya	2008	121	REG/KOR	+	+/+*
Elsayed	2011	Mısır	2000-2004	92	EKMS/EKMK	+	+/+*
Abbasi vd.	2012	İran	2002-2011	82	GEKK	+	
Obradovich ve Gill	2013	ABD	2009-2011	333	REG/KOR	+	
Ramezani vd.	2013	İran	2006-2010	140	REG/KOR	+	
Kim	2013	ABD	2002	290	REG/KOR		+
Vo ve Phan	2013	Vietnam	2006-2011	77	EKK/KOR		+
Younas vd.	2013	Pakistan	2006-2010	52	EKK		+
Priya ve Nimalathasan	2013	Sri Lanka	2008-2012	Seçilmiş	REG/KOR		+/+*
Guillet vd.	2013	ABD	1992-2008	351	EKK/KOR	+	+
Cavaco vd.	2013	Fransa	2003-2011	237*	EKK/GLM		+/+/+/+

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu ve *İlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, GLM; geliştirilmiş doğrusal modelini, GEKK; geliştirilmiş en küçük kareler yöntemini, SEM; sabit etkiler modelini, EKMS; en küçük mutlak sapmalar yöntemini, EKMK; En Küçük Medyan Kareler Yöntemini, REM; rassal etkiler modelini, KRA kantil regresyon analizini göstermektedir

1.5.3. İkilik (Duality) İle Finansal Performans Arasında Anlamli Olmayan İlişkiler

Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması ile ilgili yapılmış olan araştırmalar incelendiğinde iki teori ön plana çıkmaktadır. Vekâlet Teorisi ve Temsil Teorisi'dir. Vekâlet teorisinde bir işletmede ikilik olması durumunda, genel müdürü denetlemek daha zor olacağı için firma performansını olumsuz yönde etkileyeceği ileri sürülmektedir. Temsil teorisi, ikiliği firma performansını arttıran bir uygulama olarak görmektedir. Temsil teorisine göre ikiliğin varlığı güçlü bir liderlik yapısı sağlamakta ve böylece daha etkili ve hızlı karar alma süreçlerinin sağlanmış olmaktadır (Aygün ve İç, 2010). Bu teorilerin dışında kaynak bağımlılığı teorisinde ise ikilik neticesinde oluşan güçlü liderlik yapısı ile firma performansı arasında olumsuz bir şekilde etkilenecektir. Ancak bu teorilerin dışında ikilik ile firma performansı arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını savunan yazarlar da mevcuttur. Söz konusu çalışmalar aşağıda özetlenecektir.

Yönetim kurulu üyesinin veya başkanının aynı zamanda genel müdür olmasının firma performansı üzerindeki etkisi ilk kez Berg ve Smith (1978) tarafından ampirik bir çalışma olarak yapılmıştır. Çalışmada 1976 yılına ait Fortune listesinde bulunan 200 ABD firmasını ele alınmış ve ikilik ile firma performans göstergeleri olarak kullandıkları varlıkların karlılığı ve hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde etmişlerdir. Boyd (1995) 1980 yılında 12 farklı endüstride bulunan 192 ABD firmaların verilerinden yararlandıkları araştırma sonucunda firma performans göstergeleri ile ikilik arasında karma sonuçlar bulmuşlardır. Baliga, Moyer, ve Rao (1996) İkilik ile firma performansı arasındaki ilişkisini ampirik olarak incelemiştir. 1980-1991 yılları arasında Fortune 500 listesinde bulunan 375 şirket ile bir örneklem oluşturarak ikilik uygulamasını performans üzerindeki etkisini üç boyutlu olarak; yönetim kurulu liderlik yapısındaki değişikliklerin ilanından sonra piyasanın tepkisini, izleyen yılda operasyonel performansına etkisini ve uzun vadede ikilik öncesi ve sonrası firmanın piyasa değerinde bir farklılaşma olup olmadığını araştırmışlardır. Yazarlar analiz sonucunda ikiliğin piyasa ve operasyonel performans göstergeleri üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığını tespit etmişlerdir.

Kiel ve Nicholson (2003) Avustralya borsasına kayıtlı üzerinde yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 1996-1998 yıllarına ait 348 firma verisinden yararlanılmıştır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda ikilik ile Tobin's q arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki elde etmişlerdir. Ayrıca yazarlar temsil ya da vekâlet teorisinin tek başına kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkiyi açıklamada yetersiz kaldığını her bir teorisinin farklı koşullarda uygun olabileceğini savunmuşlardır.

Abdullah (2004) Malezya'daki işletmeler için yönetim kurulu, ikilik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1994 Araştırma sonuçlarında ikilik ile ROA ve ROE arasında bir ilişki olmadığını tespit edilmiştir. Benzer bir şekilde Mak ve Kusnadi (2005) Singapur ve Malezya firmaları üzerine yaptıkları araştırmalarında yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini incelemiştir. Yapılan analiz sonucunda her iki ülke için ikilik uygulaması ile firma değeri olarak kullanılan Tobin's q arasında negatif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar bulmuşlardır.

Elsayed (2007) çalışmasında, Mısır'daki firmaları için ikilik uygulaması firma performansını etkiler mi sorusuna cevap aramıştır. Modelin tahmin sonuçlarına göre; ikiliğin ROA ve Tobin's q üzerinde etkili olmadığını ortaya belirlenmiştir. Ancak bazı sektörler için ikilik ile firma performansı arasında pozitif ilişkiler bulmuşlardır. Hong Kong borsasına 2002 yılında kayıtlı 168 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında Cheung, Connelly, Limpaphayom ve Zhou (2007) kurumsal yönetimin ile firma değeri üzerindeki etkisini EKK yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Çalışma sonucunda ikiliğin Tobin's q ve ROE üzerinde etkili olmadığı sonucuna varmışlardır. Benzer sonuçlar Cornett, Marcus, Saunders ve Tehranian (2007) tarafından S&P 100 borsa endeksinde bulunan firmalar açısından da tespit edilmiştir.

Böhren ve Ström (2010) Oslo Borsası'nda işlem gören 203 Norveç şirketi üzerine yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetim politikaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlamışlardır. Gerçekleştirilen ekonometrik analizler sonucunda ikilik ile hisse senedi getirileri, ROA ve Tobin's q arasında anlamlı olmayan ilişkiler tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Valenti, Luce ve Mayfield (2011)

Amerika’da seçilmiş 90 firma üzerinde firma performansının kurumsal yönetime etkisini araştırmışlardır. Çalışmalarının sonucunda ikilik ve firma performansı göstergeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Wintoki, Linck ve Netter (2012) ABD firmalarını ele aldıkları çalışmalarında kurumsal yönetimin dinamiklerini içsellik bağlamında değerlendirmiştir. Geliştirilen modeller sonucunda ikilik uygulamasının ROA üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir. Benzer şekilde Bouaziz ve Triki (2012) Tunus firmaları üzerine yaptıkları araştırmalarında yönetim kurulu özelliklerinin muhasebe ve finansal ölçümler arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapılan çalışma sonucunda ikilik ile Tobin’s q arasında pozitif bir ilişki ancak ROA ve ROE ile ikilik arasında anlamlı olmayan ilişkiler elde edilmiştir.

Amba (2013) çalışmasında, Bahreyn’deki firmalarda ikilik ile firma performansındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlamıştır. Analiz sonucunda ikiliğin ROA ve ROE üzerinde etkili olmadığını ortaya koymuştur. Arosa, Iturralde ve Maseda (2013) Yönetim kurulu yapısının firma performansı üzerindeki etkisini İspanya’da faaliyette bulunan küçük ve orta ölçekli 307 firma verilerinden yararlanılarak araştırmışlardır. Çalışmalarının sonucuna göre, CEO ve yönetim kurulu üyeliği veya başkanlığı başkanlık rollerinin tek kişide birleştirilmesi veya ayrılması firma performansını etkilememektedir.

Sonuç olarak yukarıda özetlenen çalışmalarda vekâlet, temsil ve kaynak bağımlılığı teorilerinden farklı olarak CEO ikiliğinin firma performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile CEO ile yönetim kurulu üyeliği görevlerinin farklı veya aynı kişiler tarafından yerine getirilmesi firmanın performansında bir farklılaşmaya neden olmamaktadır.

Tablo 11. İkilik İle Finansal Performans Arasında Anlamlı Olmayan İlişkiler Tespit Eden Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Berg ve Smith	1978	ABD	1976	200	EKK	-	-/+
Daily ve Dalton	1992	ABD	1990	100	REG		-/-
Daily ve Dalton	1993	ABD	1990	186	REG		-/-
Boyd	1995	ABD	1980	192	REG/KOR	-/+	+/-
Baliga vd.	1996	ABD	1980-1991	375	REG/T	-	-/-
Kiel ve Nicholson	2003	Avustralya	1996-1998	348	REG/KOR/ANV	+	
Abdullah	2004	Malezya	1996-1998	376	KOR/T		+/-
Mak ve Kusnadi	2005	Singapur	1999-2000	230	EKK	-	
Mak ve Kusnadi	2005	Malezya	1999-2000	230	EKK	-	
Elsayed	2007	Mısır	2000-2004	92	EKK/EKMD	+	+
Cheung vd.	2007	Hong Kong	2002	168	EKK	-	-
Cornett vd.	2007	ABD	1993-2000	100	EKK		-
Böhren ve Ström	2010	Norveç	1989-2002	230	EKK/2EKK/GEKK/HEKK	+	+/+
Valenti vd.	2011	ABD	2000-2005	90	REG/KOR/LOJ		-/-
Wintoki vd.	2012	ABD	1991-2003	>6000	EKK/SEM/ GLM		+/+
Bouaziz ve Triki	2012	Tunus	2007-2010	26	EKK/KOR	+	-/-
Rad vd.	2013	İran	2006-2010	87	EKK	+	
Arosa vd.	2013	İspanya	2006	307	EKK/KOR		-
Amba	2013	Bahreyn	2010-2012	39	REG/KOR		-/-

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, LOJ; Lojistik regresyon yöntemini, ANV; anova yöntemini, HEKK; havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, GLM; geliştirilmiş doğrusal modelini, SEM; sabit etkiler modelini, ELMD; en küçük mutlak değer yöntemini göstermektedir.

2. SAHİPLİK YAPISI İLE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİNİ ARAŞTIRAN ÇALIŞMALAR

“Şirket” veya “Sermaye Sahipliği” kavramları birbirleri yerine kullanabilirse de aralarında küçük farklılıklar vardır. Şirket sahipliği, kurulmuş veya kurulacak olan işletmeye ortak olma yoluyla gerçekleşmektedir. Ortaklık neticesinde kâr veya zarar da üstlenmiş olunmaktadır. İşletme kâr ettiği ölçüde ortaklar temettü geliri elde etmeye hak kazanmaktadır. “Sermaye Sahipliği” dar anlamda özsermaye kavramıyla eş değer tutulabilir. Fakat her iki kavram geniş anlamda birbirlerinden ayrılmaktadır. Özsermaye, firmanın varlıklarından borçların çıkarılmasıyla bulunan parasal değeri ifade etmektedir. Başka bir ifade ile firma paydaşlarının varlıklar üzerindeki yasal hakkını gösteren parayla somutlaştırılan değerdir. Burada dikkat edilmesi gereken husus özsermayenin, hissedarların mülkiyet hakkının yani varlıklar üzerindeki yasal hakkının sadece parasal değerini göstermesidir. Buradan hareketle sermaye sahipliği kavramından ayrılmaktadır. “Sermaye Sahipliği”, yalnızca hissedarın parasal değeri ile ilgilenmemektedir. Parasal olan, olmayan tüm unsurları kapsamaktadır (Sakınç, 2008: 15-17).

Sermaye yoğunluğu, hissedarların firmada sermaye paylarının ve kontrollerinin artması veya azalması şeklinde ifade edilebilir. Sermaye sahipliğinin daha yoğun olduğu şirketlerde, yöneticilerin aynı zamanda hissedar olma ihtimali daha yüksektir. Bu tür şirketlerde yönetim ve ortaklığın birleşmesi neticesinde, yöneticiler şirketin kârlılığını artırmaya çalışmaktadırlar. Sermaye yoğun şirketlerin daha iyi kontrol edildiği ve daha iyi yönetildiği düşünülse bile şirket hisselerinin yüksek miktarlarda satılması sonucu çeşitleme olanakları kısıtlı kalacaktır. Bütün paydaşlar iyi yönetimden fayda sağlarken, çeşitlenmemiş bir portföyün zararına yalnızca büyük hissedarlar katlanmak durumunda kalacaktır. Diğer taraftan, sermaye sahipliğinin daha az yoğun olduğu şirketlerde ise paydaşlar yönetimden ayrılmaktadır. Bu tür şirketlerde profesyonel yöneticilerin şirketi daha iyi yönetecekleri düşünülebilir fakat paydaşlar ve diğer firma çıkar grupları arasındaki çıkar farklılıkları sonucu vekâlet problemlerinin ve dolayısıyla vekâlet maliyetlerinin ortaya çıkma ihtimalini de göz ardı etmemek gerekir. Belirli bir seviyede sermaye

yoğunluğunun; özellikle büyük hissedarların yöneticileri düzenli olarak kontrol etmeleri sonucu firma değerini artırabileceği söylenebilir (Güvençer, 2008: 62).

Firmanın sermayesinin kim veya kimlerin elinde bulunduğu büyük şirketler açısından oldukça önemlidir. Firmaların sermaye yapısı; aile sahipliği, yönetici sahipliği, yabancı yatırımcı sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, çalışan sahipliği, kamu sahipliği, blok sahiplik veya dağınık sermaye sahipliği olabilir. Firmanın sermayesinin bu sahiplik türlerinden hangisinde yoğunlaştığına göre firma değeri veya karlılığı etkilenebilir.

Sahiplik yapısı, firma performansı ve dolayısıyla firma değerini etkileyen önemli değişkenlerden birisidir. Sahiplik yapısı hem yöneticiler ve hissedarlar hem de çoğunluk hissedarları ile azınlık hissedarları arasındaki temsil maliyetlerinin oluşumuna neden olmakta, kurumsal yönetim açısından önem taşımaktadır (Yıldır ve Yücel, 2012: 42).

Sahiplik yapısı (Mülkiyet-Sahiplik yapısı) ile ilgili çalışmalar firma performansı üzerindeki nasıl bir etkiye sahip olduğu ile ilgili tartışmalar 1900'lü yılların başlarına kadar gitmektedir. Daha sonraki yıllar bu konu üzerindeki tartışmalar giderek artmış ve Jensen ve Mecking'in (1976) yetmişli yılların sonlarına doğru ortaya koydukları temsilcilik maliyeti kavramıyla mülkiyet olgusuna yeni bir açı kazandırıldığı görülmektedir. Geline bu noktada firmaların performanslarını etkileyen değişkenlerin ortaya konulması amaçlanmıştır. Dolayısıyla yöneticiler tarafından bu değişkenlerin bilinmesi firmaların performanslarının yönü hakkında önemli bilgiler sağlama açısından son derece önemlidir. Sonuç olarak işletmede çoğunluk payını elinde tutan ortak sayısı, halka açıklık oranı, sermayenin yabancı bir yatırımcı elinde bulundurulması, ortaklık ve yönetimin aynı kişilerde toplanması gibi mülkiyet yapısını şekillendiren etmenlerin de performans üzerinde ne derecede ve nasıl etkili olduğunun bilinmesi gerekmektedir (Bayraktaroğlu, 2010: 11-12).

Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen bu araştırmada sahiplik yapısı ile ilgili altı değişken kullanılmıştır. Bunlar en büyük ve ikinci en büyük ortağın sermaye payı, yönetim kurulu üyelerinin sermaye payı, genel müdürün (CEO) sermaye payı, yabancı yatırımcıların sermaye payı ve halka açıklık oranıdır. Söz konusu bağımsız değişkenlerin muhasebe ve

piyasa temelli performans göstergeleri üzerindeki etkisi inceleyen araştırmalar bu bölümde özetlenecektir.

2.1. EN BÜYÜK ORTAK SAHİPLİĞİNİN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Firma sahiplik yapısı, firma sermayesini temin edenlerin kim olduğunu ve hisselerinin büyüklüğünü anlatmaktadır. Sahiplik yapısında yoğunlaşma ifadesi ise, hisse senetlerinin çoğunluğuna sahip olan kişi sayısını göstermektedir. Başka bir ifade ile bir firmanın hisselerinin belirli kişilerin elinde toplanması ve bu kişilerin hisse oranlarının diğer kişilerin hisse oranlarına göre büyük olması, firma yönetiminin ve kontrolünün bu kişilere ait olması demektir. Bu bağlamda, yoğunlaşma ne kadar fazla ise, firmanın hâkim ortağı yönetime fazla risk almaması yönünde o oranda baskı yapacaktır (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009: 4-5).

Kontrol işletmenin faaliyetleri ile ilgili finansal politikalarının belirlenmesi sürecini etkileme gücü olarak ifade edilmektedir. Bu noktadan hareketle işletme yönetimine katılma hakkı veren hisselerin çoğunluğunun bir/birkaç kişinin ya da grubun elinde bulunması ile pek çok yatırımcı arasında paylaşılmış olması yönetimin denetlenmesi ve etkin çalışmasının sağlanması bakımından önemlidir (Taşkın, Durak ve Aktaş, 2013). Bununla birlikte büyük hisselerle sahip olan ortaklar işletmeyi kontrolleri altına almak isteyebilirler (Shleifer ve Vishny, 1986). Bunun sonucunda büyük hissedara sahip olan işletmenin temsil maliyetlerinde bir azalma gözlemleneceği için yönetim kontrol altında tutularak firma performansının da artırılmasında etkili olacaktır. Bu istek kimi zaman bireysel yatırımcıların ve küçük hissedarların işine gelen bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun nedeni ise büyük (kurumsal) yatırımcıların bilgi birikimlerini işletmenin yönetim sürecine aktaracak olmaları gösterilmektedir. Aynı zamanda hissedar durumunda olan ortağın üst düzey yöneticilerden hesap sorma ihtimalini de artırarak asimetrik bilgiden dolayı oluşabilecek maliyetlerin ve sorunların önüne geçecektir (Shleifer ve Vishny, 1997; akt. Okur, 2014: 16).

Herhangi bir işletmede sahiplik ve kontrol çok az durumlarda tam anlamıyla ayrılmıştır. Genellikle kontrol edenler, kontrol ettikleri işletmelerde bir kısım özsermayeye sahiptirler. Bazı sahipler ise özsermaye pozisyonlarının büyüklüğünün

neticesi olarak sahip oldukları işletmeler üzerinde kontrolün bir bölümünü ellerinde tutarlar. Sonuç olarak sahiplik yapısı kurumsal yönetimin potansiyel olarak önemli bir ögesidir (Kıyılar ve Belen, 2005: 21).

Halka açık işletmeler büyük oranda sahiplik ve kontrol ayırımına sahip olup; işletme sahipleri ile yöneticiler arasındaki ayırım belirgindir. Halka kapalı işletmelerde ise sahiplerin aynı zamanda işletme yönetim yapısında önemli rol oynamaktadır (Turaboğlu, 2004; akt. Karabıyık, 2011: 93). Küçük işletmelerde de, sahip ile yönetici aynı kişi olmasından dolayı işletme sahiplerinin kişisel özellikleri, büyük işletmelere kıyasla, mali kararlara daha fazla etki etmektedir. Sahiplik ve kontrolün ayrışması işletmelerin sahiplik yapısına göre değerlendirildiğinde; tek elden yönetimin sağlandığı, özellikle aile üyelerinden birinin yönetime katıldığı aile işletmelerinde de durum aynıdır. Günümüzde kamu sahipliğinde işletmenin performansı azalırken, sahiplik ve yönetime yabancı bir ortak alındığında ise işletmenin performansı artmaktadır (Karabıyık, 2011: 93).

Ortaklık veya sahiplik yapısı hususunda literatür hissedar yöneticileri ve de hissedar olmayan yöneticileri esas alır. Literatürde bir firmanın sermayesinin %5'inden daha fazlasına sahip olan ortaklar "önemli" hissedarlar olarak ifade edilir. Bu önemli ortaklar kişisel yatırımcılar veya kurumsal yatırımcılar olabilirler. Bunların önemli olarak ifade edilmesinin nedeni; sahip oldukları sermaye miktarının firmanın içinde neler olduğunu gözlemleyip izleme ve müdahale etme olanağı tanınmasından kaynaklanmaktadır (Denis, 2001; akt. Karabıyık, 2011: 63). Benzer şekilde bir paydaşların kontrol gücünü ölçmek için, firmadaki direkt ve endirekt oy hakkının toplamına bakılmaktadır. Hissedar kendi adına olan hisselerde direkt olarak oy hakkına sahiptir. Endirekt kontrol ise, birinci işletmenin ikinci bir işletme üzerinde oy hakkının bulunması ve hissedarın birinci işletmede bulunan oy hakkına dayanarak ikinci işletmede de dolaylı olarak kontrol sağlaması durumunda gerçekleşir. Sonuç olarak, eğer bir firmada hissedarın direkt ve endirekt oyları toplamı isteğe bağlı olarak seçilen değer üzerinde ise bu hissedarın işletmede kontrol gücüne sahip olduğu kabul edilir. Eğer birden fazla hissedar aynı koşulu karşılamakta ise, en büyük paya sahip olan paydaşın kontrol gücüne sahip olduğu söylenebilir (Güvençer, 2008: 68). Kontrol gücüne sahip en büyük ortaklar ile azınlık durumundaki ortalar arasında olabilecek vekâlet sorunları bakımında, kontrol gücünü

elinde bulunan ortakların nakit akımları üzerindeki haklarının, oy haklarından önemli ölçüde farklı olup olmadığına dikkat edilmesi gerekir (La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer, 1999).

Büyük oranda şirket hisselerine sahip hissedarın varlığının, firma değerini artıracak bir unsur olduğuna inanılmaktadır. Büyük oranda hisse sahipliği, yönetimin izlenmesi konusunda daha yüksek güç ve güdü sağlamaktadır. Yönetimin aldığı kararların büyük hissedarların varlıkları üzerindeki etkileri, küçük hissedarlarınkine oranla daha yüksek olacaktır. Hisse sahiplikleri yüksek olduğu için, oy kullanarak yönetimi disipline etme ve hatta değiştirme gücü de olduğundan, büyük hissedarın yönetimi izlemesi mümkün olmaktadır (Kargın, 2006: 48). Yönetimin yakından izlenmesi ve gözlemesi, yöneticilerin hissedarların değerini yükseltmek için hareket etmesini sağlayacak ve temsil maliyetlerini düşürecek bir unsurdur. Yatırımcıların nakit akım ve kontrol haklarını eşit kılmanın en direkt yolu, hisse sahipliğini yoğunlaştırmaktır. Büyük hissedarlar, alınan kararların sağlayacağı değer artışından payları oranında yüksek bir şekilde faydalanmaktadırlar (Shleifer ve Vishny, 1997).

En büyük birinci ortağın veya ortakların başka bir ifade ile büyük hissedarların firmaların finansal performansı üzerindeki etkisini ölçen akademik çalışmalar incelendiğinde Fauzi ve Locke (2012); Lam ve Lee (2008) çalışmalarında en büyük ortağın sermaye payı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Buna karşın Mak ve Kusnadi (2005); Reyna ve Encalada (2012) ise çalışmaları sonucunda en büyük ortağın sermaye payı ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Moscu (2013); Cook (2013) çalışmaları sonucunda en büyük ortağın sermaye payının firma performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır. Yapılan araştırmalarda en büyük birinci ortağın performans üzerindeki etkisine yönelik ülkelere ve sektörlere göre elde bulgular farklılaşmaktadır. Bulguların farklılaşmış olması, literatürde tartışmalara yol açmış ve konuya olan ilgiyi artırmıştır.

Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmermann (2003) 2001 yılına ait 165 firma verisinden yararlanılan çalışmada kurumsal yönetim mekanizmalarının firma performansı üzerindeki etkiyi araştırmışlardır. Araştırmada %5'in üzerinde sermaye payı olanlar ortakların hisseleri toplanarak modele dâhil edilmiştir. Ampirik analizler

sonucunda %5'in üzerinde sermaye payı olan ortakların hisse senetleri ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Finans sektörü dışında Norveç ve İsveç'te faaliyette bulunan firmaların sahiplik yapısının firma değeri üzerindeki etkisini Oxelheim ve Randøy (2003) EKK ve 2EKK yöntemleri yardımıyla test etmişlerdir. 650 gözlemden oluşan ve 1996-1998 yıllarını içine alan çalışma sonucunda büyük hissedarların sermaye payı ile firma değeri arasında negatif ve anlamlı ilişkiler bulmuşlardır. Büyük hissedarlar, kendi refahlarını artırmak için, kontrol haklarını kullanarak şirket varlıklarını verimli olmayacak biçimlerde tekrar dağıtabilmektedirler. Özellikle büyük hissedarların kontrol hakları nakit akımı haklarından fazla ise, bunu gerçekleştirme güçleri daha da yükselmektedir. Böylelikle büyük yatırımcılar, bütün yatırımcılara oransal bir dağıtım yerine, nakit akımlarının sadece kendilerine dağıtılması hususunda büyük bir güce sahip olurlar (Shleifer ve Vishny, 1997).

Andersson, Nordwall ve Salomonsson (2004) İsveç firmaları için sahiplik yapısı ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 1999-2003 yıllarına ait 87 firma verisinden yararlandıkları çalışma sonucunda büyük hissedarların oy hakkı ile ROA, ROE ve Tobin's q arasında anlamlı ilişki tespit edilememiştir. Buna karşın Mak ve Kusnadi (2005) Singapur ve Malezya firmaları üzerine yaptıkları araştırmalarında yönetim kurulu ve sahiplik yapısının firma değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırmada %20'in üzerinde sermaye payı olan ortaklar, büyük hissedar olarak tanımlanmıştır. Yapılan analiz sonucunda her iki ülke için büyük hissedar ile firma değeri olarak kullanılan Tobin's q arasında pozitif sonuçlar bulmuşlardır. Büyük oranda şirket hisselerine sahip hissedarların varlığının, firma değerini artıracak bir unsur olduğuna inanılmaktadır. Büyük oranda hisse sahipliği, yönetimin izlenmesi konusunda daha yüksek güç ve güdü sağlamaktadır. Yönetimin aldığı kararların büyük hissedarların varlıkları üzerindeki etkileri, küçük hissedarlarinkine oranla daha fazla olacaktır. Hisse sahiplikleri yüksek olduğu için, oy kullanarak yönetimi disipline etme ve hatta değiştirme gücü de olmasından dolayı, büyük hissedarın yönetimi izlemesi mümkün olmaktadır (Kargin, 2006: 48).

Haniffa ve Hudaib (2006) 1996-2000 yılları arasında faaliyette bulunan 347 Malezya firması üzerine yapmış oldukları araştırmada yönetim kurulu yapısının performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada en büyük 5 ortağın

sermaye payı toplanarak analize dâhil edilmiştir. En küçük kareler yöntemi kullanıldığı çalışma neticesinde en büyük 5 ortağın sermaye payı toplamı ile Tobin's q arasında negatif; buna karşın ROA arasında pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Buna karşın 2002 yılını içeren ve toplam 109 İsviçre firması üzerine yapmış oldukları araştırmalarında Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmermann (2006) kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Yapılan analiz sonucunda her iki modelde de en büyük ortağın sermaye payı ile Tobin's q arasında anlamlı olmayan ilişki elde edilmiştir. Yazarlar La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer (1999) aksine sermaye yoğunluğu arttıkça Tobin q ile gösterilen piyasa değerinin ve firma üzerinde en büyük hissedarların kontrol mekanizmasının etkilenmediğini savunmuşlardır.

Hong Kong borsasına 2002 yılında kayıtlı 168 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında Cheung, Connelly, Limpaphayom ve Zhou (2007) kurumsal yönetimin ile firma değeri üzerindeki etkisini EKK yöntemini kullanarak araştırmışlardır. Çalışma sonucunda en büyük 5 ortağın sermaye payı toplamı ile Tobin's q arasında negatif ve oldukça anlamlı sonuçlara varmışlardır. Ancak en büyük 5 ortağın sermaye payı toplamının ROE üzerinde etkisinin olmadığını belirlemişlerdir. Bu durum çoğunluğa sahip büyük hissedarın kendi çıkarlarına yönelik politikalar uygulayabilmesinden kaynaklanmaktadır. Choi, Park ve Yoo (2007) Kurumsal yönetim reformlarını Kore firmaları açısından araştırmışlardır. 1999-2002 yıllarını içine alan çalışmada 450 firma verisinden yararlandıkları ve tek aşamalı ve iki aşamalı EKK yöntemini kullandıkları çalışma neticesinde aile işletmelerinde en büyük ortağın sermaye payı ile Tobin's q arasında negatif ancak anlamlı olmayan sonuçlar elde etmişlerdir. Cho ve Kim (2007) çalışmalarında, bağımsız yönetim kurulunun ve sahiplik yapısının karlılık üzerindeki etkisini 1998 yılında Kore'de faaliyette bulunan 347 firma açısından incelemişlerdir. Geliştirilen modeller sonucunda en büyük ortağın ve büyük hissedarların sermaye payının firma karlılığı (ROA) üzerinde olumlu etki yaptığını savunmuşlardır. Bu durum işletme sermayesi içinde en büyük paya sahip olan hisse senedi sahibi diğer hisse senedi sahiplerine göre yönetim kararlarında daha etkili olmalarıyla açıklanmıştır.

Rose (2007) 1998-2001 yıllarını kapsayan analizinde Kopenhag Borsası'nda işlem gören şirketlerin sahiplik yapısının performanslarını etkileyip etkilemediğini araştırmıştır. Araştırmada %5'den fazla hissesi olan ortakların sermaye payları

toplanarak büyük hissedar olarak tanımlanmıştır. Yapılan analiz sonucunda kontrol değişkeni olarak modele dâhil ettiği büyük hissedarların sermaye payı ile Tobin's q olarak ölçülen şirket performansı arasında önemli bir ilişki bulunamamıştır. 1989-2002 yıllarının veri seti ile halka açık 59 Ürdün firması üzerinde sahiplik yapısının performans üzerindeki etkisini inceleyen Zeitun ve Tian (2007) en büyük ortağın sermaye payı ile ROA ve ROE arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki; buna karşın Tobin's q arasında anlamlı olmayan bir ilişki gözlemlemişlerdir. Hisse senedi sahipleri içinde kontrol gücünü ellerinde bulunduranlar firmanın nakit akımları üzerinde daha fazla etkili olması beklenmektedir. Firmanın sermayesine önemli ölçüde sahip olanlar firmadaki kontrol güçlerini; oy kullanmada imtiyaz sağlayan hisse senetleri ve holdingleşme yoluyla arttırmaktadırlar (La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer, 1999).

Lam ve Lee (2008) 2003 yılında Hong Kong firmaları üzerine yaptıkları araştırmada sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini ölçmüşlerdir. Yapılan analiz sonucunda en büyük birinci ortağın sermaye payı arttıkça piyasa performansının azaldığını belirlemişlerdir. Bu bulgular yatırımcı haklarının iyi korunmadığı ortamlarda, yüksek kontrol hakkı büyük hissedar ve yöneticilere daha rahat sömürme imkânı vermesiyle açıklanabilir. Ancak en büyük birinci ortağın sermaye payı ile ROA ve ROE arasında anlamlı olmayan sonuçlar tespit etmişlerdir. Lee (2009) doktora tezinde Kore borsalarında 2000-2006 yıllarında işlem gören 579 firmada kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Yapılan analiz sonucunda büyük hissedarların sermaye payı ile Tobin's q ve ROA arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki belirlemiştir. Büyük hissedarların olduğu şirketlerde, bu büyük hissedarların aynı zamanda yönetimi de ellerinde bulunduracağı düşünülerek, bu şirketlerin kaynaklarını daha verimli kullanmaları ve kârlılık ve piyasa oranlarının daha yüksek olması beklenmektedir (Kargın, 2006). Wang ve Clift (2009) 243 Avustralya firması üzerine yaptıkları çalışmada yönetim kurulu çeşitliliği ile finansal performans arasında ilişkisini ele almışlardır. En büyük 20 ortağın sermaye payının toplam yüzdesi büyük hissedar ve kontrol değişken olarak modele dâhil edilmiştir. Analiz sonucunda büyük hissedarların sermaye payının ROA ve ROE üzerinde etkili olmadığını belirlemişlerdir. Buna karşın Abdullah ve Page (2009) araştırmalarında sahiplik yapısı ile firma performansı

arasındaki ilişkiyi İngiltere firmaları açısından ve 1999-2004 yılları için incelemişlerdir. Yazarlar büyük hissedarların sermaye payının artması ilk üç yıl için (1999, 2000 ve 2001) Tobin's q ve ROA üzerinde olumlu katkı yaptığını belirlemişlerdir. Bu bulgular Holderness ve Sheehan (1988) yılında yaptığı çalışmasında büyük hissedarların diğer hissedarları istismar edeceği ve firma kaynaklarını kendi çıkarlarına göre kullanacakları beklentisi ile örtüşmektedir. Büyük hissedarlara sahip firmalar devamlılıklarını korumaktadırlar ve iyi performans göstermektedirler.

Bayrakdaroğlu (2010) çalışmasında BİST 100'de faaliyet gösteren 72 şirket için sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi 2005-2009 yılları açısından araştırmıştır. EKK yöntemleri ile gerçekleştirilen regresyon analizleri sonucunda en büyük ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı, en büyük beş ortağın sermaye payı ile finansal performans göstergeleri ROA, ROE ve Tobin's q arasında pozitif ilişkiyi ampirik olarak kanıtlamıştır. Bu sonuçlar, en büyük hissedarların sermaye paylarını artırmaları halinde, firmanın kaynaklarını kendi menfaatine kullanabileceğini göstermektedir.

Tanrıöven ve Aksoy (2010) BİST'da işlem gören 113 firmada ortaklık yoğunlaşmasının firma performansı üzerindeki araştırmışlardır. Çalışma sonucunda en büyük ortağın payının ROA üzerinde negatif; buna karşın Tobin's q üzerinde pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bununla birlikte en büyük ortağın payı ile ROE arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Böhren ve Ström (2010) ise Oslo Borsası'nda işlem gören 203 Norveç şirketi üzerine yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetim politikaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlamışlardır. Gerçekleştirilen ekonometrik analizler sonucunda büyük hissedarların sermaye payı ile hisse senedi getirileri, ROA ve Tobin's q arasında anlamlı olmayan ilişkiler tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Arosa, Iturralde ve Maseda (2010) İspanya'da borsada işlem görmeyen aile ve aile dışı işletmelerin sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmada 2006 yılına ait 217 aile dışı işletmenin ve 369 aile işletmenin verilerinden yararlanılmışlardır. Çalışma sonucunda ROA ile büyük hissedarların sermaye payı arasında anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir. Pay sahipliklerinin çok küçük oranlarda olduğu, birçok hissedara sahip şirketlerde, herhangi bir hissedarın yönetimin

performansını izlemesi ona yüksek getiri sağlamamaktadır. Elde edilecek getiriler bütün hissedarlar tarafından paylaşılmakta ve tek bir kişinin katlandığı izleme maliyeti, o kişinin elde edeceği getiriye fazlası ile aşmaktadır. Bu sorunun üstesinden gelebilecek mekanizmalardan bir tanesi, şirkette büyük paya sahip hissedarların olmasıdır (Kargın, 2006: 48). Reyna ve Encalada (2012) araştırmalarında, Meksika Borsası'na kayıtlı 83 firmanın sahiplik ve yönetim kurulu yapısının firma değeri üzerindeki etkisini ölçmek istemişlerdir. Çalışmada en büyük üç ortağın sermaye payı toplanarak modele dâhil edilmiştir. Ampirik analizler sonucunda büyüme fırsatı olan firmalar açısından en büyük üç ortağın sermaye payı ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki; buna karşı büyüme fırsatı olmayan firmalar açısından ise en büyük üç ortağın sermaye payı ile Tobin's q arasında pozitif ilişki bulmuşlardır. Demsetz ve Lehn (1985) göre firma ortaklarının çok sayıda küçük ortaktan oluştuğu ve söz konusu ortakların aynı zamanda değişik sektörlerde faaliyet gösterdiği durumlarda, şirketin üst düzey yöneticilerinin faaliyetlerini aksattıkları gözlemlenebilmektedir (Demsetz ve Lehn, 1985). Böylelikle işletmelerde performans düşüklüğü ve bu performans düşüklüğünden doğan finansal kayıplar meydana gelmektedir. Ortaklar arasında büyük yatırımcıların olması, yöneticilerin denetimini arttıracak aynı zamanda yöneticilere yapılacak teşvik edici ödemelerin azalmasına neden olacaktır (Doğan, 2007).

Abbasi, Kalantari ve Abbasi (2012) çalışmasında, Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda gıda sektöründe hisse senetleri işlem gören 82 firmanın 2002– 2011 yılları için kurumsal yönetim mekanizmaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada % 5'in üzerinde ortaklık payı olanlar, büyük hissedar olarak tanımlanmıştır. Araştırma sonucunda büyük hissedarlar ile Tobin's q arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki belirlenmiştir. Benzer sonuçlar Çin borsalarında finans sektörü dışında hisse senetleri işlem gören firmalar açısından Kang ve Kim (2012) tarafından da tespit edilmiştir. Kula (2006) göre; yöneticilerin sahiplik ile oy kullanma hakları yüzünden kişisel menfaat elde etmelerinin yanında hakim hissedarların da kendi refahlarını en üst noktaya çıkarmak için, kontrol haklarını kullanarak işletme varlıklarını etkin ve verimli olmayacak biçimlerde dağıtmaktadırlar. Kendi menfaatini en üst noktaya çıkarmak ve getiriye diğer

kişilerden kendilerine aktarmak amacı ile kontrol gücü kullanılma sürecinin mülksüzleştirme olarak ifade edilmektedir.

Chen (2012) İskandinav ülkelerinde (Norveç, İsveç, Danimarka ve Finlandiya) faaliyette bulunan en büyük 20'şer şirketin sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini 2008-2010 yılları için araştırmıştır. Çalışmada sonucunda en büyük hissedarın sermaye payı ile ROE arasında pozitif ilişki gözlemlenirken Tobin's q arasında anlamlı olmayan bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Buna karşın Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 79 firmanın 2007-2011 yıllarına ait verilerinden yararlanıldığı araştırmalarında YK ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırmada %20'in üzerinde sermaye payı olan ortaklar büyük hissedar olarak tanımlanmıştır. Yapılan analiz sonucunda ROA ve Tobin's q ile büyük hissedarların sermaye payı arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Kuznetsov ve Muravyev (2012) 1995-1997 yılları arasında Rusya borsasında bulunan 236 firmanın sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yapılan analizler sonucunda en büyük ortağın sermaye payının artması Tobin's q oranını negatif yönde etkilediğini belirlemişlerdir. Büyük hissedarların varlığı, bazı maliyetlere de sebep olabilmektedir. Bu maliyetlerin en önemlisi, büyük yatırımcıların çeşitlendirme yapmamaları ve bu yüzden yüksek riske katlanmalarıdır.

Koerniadi ve Tourani-Rad (2012) çalışmalarında, Yeni Zelanda borsasına kayıtlı firmalar açısından yönetim kurulunun önemini ampirik olarak incelemiştir. Çalışmada % 5'in üzerinde ortaklık payı olanlar, büyük hissedar olarak tanımlanmıştır. Analiz sonucunda büyük hissedarlar ile ROA, ROE ve Tobin's q arasında negatif ancak anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. Bütün hissedarlar iyi yönetimden fayda sağlarken, çeşitlenmemiş bir portföyün zararına yalnızca büyük hissedarlar katlanmak durumunda kalacaktır. Sermaye sahipliğinin daha az yoğun olan firmalarda hissedarlar yönetimden ayrılmaktadır. Bu tür şirketlerde profesyonel yöneticilerin şirketi daha iyi yönetecekleri düşünülebilir fakat hissedarlar ve diğer firma çıkar grupları arasındaki çıkar farklılıkları sonucu vekâlet problemlerinin ve dolayısıyla vekâlet maliyetlerinin ortaya çıkma ihtimalini de göz ardı etmemek gerekir. Belirli bir derecede sermaye yoğunluğunun; özellikle büyük hissedarların

yöneticileri düzenli olarak kontrol etmeleri sonucu firma değerini arttırabileceği söylenebilir (Kargın, 2006). Buna karşın İtalya'daki firmaların sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi Alimehmeti ve Paletta (2012) EKK yöntemini kullanarak incelemişlerdir. Yazarlar 2006'da 186; 2007'de 201; 2008'de 188 ve 2009'da 224 firma verisinden yararlanmışlardır. Modelin tahmin sonuçlarında 2008 yılı hariç diğer yıllar için en büyük ortağın sermaye payının artması varlık başına düşen karlılığı olumlu yönde etkilediğini belirlemişlerdir. Yazarlar 2008 yılında ilişkinin anlamlı çıkmamasını yaşanan finansal krize ve kamulaştırmaya bağlamışlardır. Sayman (2012) sahiplik yapısının firma performansı üzerine etkilerini BİST firmaları açısından incelemiştir. Geliştirilen ekonometrik modeller sonucunda en büyük ortağın sermaye payının azalması firmaların piyasa performansını olumlu yönde etkilediği tespit etmiştir. Bununla birlikte firmaların sahiplik yapısı çeşitlendikçe, işletmeler piyasada daha yüksek fiyatla değerlendirilmekte ve yatırımcılar arasında daha yüksek fiyatlardan alınıp satılması tercih edilmektedir. Buna göre, işletmeler aile işletmesi özelliğinden uzaklaştıkça, kurumsal yatırımcılar, kamu gibi büyük pay sahipleri tarafından yönetilmekten uzaklaştıkça ve halka açıklık oranları arttıkça piyasanın bu durumu daha olumlu değerlendirmekte olduğu söylenebilmektedir.

Cook (2013) Kanada Borsası'nda işlem gören 62 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının ile finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Analiz sonuçlarına göre; büyük hissedarların sermaye payı ile ROA ve Tobin's q arasında anlamlı olmayan bir ilişki belirlenmiştir. Moscu (2013) Yönetim kurulu özelliklerinin firma performansı üzerindeki etkisini Romanya borsasına kayıtlı firmaların verilerini kullanarak araştırmıştır. Analizlerde bir firmada büyük hissedar olması durumunda 1, aksi durumda 0 olarak tanımlamıştır. Ampirik analizler sonucunda büyük hissedarın olması ile ROA ve ROE arasında negatif ve ancak doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Bu bulguları; en büyük hissedarın oy kullanma gücü nakit akım haklarını artırırsa firma değerinin azalmasıyla ilişkilendirmiştir. 2006–2011 yıllarını kapsayan ve toplam 77 Vietnam firmaları üzerine yapmış oldukları araştırmalarında Vo ve Phan (2013) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan ampirik analiz sonucunda Vo ve Phan (2013) büyük hissedarların sermaye payı ile firma

performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde etmişlerdir. Büyük hissedarlar veya uzun vadeli şirket içi ortaklıklar tarafından gözetim ve denetim fonksiyonları yerine getirmelerine rağmen, büyük hissedarların olması performans üzerinde bir farklılaşmaya neden olmamaktadır.

Sonuç olarak büyük hissedarların sermaye payı ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki tespit eden çalışmalarda yazarlar; büyük hissedarın varlığı şirket içi denetim gücüne ve güdüye sahip olmalarından ve kendi çıkarlarını maksimize etmeye çalışmalarından dolayı firma performansı üzerinde olumlu bir etki yaptığını savunmuşlardır. Diğer yazarlar ise büyük hissedarların varlığı, bazı maliyetlere neden olduğu ve büyük yatırımcıların çeşitlendirme yapmamaları ve bu yüzden yüksek riske katlanmalarından dolayı firma performansını azalttığını ileri sürmüşlerdir. Bu çalışmaların dışında bir kısım yazarlar ise en büyük hissedarların sermaye payının finansal performans üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını iddia etmişlerdir.

Tablo 12. En Büyük Ortak Sahipliğinin İşletmenin Finansal Performansına Etkisini İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Kuznetsov ve Muravyev	2001	Rusya	1995-1997	236	EKK	-*	
Beiner vd.	2003	İsviçre	2001	165	EKK/GLM	-	
Oxelheim ve Randøy	2003	Norveç	1996-1998	132	EKK/2EKK	-*	
Oxelheim ve Randøy	2003	İsveç	1996-1998	121	EKK/2EKK	-*	
Andersson vd.	2004	İsveç	1999-2003	87	EKK	+	+/+
Mak ve Kusnadi	2005	Singapur	1999-2000	230	EKK	+	+
Mak ve Kusnadi	2005	Malezya	1999-2000	230	EKK	+	+
Haniffa ve Hudaib	2006	Malezya	1996-2000	347	EKK	-*	+
Beiner vd.	2006	İsviçre	2002	109	EKK/GLM	-/+	
Rose	2007	Danimarka	1998-2001	+100	EKK	-	
Cheung vd.	2007	Hong Kong	2002	168	EKK	-*	-
Choi vd.	2007	Kore	1999-2002	450	EKK/2EKK	-	
Cho ve Kim	2007	Kore	1998	347	EKK		+
Zeitun ve Tian	2007	Ürdün	1989-2002	59	LOJ	+	+/+*
Lam ve Lee	2008	Hong Kong	2003	128	REG/KOR/ T	-*	-/-
Lee	2009	Kore	2000-2006	579	EKK/ROB	+	+
Wang ve Clift	2009	Avustralya	2003	243	EKK		-/-
Abdullah ve Page	2009	İngiltere	1999-2004	365	EKK	+/+*	+/+*
Böhren ve Ström	2010	Norveç	1989-2002	230	EKK/2EKK/GEKK/HEKK	+	+/+
Bayrakdaroğlu	2010	Türkiye	2005-2009	72	EKK	+	+/+*
Tanrıöven ve Aksoy	2010	Türkiye	1996-2009	113	EKK	+	-*/+
Arosa vd.	2010	İspanya	2006	586	EKK/KOR		+
Koerniadi ve Tourani-Rad	2012	Yeni Zelanda	2004-2006	182	EKK/2EKK	-	-/-
Abbasi vd.	2012	İran	2002-2011	82	GEKK	+	+
Reyna ve Encalada	2012	Meksika	2005-2011	83	SEM	-/+*	

Tablo 12 (devam)

Fauzi ve Locke	2012	Yeni Zelanda	2007-2011	79	GLM/KOR	-*	-*
Chen	2012	Norveç, İsveç, Danimarka, Finlandiya	2008-2010	80	EKK	-	+*
Sayman	2012	Türkiye	1998-2009	179	SEM	-*	
Kang ve Kim	2012	Çin	1994-2002	6588	SEM/GMM	+*	+*
Alimehmeti ve Paletta	2012	İtalya	2006-2009	200 ^a	EKK		+*
Vo ve Phan	2013	Vietnam	2006-2011	77	EKK/KOR		-
Cook	2013	Kanada	2012:12- 2013:3	62	LOJ/ANV/KOR/T	-	+
Moscu	2013	Romanya	2010	62	EKK		-/-

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, LOJ; Lojistik regresyon yöntemini, ANV; anova yöntemini, ROB; dirençli (sağlam) tahmincisini, GMM; genelleştirilmiş momentler yöntemini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, GEKK; genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi, HEKK; havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, SEM; sabit etkiler modelini, TOBIT; tobit modelini göstermektedir.

2.2. YÖNETİM KURULU SAHİPLİĞİNİN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Şirket hisselerinden pay sahibi olan kişilerin özellikle temsil maliyetlerini azaltmak amacıyla şirkette yönetici olarak çalışmaları yönetici sahipliği olarak ifade edilmektedir. Bununla birlikte yöneticilerin motivasyonunu artırmak maksadıyla şirkete ortak alınması da söz konusu olabilmektedir. İşletmenin hisse senetlerinin sahiplerinin aynı zamanda işletmede yönetici olabilmektedir. Bu durum, hisse senedi sahipleri ile işletme yöneticileri arasında doğması muhtemel temsil sorununu önlemek amacıyla uygulamaya geçirilmektedir. Başka bir ifade ile işletmenin hisse senedi sahipleri kendi servetlerini en çoklaştıracak yatırımların hayata geçirilmesi adına ve yöneticileri teşvik etmek amacıyla yöneticileri işletmeye ortak olarak dâhil etmektedirler (Sayman, 2012: 98-99). Dağınık sermaye yapısı yönetici sahipliği için uygun bir yapıdır bu sayede yönetici baskın olan bir grubun olmamasını değerlendirir ve şirkette hem yönetici hem ortak olabilir. Yönetici sahipliğinin ortaya çıkmasının sebebi şirket sahibinin yöneticiyi ortak ederek yöneticinin kendi kişisel çıkarlarını işletme çıkarlarının üstünde tutmasına engel olmak istemesidir. Hissedar çıkarları ve yönetici çıkarları bu sayede uyumlaşacaktır. Fakat bu hissedarlık oranının çok iyi kararlaştırılması gerekmektedir yönetici bir anda baskın hale gelip diğer ortakların mağduriyetlerine sebep olabilmektedir (Demsetz ve Lehn 1985; akt. Karayormuk, 2010: 56).

Yönetici sahipliğinden bahsedebilmek için yönetim kademesinin şirket hisselerine sahip olması gerekmektedir. Fakat yönetici sahipliği için yöneticilerin baskın (hâkim) ortak olma şartı yoktur. Yönetici sahipliğinin en etkin olduğu sermaye sahipliği çeşidi dağınık sermaye sahipliğidir. Bunun en önemli nedeni ise dağınık sermaye sahipliğinde hâkim ortak olmayışıdır. Dolayısıyla, dağınık sermaye sahipliğinde yönetici çok az bir hisse oranı ile tüm kontrolü elinde tutan kişi olmaktadır. Bunu, hâkim hissedar grubunun olmayışıyla elde etmektedir (Sakınç, 2008: 49). Ancak, Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999) göre yönetici sahipliğinin temel nedeni şöyledir. Hissedarlar yöneticilerin etkinliğini ne kadar geniş bir alana yayarlarsa, şirket varlıkları hissedarların zenginliğini arttırmaktan ziyade yöneticilerin kişisel çıkarlarına hizmet edecektir. Bu problemin aşılması yöneticilere

işletme hisselerinden verilerek gerçekleşecektir. Böylelikle, paydaşların çıkarları yöneticilerin çıkarları ile uyumlaştırılmış olacaktır.

Vekâlet teorisinde; işletme sahiplerinin, sahipliğine karşılık, işletmenin tamamına sahip olmayan yöneticiler tarafından yönetilmesi halinde yöneticiler, işletme değerini en üst noktaya çıkarmak yerine kişisel menfaatleri ve amaçları doğrultusunda hareket ederek vekâlet sorunlarına neden olabilmektedirler. Bu yüzden vekâlet problemlerinin en aza indirilmesine yönelik yapılan araştırmalar vekâlet maliyeti olarak ifade edilmektedir. Başka bir açıdan vekâlet teorisi, kontrol ve sahipliğin birbirinden ayrılması üzerinde dururken, paydaşlık teorisi tüm paydaş gruplarının menfaatlerini temsil edecek bir yönetim anlayışını savunmuş, kaynak bağımlılığı teorisi ise işletmelerin sermaye ihtiyacını karşılamaları için yabancı yatırımcıların ülkeye teşvikinin sağlanmasının yönetimin esas görevi olması gerektiğini ileri sürmüştür. Böylelikle bu teorilerin esas teşkil ettiği sahiplik ve kontrol ayrımı, tüm hissedar gruplarının menfaatleri ve sermaye ihtiyacının karşılanması noktasında kurumsal yönetim uygulamalarına öncülük etmiştir. Bu uygulamayla yöneticiler, faaliyetlerini yerine getirirken hissedarlarına ve tüm ilgili gruplarına yönelik sorumluluk bilinciyle hareket ederek şeffaf, adil ve hesap verebilir bir tutum sergilemeleri elde edilmeye çalışılmıştır (Karabıyık, 2011: 2).

İşletmenin hisse senetlerini ellerinde bulunduranlar, yöneticilerden elde edecekleri verimi arttırmak ve böylece servetlerini maksimum yapmak maksadıyla, yöneticileri işletmenin hisse senedi sahibi yaptıkları bilinmektedir (Himmelberg, Hubbard ve Palia, 1999). İşletmenin yöneticileri işletmeyi kendi varlıkları gibi görmeleri için yapılan bu uygulama ile yöneticiler kendi çıkarlarını da arttırmak amacıyla net bugünkü değeri negatif olan yatırımları hayata geçirmekten kaçınacaklardır. Bu şekilde yöneticiler işletmeyi sahiplenecek ve diğer hisse senedi sahipleri ile ortak bir gaye için uğraşacaklardır (Sayman, 2012: 99).

Yönetim kurulu sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların bir kısmında CEO'nun ve yönetim kurulu üyelerinin sermaye payı toplanarak yönetici sahipliği (Managerial Ownership) değişkeni olarak modele dâhil edilmiştir. Diğer çalışmalarda ise sadece yönetim kurulu sahipliği ile (Board

Ownership) firma performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın bu bölümünde YK sahipliği ile yapılmış olan çalışmalar özetlenecektir.

Yöneticilerin yerini sağlamlaştırmasının hisselerin hangi oranına sahip olduğunda gerçekleştiği ile ilgili yapılan çok sayıda çalışma vardır. Ancak, bu oran diğer hissedarların payları, piyasayı düzenleyici kurallar, yasal çerçeve, şirketin özel koşulları gibi çok sayıda değişken tarafından belirlendiğinden, her araştırmada farklı oranlara ve sonuçlara ulaşılmıştır. Yöneticilerin yerini sağlamlaştırdıkları hisse oranı için kesin bir rakam belirlemek mümkün değildir, şirketin ve şirketin içinde bulunduğu ekonominin özel koşulları içerisinde değişiklik göstermektedir (Doğan, 2007: 35). Bu çerçevede yönetici sahipliğinin işletmelerin finansal performansına etkisini inceleyen araştırmalar aşağıda özetlenecektir.

Morck, Shleifer ve Vishny (1988) yönetici sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yöneticilerin %5 seviyesine kadar sermaye payını artırması, hissedarların çıkarlarıyla kendi çıkarlarının uyumlu hale gelmesine ve firma değerini artırmasına neden olmaktadır. Yöneticilerin %5 ile %25 arasında sermaye payına sahip olması halinde, artan oy hakkı sebebiyle firmada kendini yerleşik hissetmesi, bulunduğu görevde daha uzun kalması, profesyonel yöneticilerin işe alınma oranının azalması, firma içi yöneticilerin %5 oranından fazla paya sahip büyük hissedarlara karşı üstünlük sağlaması gibi sonuçlar doğurarak yöneticilerin şirket dışı ilgi alanlarını tatmin etmesi ve firma değerinin azalması ile neticelenmektedir. Hermalin ve Weisbach (1991) yönetici sahipliğinin firma performansı üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Yöneticilerin %0-%1 arası sermaye sahipliği olması firma performansını artırmakta buna karşın %1-%5 arası olması performansı azaltmakta, %5-%20 arası olması artırmakta ve %20 ve sonrası ise tekrar performansı azaltmaktadır.

Yermack (1996) 1984–1991 yılları arasında faaliyette bulunan 452 ABD firması üzerine yapmış olduğu araştırmasında YK yapısının firmaların muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri üzerindeki etkisini incelemiştir. Analiz sonuçlarına göre; YK sahipliği ile Tobin's q arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin; buna karşın ROA ile YK sahipliği arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur.

Yöneticiler, sermayenin tabana tam olarak yayıldığı ve hâkim bir hisse senedi sahibinin olmadığı geniş tabanlı sahiplik durumunda etkinliklerini arttırmaktadır.

Barnhart ve Rosenstein (1998) 1990 yılında S&P 500 borsa endeksinde bulunan 321 Amerikan firması üzerine yaptıkları çalışmalarında YK yapısı ile firmaların piyasa performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analiz sonuçlarında YK sahipliği ile Tobin's q arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki belirlemişlerdir. Bu sonuçlara paralel olarak Vafeas ve Theodorou (1998) ABD firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında YK yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda YK sahipliği ile Tobin's q arasında negatif ancak anlamlı olmayan bir ilişki ortaya koymuşlardır. İşletmenin hisse senetlerini ellerinde bulunduranlar, yönetim kurulunun etkinliğini ve verimliliğini yükseltmek ve böylelikle kazançlarını maksimum yapmak amacıyla yöneticileri işletmenin hisse senedi sahibi yaptıkları bilinmektedir. Ancak yukarıda özetlenen çalışmalarda yazarlar analize dâhil ettikleri dönem ve örneklemelerinin çok az olmasından dolayı anlamlı bir ilişki elde edememişler ve YK sahipliğinin daha uzun dönemde performans üzerindeki etkisini tam anlamıyla belirleyememişlerdir.

Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999) ABD firmaları açısından sahiplik yapısını araştırmıştır. Geliştirilen modeller sonucunda; YK sahipliğinin Tobin's q üzerinde etkili olmadığını belirlemişlerdir. Yazarlar işletme hisse senedi sahiplerinin işletme yöneticilerinin kontrol düzeyini yükseltmesi durumunda temsilcilik sorunu oluşacaktır. Böylelikle yönetim kurulunun kendi menfaatlerine göre harcamalar yapacağı, negatif net bugünkü değere sahip yatırımları girişebileceği ve politikaları uygulayacağını ifade edilmektedir. Benzer sonuçlar Demsetz ve Villalonga (2001) tarafından da elde edilmiştir. Söz konusu yapılan çalışmaların dışında Morck, Shleifer ve Vishny (1988), McConnell ve Servaes (1990), Hermalin ve Weisbach (1991), Short ve Keasey (1999), Faccio ve Lasfer (1999) Lau (2004) gibi yazarlar yönetim kurulu sahipliği ile firma performans göstergeleri arasında doğrusal olmayan ilişkiler tespit etmişlerdir. Lins (2002) göre yöneticilerin kontrol haklarının nakit akım haklarını aşması halinde firma performansının azalmaktadır. Ayrıca yönetici haklarındaki sapmalar, hissedarların az korunduğu ülkelerde daha sık bir şekilde rastlanmaktadır.

Postma, Ees ve Sterken (2003) 1997 yılında Hollanda borsasına kayıtlı 94 firmanın YK yapısı ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışma sonucunda YK sahipliği ile ROA, ROE ve Tobin's q arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki bulmuşlardır. Benzer şekilde Mak ve Kusnadi (2005) Singapur ve Malezya borsalarına kayıtlı 230 firmanın yönetim kurulu yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Analiz sonucunda her iki ülke için YK sahipliği ile Tobin's q arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki belirlemişlerdir. Buna karşın Carter, Simkins ve Simpson (2003) Fortune 1000 firmalarında kurumsal yönetim uygulamaları ile Tobin's q arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Analizler sonucunda YK sahipliği ile firma değeri arasında pozitif ilişkiyi ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde Filatotchev, Lien ve Piesse (2005) Tayvan'da 1999 yılında bulunan 228 firma için kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi 2EKK yöntemi aracılığıyla ölçmüşlerdir. Çalışma sonucunda YK sahipliği ile ROA ve hisse başına temettü arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular; firmanın hisse senetlerini ellerinde bulunduran yöneticiler, kendi menfaatlerini düşünüp risk alması ve servetlerini maksimum yatırımları gerçekleştirilmesi ile açıklanabilir.

2002 yılını içeren ve toplam 109 İsviçre firması üzerine yapmış oldukları araştırmalarında Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmermann (2006) kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Yapılan analiz sonucunda YK sahipliği ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki elde edilmiştir. Benzer şekilde Cho ve Kim (2007) çalışmalarında, sahiplik yapısının karlılık üzerindeki etkisini 1998 yılında Kore'de faaliyette bulunan 347 firma açısından incelemişlerdir. Geliştirilen modellerin bir kısmında YK sahiplik seviyesinin artmasının firma karlılığı (ROA) üzerinde olumsuz etki yaptığını tespit etmişlerdir. Jensen ve Meckling'in temsil teorisinde, firmaya yeni ortaklar alındığında yönetici-sahiplerin firmaya karşı taşıdıkları teşvikler değişir. Temsil teorisinde; yönetici-sahiplerinin hisse sahipliklerindeki bir azalmanın, firmanın yönetici-sahipleri ile yeni ortakların menfaatleri birbirinden uzaklaştırabileceği ifade edilmiştir. Yönetici-sahiplerin hisse sahipliğindeki azalmanın neticesi olarak, firmanın değerini artırmaya yönelik olmayan bireysel harcamaları artırma eğilimi içine girerler ve buna bağlı olarak yönetici-sahiplerle yeni ortaklar arasında menfaat çatışması ortaya çıkar. Firma

performansı bu durumdan olumsuz olarak etkilenir (Bulut, Çankaya ve Er, 2009: 104).

Mura (2007) İngiltere’de 1991-2001 yıllarında faaliyette bulunan 1100 finans sektörü dışında kalan firmaların sahiplik yapısı ile performansları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Gerçekleştirilen 9 model sonucunda, yazar modellerin bir kısmında YK sahipliğinin Tobin’s q üzerinde olumlu etkiye sahip olduğunu belirlemiştir. Stulz (1998) göre yöneticilerin çok fazla hisseyi elinde bulundurması ve sahip oldukları hisse ile orantılı oy gücü temin etmeleri neticesinde şirket içindeki konumlarını güçlendirmeye başlamaları, yöneticilerin şirketteki hisselerinin belirli bir orandan daha fazla olması halinde hissedar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasının beklendiği gibi azalmayıp, tam tersi bir şekilde daha da derinleşme ihtimali de söz konusudur. Bu sonuçlara paralel olarak şekilde Yu (2008) Çin’de faaliyette bulunan firmaların YK yapısının firma performansı üzerine etkisini araştırmıştır. Analizler ile 2000-2004 yılları için YK sahipliği ile ROA ve ROE arasında karma ilişkiler elde edilmiştir.

Ehikioya (2009) 1998-2002 yılları arasında Nijerya borsasına kayıtlı 107 firma üzerine yaptığı çalışmada kurumsal yönetim yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi EKK yöntemi aracılığıyla ölçmüştür. Analiz sonucunda yönetim kurulu sahipliği ile ROA arasında negatif ve anlamlı bir ilişki; bununla birlikte ROE ve Tobin’s q arasında ise negatif ancak anlamlı olmayan bir ilişki tespit etmiştir. Abdullah ve Page (2009) ise araştırmalarında sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi İngiltere firmaları açısından ve 1999-2004 yılları için incelemişlerdir. Yazarlar yönetim kurulu sahipliğinin artması ilk üç yıl için (1999, 2000 ve 2001) performans göstergelerine olumlu etki yaparken, son üç yıl için ise (2002, 2003 ve 2004) negatif etki yaptığını savunmuşlardır.

Sueyoshi, Goto ve Omi (2010) 1999-2006 yılları arasında Tokyo Menkul Kıymetler Borsası’nda imalat sanayide işlem gören 270 firmada kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YK sahipliği ile firmaların operasyonel performansı arasında anlamlı olmayan bir ilişki tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Rashid, Zoysa, Lodh ve Rudkin (2010) çalışmalarında, Bangladeş’te bulunan firmaların YK bileşenleri firma performansı

üzerindeki etkisini tespit etmeyi amaçlamışlardır. Araştırmada YK sahiplik seviyesinin artması varlık karlılığını ve Tobin's q oranını etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde Arosa, Iturralde ve Maseda (2010) çalışmalarında, İspanya'da faaliyette bulunan aile firmaları için YK sahipliği ile ROA arasında anlamlı bir ilişki belirlenememiştir. Bu bulguların aksine YK kazançlar ya da hisse senedi fiyatlarının yükseleceğini öğrendiklerinde sözleşmeler hususunda pazarlık yapabilmekte ayrıca finansal kalemleri kötü yönde kullanabilmektedir. Yermack (1997) yönetim kurulunun iyi haberlerin ilan edilmesinden kısa bir süre önce hisse senedi opsiyonları biçiminde ödenekler aldıklarını ve kötü haberlerin ilan edilmesinden önce ise bu tür ödeneklerin ertelendiğini belirtmektedir.

İrlanda firmaları üzerine yaptıkları ve 2001 yılına ait 77 firma verisinden yararlandıkları araştırmalarında O'Connell ve Cramer (2010) yönetim kurulu özellikleri ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştirlerdir. EKK ve 2EKK yöntemi kullanılan çalışma sonucunda yönetim kurulu sahipliği ile ROA ve Tobin's q arasında anlamlı olmayan ilişkiler ortaya konmuştur. Benzer anlamlı olmayan sonuçlar Cho (1998); Mehran (1992); Beatty ve Zajac (1994), Agarwal ve Knoeber (1996) tarafından da belirlenmiştir.

Böhren ve Ström (2010) Oslo Borsası'nda işlem gören 203 Norveç şirketi üzerine yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetim politikaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlamışlardır. 1989-2002 yıllarının verilerinden yararlanan çalışmada EKK, 2EKK, GEKK ve HEKK yöntemlerini kullanmışlardır. Gerçekleştirilen ekonometrik analizler sonucunda YK sahipliği ile hisse senedi getirileri, ROA ve Tobin's q arasında anlamlı olmayan ilişkiler tespit etmişlerdir. Ancak HEKK yöntemi sonucunda ile YK sahipliği ile Tobin's q arasında pozitif ve anlamlı ilişkilere rastlanılmıştır. Yazarlar elde ettiği bulguları yöneticilerin sermayenin belli bir oranına sahip olduğunda bu durumun yöneticileri teşvik etmesiyle açıklamışlardır. Jensen (1976) göre Yöneticilerin sahip olduğu hisse senetlerinin çok az, hissedar sayısının çok fazla, hisselerin çok dağınık olduğu durumlarda, yöneticilerin şirket varlıklarını kendi çıkarları için kullanmaları olasılığı yüksek olduğu ifade edilmektedir. Hissedar ile yöneticiler arasındaki bu çıkar çatışmasının azaltılmasının, yöneticilerin sahip oldukları payın artırılması ile mümkün olabileceği belirtilmiştir (Doğan, 2007: 34).

Ünlü (2011) BİST firmalarında YK sahipliği ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlamışlardır. 2004-2008 yıllarının ve 77 firma verilerinden yararlanıldığı çalışmada EKK yöntemini kullanmışlardır. Modelin tahmin sonuçlarında yönetim kurulu sahipliğinin Tobin's q üzerinde etkili olmadığını ortaya koymuşlardır. Buna karşın Elsayed (2011) çalışmasında, Mısır Borsası'na kayıtlı 92 firmanın yönetim kurulu büyüklüğü ile performansı arasındaki ilişkiyi ölçmek istemiştir. Modelin tahmin sonuçlarında YK sahipliğinin firma performansı üzerinde (ROA, ROE ve Tobin's q) negatif bir etkiye sahip olduğu ancak bu ilişkinin doğrusal olmadığını tespit edilmiştir. Yönetim kurulunun hissesi arttıkça, kendini savunma fırsatı artmakta, YK eskisi kadar firma değerini yükselten faaliyetlere yönelmek yerine kendi menfaatlerine uygun bir şekilde hareket etmeye başlayacaktır. Bu yüzden mevcut hissedarlar başka şirketlere yatırıma yönelmekte bu durumda firma performansını ve değerini olumsuz yönde etkilemektedir.

Reyna ve Encalada (2012) araştırmalarında, Meksika Borsası'na kayıtlı 83 firmanın sahiplik ve YK yapısının firma değeri üzerindeki etkisini ölçmek istemişlerdir. Ampirik analizler sonucunda büyüme fırsatı olan firmalar açısından YK sahipliği ile Tobin's q arasında negatif bir ilişki; buna karşı büyüme fırsatı olmayan firmalar açısından ise YK sahipliği ile Tobin's q arasında pozitif ilişki bulmuşlardır. Benzer karma sonuçlar Demsetz ve Lehn (1985); Mcconnell ve Servaes (1990); Oswald ve Jahera (1991); Craswell, Taylor ve Saywell (1997); Fishman, Gannon ve Vinning (2005) gibi yazarlar tarafından da tespit edilmiştir. Bütün bu sonuçlara paralel olarak Wellalage ve Locke (2012) ise sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi panel veri kullanarak araştırmışlardır. 2004-2009 yılları arasında Sri Lanka borsasına kote olmuş 152 firma üzerine yaptıkları çalışmada GMM kullanmışlardır. Modelin tahmin sonuçlarına göre YK sahipliğinin (%0-%30 ve % 70) ROA ve Tobin's q üzerinde u şeklinde (u-shaped) bir etkisi olduğunu belirtmişlerdir. Başka bir ifade ile YK sahipliği belli bir noktaya kadar firma performansını artırmakta, belli noktadan sonra firma performansı azalmaya başlamaktadır. Bu yüzden yazarlar, YK sahiplik seviyesinin iyi ayarlanması gerektiğini belirtmişlerdir.

Masulis, Wang ve Xie (2012) S&P 1500 borsa endeksinde bulunan ortalama 1109 firma açısından kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı

üzerindeki etkisini 1998-2006 yılları verilerinden yararlanarak incelemişlerdir. Modelin tahmin sonuçlarında yönetim kurulu sahipliği ile Tobin's q arasında pozitif ve anlamlı sonuçlar ortaya koymuşlardır. Yazarlara göre; yönetim kurulu şahsi menfaatlerini artırmak amacıyla net bugünkü değeri negatif olan yatırımlara yönelmeyecektir. Bu yüzden YK işletmeyi sahiplenerek ve diğer hissedarlar ile ortak bir gaye için uğraşacaklardır.

Benzer şekilde Horváth ve Spirollari (2012) S&P 500 borsa endeksinde bulunan 136 Amerikan şirketinin yönetim kurulu özelliklerinin firma performansına etkisini incelemişlerdir. 2005-2009 yıllarının verilerinden yararlanıldığı araştırmanın sonucunda YK sahipliği ile Tobin's q arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Benzer bir şekilde Fauzi ve Locke (2012) ise Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 79 firmanın 2007-2011 yıllarına ait verilerinden yararlanıldığı araştırmalarında YK ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda ROA ve Tobin's q ile YK sahipliği arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Jensen ve Meckling (1976) yöneticilerin sermaye sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişkiye; sermaye sahipliğinin yatırımlara, yatırımların ise firma değerine olan etkisi şeklinde bakılması gerektiğini belirtmişlerdir. Elinde hiç hisse senedi bulunmayan ya da çok az hisse bulunduran yöneticiler, firma değerini maksimize eden yatırımları bulmak için zaman harcamak istemeyebilirler veya bu yatırımlarda kendi menfaatleri yoktur denebilir. Diğer taraftan; yöneticilerin sermaye payı yükseldikçe firma değeri maksimizasyonundan sapmalar azalacaktır. Yöneticilerin sermaye paylarının yükselmesi; hissedarlar ile çıkarlarının benzeşmesi, aradaki uyum sayesinde vekâlet problemlerinin azalması ve dolayısıyla firma değerinin artması şeklinde sonuçlanacaktır (Güvençer, 2008: 79).

Shukeri, Shin ve Shaari (2012) 10 farklı sektör ile 2011 yılına ait 300 firma verisi kullandıkları çalışmalarında YK özelliklerinin firma performansına etkisini araştırmışlardır. Regresyon modelinin sonucunda YK sahipliği ile ROE arasında anlamlı olmayan bir ilişki ile karşılaşmışlardır. 2006–2011 yıllarını kapsayan ve toplam 77 Vietnam firmaları üzerine yapmış oldukları araştırmalarında Vo ve Phan (2013) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda Vo ve Phan (2013) yönetim kurulu sahipliği ile firma

performansı (ROA) arasında doğrusal olmayan bir ilişkiye sahip olduğunu belirlemiştir. Benzer şekilde Rad vd. (2013) kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisini İran ve Malezya firmaları için karşılaştırılarak incelemiştir. Malezya firmaları için ise YK sahipliği ile Tobin's q arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Bununla birlikte söz konusu iki ülkenin verileri birleştirilerek yeni bir regresyon analizi sonucunda YK sahipliği ile Tobin's q arasında yine negatif bir ilişki belirlemiştir. Başka bir ifade ile yönetim kurulunun sermayede sahip olduğu yüzde arttığında ise işletme değeri bu durumdan olumsuz yönde etkilenmektedir. Yazarlara göre; işletme yönetim kurulunun işletme üzerindeki kontrol düzeyi yükseldikçe yönetici kendini daha çok savunabilecek, karlı ve riskli yatırımları gerçekleştirmek gibi firma değerini düşüren faaliyetlerde bulunacaktır.

Cook (2013) Kanada Borsası'nda işlem gören 62 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının ile finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Analiz sonuçlarında YK sahipliği ile ROA ve Tobin's q arasında anlamlı olmayan bir ilişki belirlenmiştir. Buna karşın Bhagat ve Bolton (2013) Risk Metrics veri tabanından yararlanarak ABD'de bulunan 1500 firmanın yönetim ve sahiplik yapısının performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. Araştırmada analize dâhil edilen dönemi 2002 yılı öncesi ve 2002 yılı sonrası olarak iki gruba ayırmışlardır. Ampirik analizler sonucunda her iki dönem için de YK sahipliği ile ROA ve Tobin's q arasında pozitif ilişkiler tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Kumar ve Singh (2013) Hindistan'da Bombay Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 176 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında yönetim ve sahiplik yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda YK sahipliği ile Tobin's q arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Kumar ve Singh (2013), Bhagat ve Bolton (2013) Jensen ve Meckling (1976) yaptığı çalışmada olduğu gibi yönetim kurulunun işletme sermayesi içindeki hisselerinin yükselmesi, yönetim kurulunun işletmeye olan pozitif ilgisi artacağını savunmuşlardır. Böylelikle hissedarlar ile aralarındaki temsilcilik sorunları azalacak ve azalan temsilcilik sorunları temsilcilik maliyetlerini azaltacak ve firma değeri yükselecektir.

Bayrakdaroğlu (2010) BİST 100’de faaliyet gösteren 72 firma için sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi 2005-2009 yılları açısından araştırmıştır. EKK yöntemleri ile gerçekleştirilen regresyon analizleri sonucunda YK sahipliği ile finansal performans göstergeleri ROA, ROE ve Tobin’s q arasında anlamlı olmayan ilişkiler bulmuştur. Benzer şekilde Davies, Hillier ve McColgan (2002) Londra Menkul Kıymetler Borsası’nda hisse senetleri işlem goren 752 firmanın sahiplik yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışma neticesinde YK sahipliği ile Tobin’s q arasında anlamlı olmayan ilişkiler tespit etmişlerdir. Buna karşın 2005-2009 yıllarını içine alan ve finans sektoru dışında kalan 80 Pakistan firması üzerine yapmış oldukları çalışmalarında Rehman ve Shah (2013) yonetim kurullarının ve sahiplik yapılarının firma performansı üzerindeki etkisini EKK yöntemi yardımıyla tahmin etmişlerdir. Ampirik analizler sonucunda YK sahipliği ile ROA arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı; buna karşın Tobin’s q ve ROE ile YK sahipliği arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki elde etmişlerdir. Bununla birlikte, yonetici sahipliği olması halinde, yüksek riskli ve net bugünkü değeri negatif veya alternatif yatırım fırsatlarına goren gorce küçük değere sahip olan yatırımların gerçekleştirildiğinde işletmeye yabacı kaynak transferi gerçekleştiren kreditorlerden hissedarlara refah transferi gerçekleşecektir ve böylelikle işletmenin değeri de dusecektir (Sayman, 2012: 100-101).

Sonuç olarak YK sahiplik seviyesinin artması firma performansını artırdığını savunan yazarlar; firmanın hisse senetlerini ellerinde bulunduran yonetimler, kendi menfaatlerini duseñüp risk alması ve servetlerini maksimum yatırımları gerçekleştirmeleriyle ilişkilendirmişlerdir. Bununla birlikte bazı yazarlar bu duseñüneye ek olarak yonetici sahiplik seviyesinin iyi ayarlanması gerektiğini, belli bir seviyeden sonra firma performansına zarar vereceğini ileri sürmüşlerdir. YK sahiplik seviyesinin artması firma performansını azalttığını savunan yazarlar ise yonetici sahipliği olması durumunda, yonetimcilerin firma değerini yükselten faaliyetlere yönelmek yerine kendi menfaatlerine uygun bir şekilde hareket etmeye başlayacaklarını ifade etmişlerdir. Bu bulguların dışında YK sahipliği ile firma performansı arasında bir ilişkinin olmadığını savunan yazarlar da mevcuttur.

Tablo 13. Yönetim Kurulu Sahipliğinin İşletmenin Finansal Performansına Etkisini İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Yermack	1996	ABD	1984-1991	452	EKK/SEM	+*	+
Barnhart ve Rosenstein	1998	ABD	1990	321	EKK/3EKK	-	
Vafeas ve Theodorou	1998	ABD	1994	307	EKK	-	
Himmelberg vd.	1999	ABD	1982-1992	359 ^a	HEKK/SEM	+	
Demsetz ve Villalonga	2001	ABD	1986-1990	223	EKK/2EKK	+	
Davies vd.	2002	İngiltere	1995	752	EKK	+	
Postma vd.	2003	Hollanda	1997	94	ADM	-	+/+
Carter vd.	2003	ABD	2005	797	EKK/2EKK	+*	
Mak ve Kusnadi	2005	Singapur	1999-2000	230	EKK	+	
Mak ve Kusnadi	2005	Malezya	1999-2000	230	EKK	+	
Filatotchev vd.	2005	Tayvan	1999	228	2EKK		+*
Beiner vd.	2006	İsviçre	2002	109	EKK/GLM	-/-	
Mura	2007	İngiltere	1991-2001	1100	GMM	+/*	
Cho ve Kim	2007	Kore	1998	347	EKK		-*
Yu	2008	Çin	2000-2004	1977	EKK/T		+*/-*
Ehikioya	2009	Nijerya	1998-2002	107	EKK	-	-*/-
Abdullah ve Page	2009	İngiltere	1999-2004	365	EKK	+*/-*	+*/-*
Rashid vd.	2010	Bangladeş	2005-2009	75 ^a	REG/KOR	+	+
Arosa vd.	2010	İspanya	2006	369	EKK/KOR		+
O'Connell ve Cramer	2010	İrlanda	2001	77	EKK/2EKK	+	-
Sueyoshi vd.	2010	Japonya	1999-2006	270	EKK/TOBİT		+/+
Böhren ve Ström	2010	Norveç	1989-2002	230	EKK/2EKK/GEKK/HEKK	+/*	-/-
Bayrakdaroğlu	2010	Türkiye	2005-2009	72	EKK	-	-/-
Elsayed	2011	Mısır	2000-2004	92	EKMS/EKMK	-	-/-
Ünlü	2011	Türkiye	2004-2008	77	SEM	-	

Tablo 13 (devam)

Horváth ve Spirollari	2012	ABD	2005-2009	136	REG	+*	
Fauzi ve Locke	2012	Yeni Zelanda	2007-2011	79	GLM/KOR	+*	+*
Reyna ve Encalada	2012	Meksika	2005-2011	83	SEM	-*/+*	
Masulis vd.	2012	ABD	1998-2006	1109 ^a	EKK/2EKK/SEM	+*	
Wellalage ve Locke	2012	Sri Lanka	2004-2009	152	GMM	+*/-*	+*/-*
Shukeri vd.	2012	Malezya	2011	300	EKK		+
Vo ve Phan	2013	Vietnam	2006-2011	77	EKK/KOR		-*
Rad vd.	2013	İran	2006-2010	87	EKK	-	
Rad vd.	2013	Malezya	2006-2010	96	EKK	-*	
Bhagat ve Bolton	2013	ABD	1998-2007	1500	2EKK/EKK	+*	+*
Cook	2013	Kanada	2012:12- 2013:3	62	LOJ/ANV/KOR/T	+	-
Kumar ve Singh	2013	Hindistan	2008-2009	176	REG/KOR	+*	
Rehmanve Shah	2013	Pakistan	2005-2009	80	EKK	-	-*/-

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, LOJ; Lojistik regresyon yöntemini, ANV; anova yöntemini, GMM; genelleştirilmiş momentler yöntemini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, SEM; sabit etkiler modelini, GEKK; genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi, EKMS; en küçük mutlak sapmalar yöntemini, EKMK; En Küçük Medyan Kareler Yöntemini, HEKK; havuzlanmış en küçük kareler yöntemini, ADM; araç değişkenler modelini, TOBIT; tobit modelini, göstermektedir.

2.3. GENEL MÜDÜR SAHİPLİĞİNİN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Genel müdür (CEO) sahipliğinden bahsedebilmek için yönetim kademesinin şirket hisselerine sahip olması gerekmektedir. Genel müdürün sermaye payı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların bir kısmında genel müdürün sermaye payının, yönetim kurulunun sermaye payı kısmında değerlendirilmiştir. Başka bir ifade ile genel müdürün sermaye payı ile yönetim kurulunun sermaye payı toplanarak tek bir bağımsız değişken olarak modele dâhil edilmiştir. Literatür incelendiğinde ayrı ayrı genel müdürün sermaye payının performans üzerindeki etkisini inceleyen çalışmaların sayısı çok fazla olmadığı gözlemlenmiştir.

Firma faaliyetlerinin kontrolünü elinde bulunduran üst düzey yöneticiler ile yaygın hissedarların çıkarlarını birbirine yaklaştırmanın bir diğer ve belki de en etkin yolu, yöneticilerin önemli oranlarda şirket hisselerinin sahibi olmalarıdır. Bu durumda hissedarlar gibi yöneticiler de, hisse değeri artışından yüksek fayda sağlayacaklardır. Aynı amaçlarla kararlar alarak ve yatırımlarda risk-getiri dengesini optimum düzeyde sağlayarak, hissedar değerini maksimum kılmayı hedefleyeceklerdir. Bu nedenle sözleşmeler hazırlanırken, CEO'ya hisse ayırımı optimum ödenek bileşimi içinde önemli bir kalem olarak değerlendirme kapsamına alınmaktadır (Kargın, 2006: 39).

CEO sahipliğinde, CEO'nun işletmenin hisse senetlerinin büyük bir kısmını ellerinde bulundurması şart değildir. Ayrıca CEO sahipliği işletmelerin yönetimlerinde bulunan profesyonel yöneticilerin aynı zamanda işletmenin hisse senetlerine de sahip olması ile mümkündür. CEO, sermayenin tabana tam olarak yayıldığı ve hâkim bir hisse senedi sahibinin olmadığı geniş tabanlı sahiplik durumunda etkinliği artmakta, düşük sermaye oranları ile işletmenin tüm faaliyetlerindeki kontrolünü ellerinde tutmaktadırlar (Sayman, 2012: 99). Vekâlet teorisi sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması gerektiğini savunurken, paydaşlık teorisi tüm paydaş gruplarının çıkarlarını temsil edecek bir yönetim anlayışını savunmuştur (Karabıyık, 2011).

ABD’de 1986 yılında faaliyette bulunan 404 firmada Chung ve Pruitt (1996) Ceo’nun sermaye payı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlamışlardır. Analizler sonucunda Ceo’nun sermaye payının artması Tobin’s q oranını olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bhagat ve Black (2002) ise ABD’de 1985-1995 yılları arasında faaliyette bulunan 928 firmanın yönetim kurulu yapısı ile performansı arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemiştir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda 1988-1993 dönemleri için CEO sahipliği ile Tobin’s q arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Buna karşın 1988-1990 dönemleri için CEO sahipliği ile ROA arasında negatif; buna karşın 1991-1993 dönemleri için CEO sahipliği ile ROA arasında pozitif bir ilişki elde etmişlerdir. Bu durum; CEO kendi menfaatlerini düşünüp risk alması ve servetlerini maksimum yatırımları gerçekleştirmeleriyle açıklanmıştır.

Haniffa ve Hudaib (2006) 1996-2000 yılları arasında faaliyette bulunan 347 Malezya firması üzerine yapmış oldukları araştırmada sahiplik yapısının performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışma neticesinde CEO sahipliği ile Tobin’s q arasında negatif bir ilişki; buna karşın ROA ile CEO sahipliği arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki belirlenmiştir. Buna karşın Bennedsen, Kongsted ve Nielsen (2008) ise Danimarka’daki küçük ve ortak büyüklükteki firmalar üzerine yapmış oldukları araştırmada yönetim kurulu yapısının performans üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmişlerdir. Gerçekleştirilen analizler sonucunda CEO sahipliği ile ROA arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiler belirlenmiştir. Elde ettiği buguları yazar; CEO sahipliği olması durumunda, CEO’nun firma değerini yükselten faaliyetlere yönelmek yerine kendi menfaatlerine uygun bir şekilde hareket etmeye başlamalarıyla ilişkilendirmiştir.

1992–2001 yıllarını kapsayan ve ABD firmaları üzerine yapmış oldukları çalışmalarında Coles, Daniel ve Naveen (2008) YK yapısı ile Tobin’s q arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda CEO sahipliği ile Tobin’s q arasında anlamlı olmayan bir ilişki belirlenmiştir. Benzer bir şekilde Cheng (2008) S&P 1500 borsa endeksinde bulunan 1252 Amerikan firmasının YK yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analiz sonuçlarında CEO sahipliği ile Tobin’s q ve ROA arasında negatif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki ortaya konmuştur. Kim (2013) ise 2002 yılında Fortune 1000 listesinde yer alan 290 Amerikan şirketlerinde kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal

performansı üzerinde etkisini incelemiştir. Çoklu regresyon analizi sonucunda CEO sahipliği ile ROA arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir.

Sonuç olarak kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalarda CEO sahipliği ve yönetici sahipliği önemli bir yer tutmaktadır. CEO sahipliğinin finansal performans üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalarda literatürde farklı sonuçların tespit edildiği görülmüştür.

Tablo 14. Genel Müdür Sahipliğinin İşletmenin Finansal Performansına Etkisini İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
ChungvePruitt	1996	ABD	1986	404	EKK/3EKK	+	*
Bhagat ve Black	2002	ABD	1988-1993	928	EKK/3EKK	+	*
Haniffa ve Hudaib	2006	Malezya	1996-2000	347	EKK	-	*
Bennedsen vd.	2008	Danimarka	1999	6850	GLM/ADM		-
Coles vd.	2008	ABD	1992-2001	742 ^a	EKK	+	
Cheng	2008	ABD	1996-2004	1252	EKK	-	-
Kim	2013	ABD	2002	290	REG/KOR		+

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, GLM; geliştirilmiş doğrusal modelini, ADM; araç değişkenler modelini göstermektedir.

2.4. YABANCI YATIRIMCI SAHİPLİĞİNİN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Türkiye’de faaliyet gösteren birçok işletme ya doğrudan yabancılar tarafından kurulmuş veya daha sonrasında ise yabancı yatırımcılar tarafından ele geçirilmiştir. Özellikle yakın geçmişte ülkemizde yabancılar tarafından sahip olunan işletme oranı her geçen gün artmaktadır. Bankacılık sektörü düzenleyici kurumunun onayları çerçevesinde özel bankalar ve özelleştirme çabalarının sonuç vermesi neticesinde pek çok kamu kuruluşu yabancı hisse senedi sahipleri ile tanışmaktadırlar. İşletmeler özellikle kurumsal yabancı hissedarlar tarafından idare edilmeye başladıklarında bu durum işletmeye; yeni bilgiler ve teknolojiler ile birlikte büyük miktarda sermaye transferi de sağlamaktadır (Sayman, 2012: 115). Bununla birlikte ülkemizde firmalar, genellikle aile şirketi biçiminde yapılarak, 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 (Güvençer, 2008: 2).

Kurumsal yönetim mekanizmalarının bir kısmı birbirini tamamlayıcı özelliklerde iken, bir kısmı birbirinin ikamesi olarak kullanılabilir. Firma, değerini, etkinliğini ve performansını yükseltebilmek için, kendi şartlarına uygun kurumsal yönetim mekanizmaları bileşimini belirlemek zorundadır. Özellikle sermaye piyasalarından fon temin etme ihtiyacında olan, hatta yabancı sermayeyi çekmeye çalışan firmalar için, iyi bir kurumsal yönetim zorunluluk haline gelmektedir. Yapılan araştırmalar yabancı yatırımcıların, firmaların performansları kadar kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğine de önem verdiklerini ortaya koymaktadır (Kargın, 2006: 2).

Yabancı yatırımcılar, değişik ülkelerde uzun süreli yatırım yapabilmek için güven unsuruna ön planda tutmakta, yatırım yapmadan önce haklarının ne olduğunu ve sınırlarını bilmek istemektedir. Dolayısıyla işletmeler, uzun süreli ve yatırımının karşılığını almak hususunda sabırlı olan sermayeyi kendilerine çekebilmek için güvenilir ve genel kabul görmüş kurumsal yönetim düzenlemeleri ve uygulamaları yapmak zorundadırlar. Bu yüzden yabancı yatırım yapmak için aranan güven,

başarılı kurumsal yönetim sistemi oluşturulmasına ve oluşturulan kurumsal yönetim sisteminin korunmasına yönelik temel ilkelerin belirlendiği uluslararası bir anlaşma ile sağlanabilir (Karabıyık, 2011: 47) . Bununla birlikte La Porta v.d. (1999) belirttiği gibi yabancı yatırımcılar kurumsal yönetim mekanizmalarının yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelere hâkim ortak olma yolunu tercih ederek hukuksal boşluğu doldurmaktadır.

Kaynak bağımlılığı teorisi göre işletmelerin sermaye ihtiyacını karşılayabilmeleri için yabancı yatırımcıların ülkeye teşvikinin sağlanmasının yönetimin esas görevi olması gerekmektedir (Karabıyık, 2011: 2). Yabancı yatırımcı sahipliğinin finansal performans üzerindeki etkisini son yıllarda incelenmeye başlanmıştır. Konuya ilişkin literatür taramasında birkaç çalışma dışında yabancı yatırımcı sahipliği ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki tespit edildiği görülmüştür. Söz konusu çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

La Porta vd. (2000) hissedarların korunmasını, etkin bir kurumsal yönetim için zorunlu olduğunu ifade etmişlerdir. Yasal korunma, sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyini artıracak ve özellikle yabancı sermayeyi çekmesini sağlayacaktır. Türkiye’de, azınlık hissedar korunmasının yetersiz ve sermaye piyasalarına güven zayıftır ve kurumsal yönetim çabaları öncelikle bu güvenin yerleştirilmesini temin edecek mekanizmalara yönelik olmalıdır (Ararat ve Uğur, 2003).

Barnhart ve Rosenstein (1998) 1990 yılında S&P 500 borsa endeksinde bulunan 321 Amerikan firması üzerine yaptıkları araştırmalarında YK yapısı ile piyasa performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analiz sonuçlarında kurumsal holdinglerin sermaye payı ile Tobin’s q arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki belirlemişlerdir. Finans sektörü dışında Norveç ve İsveç’te faaliyette bulunan firmaların YK yapısının firma değeri üzerindeki etkisini Oxelheim ve Randøy (2003) EKK ve 2EKK yöntemleri yardımıyla test etmişlerdir. 650 gözlemden oluşan ve 1996-1998 yıllarını içine alan çalışma sonucunda yabancı yatırımcıların sermaye payı ile firma değeri arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler bulmuşlardır. Sonuç olarak yazarlar yabancıların sermaye payı arttıkça vekâlet maliyetleri azaldığını belirtmişlerdir.

Cornett, Marcus, Saunders ve Tehranian (2007) S&P 100 borsa endeksinde bulunan firmalarda yönetim kurulu büyüklüğü ile performans arasındaki ilişkiyi EKK regresyon yöntemi aracılığıyla test etmişlerdir. 1993-2000 yıllarının verilerinden yararlandıkları çalışma sonucunda yabancı yatırımcı sahipliği ile ROA pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. 1989-2002 yıllarının veri seti ile halka açık 59 Ürdün firması üzerinde sahiplik yapısının performans üzerindeki etkisini inceleyen Zeitun ve Tian (2007) yabancı yatırımcıların sermaye payı ile ROA ve ROE arasında anlamlı olmayan bir ilişki; buna karşın Tobin's q arasında negatif ve anlamlı bir ilişki gözlemlemişlerdir. Cho ve Kim (2007) çalışmalarında, sahiplik yapısının karlılık üzerindeki etkisini 1998 yılında Kore'de faaliyette bulunan 347 firma açısından incelemişlerdir. Geliştirilen modellerin bir kısmında yabancı yatırımcıların sermaye payı ile firma karlılığı (ROA) arasında pozitif %1 düzeyinde anlamlı sonuçlar ortaya koymuşlardır. Sayılır (2003) göre yabancı yatırımcı sanayileşmiş ülke menşeli ise, ortak girişime teknik teknoloji sağlaması yanında, önemli bir genel yönetim katkısı sağlamaktadır. Yabancı yatırımcının politikaların oluşturulması, iş yordamlarının ve yönetim tekniklerinin geliştirilmesi, gibi birçok alanda ortaklığa kaynaklık etmesi beklenir (Sayılır 2003: 45-46).

Lee (2009) doktora tezinde Kore borsalarında 2000-2006 yıllarında işlem gören 579 firmada kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Yapılan analiz sonucunda yabancı yatırımcı sahipliği ile Tobin's q ve ROA arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki belirlemiştir. Benzer şekilde Elsayed (2011) çalışmasında, Mısır Borsası'na kayıtlı 92 firmanın yönetim kurulu ve sahiplik yapısı ile performansı arasındaki ilişkiyi ölçmek istemiştir. Modelin tahmin sonuçlarına göre, kurumsal yatırımcı ve uluslararası yatırımcı sahipliği ile piyasa esaslı performans göstergesi olan Tobin's q arasında negatif bir ilişki; buna karşın muhasebe esaslı performans göstergesi olan ROA ve ROE arasında ise pozitif bir ilişki elde edilmiştir. Buna karşın Sueyoshi, Goto ve Omi (2010) 1999-2006 yılları arasında Japonya'da Tokyo Menkul Kıymetler Borsası'nda imalat sanayide işlem gören 270 firmada kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda yabancı yatırımcı sahipliğinin artması firmaların operasyonel performansın da azalmasına neden olmaktadır. Kargin (2006) göre ulusal tasarrufları yatırıma yönlendirecek ve yabancı kurumsal

yatırımcılar bakımından cazip olabilecek bir sermaye piyasasının gelişmişliğini sağlayabilmektir. Şirketler, şirket sözleşmelerini şeffaflığı ve azınlık haklarının korunmasını sağlayacak biçimde düzenlemelidirler. Muhasebe standartları artırmalı ve uygulanması zorunlu kılınmalıdır. Yasal düzenlemeler azınlık haklarının korunmasına yönelik olarak düzenlenmeli ve bu düzenlemelerin uygulanması temin edilmelidir (Kargın, 2006: 85).

Wellalage ve Locke (2012) sahiplik yapısı ile firma finansal performans arasındaki ilişkiyi panel veri kullanarak araştırmışlardır. Modelin tahmin sonuçlarına göre yabancı yatırımcıların sahipliğinin ROA üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Ancak yabancı sahipliği ile Tobin's q arasında gerçekleştirilen 5 modelin bir tanesinde negatif ve anlamlı bir ilişki, diğer modellerde ise anlamlı olmayan ilişkiler bulmuşlardır. Benzer bir şekilde Mollah, Al Farooque ve Karim (2012) Bostvana Cumhuriyeti'nde bulunan 19 firmanın 2000-2007 yılları için sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi EKK yöntemi ile araştırmıştır. Çalışma sonucunda yabancı yatırımcı sahipliği ile ROA arasında pozitif bir ilişki; buna karşın ROE ve Tobin's q arasında ise anlamlı olmayan bir ilişki gözlemlenmiştir. Buna karşın Abbasi, Kalantari ve Abbasi (2012) çalışmasında, Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda gıda sektöründe hisse senetleri işlem gören 82 firmanın 2002-2011 yılları için kurumsal yönetim mekanizmaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırma sonucunda yabancı yatırımcı sahipliği ile Tobin's q arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki belirlenmiştir. Bu durumu yazarlar; yabancı yatırımcılar ulusal firmalara yalnızca sermaye getirmemekte aynı zamanda gelişmiş sermaye piyasalarından gelişmekte olan piyasalara gözetim becerilerini ve kendilerini güvence altına alan kurumsal yönetim uygulamalarını getirmeleriyle ilişkilendirmişlerdir.

Moscu (2013) yönetim kurulu özelliklerinin firma performansı üzerindeki etkisini Romanya borsasına kayıtlı firmaların verilerini kullanarak araştırmıştır. Ampirik analizler sonucunda yabancı yatırımcı olması durumunda firmanın ROA ve ROE'si olumsuz yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Bayrakdaroğlu (2010) çalışmasında BİST 100'de faaliyet gösteren 72 şirket için sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi 2005-2009 yılları açısından araştırmıştır. EKK yöntemleri ile gerçekleştirilen regresyon analizleri sonucunda yabancı yatırımcı

sahipliği ile ROA arasında negatif bir ilişki; buna karşın ROE ve Tobin's q arasında anlamlı olmayan ilişkileri bulmuştur. 2007-2012 yılları arasında Vietnam Borsasına kayıtlı firmalar üzerine yaptıkları çalışmalarında Phung ve Hoang (2013) ise sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi sabit etkiler modeliyle ölçmüşlerdir. Model sonuçlarında yabancı yatırımcı sahipliği ile ROA ve Tobin's q arasında u şeklinde (u-shaped) bir ilişki belirlemişlerdir.

Sonuç olarak çalışmaların önemli bir kısmında yabancı yatırımcı sahipliği ile firma performansı arasında olumlu pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Söz konusu yazarlara göre yabancı yatırımcılar teknik teknoloji sağlaması yanında, önemli bir genel yönetim katkısı sağlamaktadır. Bununla birlikte yazarlar; yabancı yatırımcıların kendilerinin haklarının korunduğu güvenli ölkelere yatırım yapacaklarını vurgulamışlardır. Ayrıca ölkelerin dışa açıklığı yabancı yatırımcı sahipliğini de artırmaktadır.

Tablo 15. Yabancı Yatımcı Sahipliğinin İşletmenin Finansal Performansına Etkisini İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Barnhart ve Rosenstein	1998	ABD	1990	321	EKK/3EKK/KOR	-	
Oxelheim ve Randøy	2003	Norveç	1996-1998	132	EKK/2EKK	+	*
Oxelheim ve Randøy	2003	İsveç	1996-1998	121	EKK/2EKK	+	*
Choi vd.	2007	Kore	1999-2002	450	EKK/2EKK	+	*
Cho ve Kim	2007	Kore	1998	347	EKK		+
Zeitun ve Tian	2007	Ürdün	1989-2002	59	LOJ	-	*
Cornett vd.	2007	ABD	1993-2000	100	EKK		+
Lee	2009	Kore	2000-2006	579	EKK/ ROB	+	*
Sueyoshi vd.	2010	Japonya	1999-2006	270	EKK/TOBIT		-
Bayrakdaroğlu	2010	Türkiye	2005-2009	72	EKK	+	*
Elsayed	2011	Mısır	2000-2004	92	EKMS/EKMK	+	*
Abbasi vd.	2012	İran	2002-2011	82	GEKK	+	*
Mollah vd.	2012	Bostvana	2000-2007	19	EKK	+	*
Wellalage ve Locke	2012	Sri Lanka	2004-2009	152	GMM	-	*
Moscu	2013	Romanya	2010	62	EKK		-
Phung ve Hoang	2013	Vietnam	2007-2012	475 ^a	SEM	+	*

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, LOJ; Lojistik regresyon yöntemini, ROB; dirençli (sağlam) tahmincisini, GMM; genelleştirilmiş momentler yöntemini, SEM; sabit etkiler modelini, GEKK; genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi, EKMS; en küçük mutlak sapmalar yöntemini, EKMK; En Küçük Medyan Kareler Yöntemini, TOBIT; tobit modelini, göstermektedir.

2.5. HALKA AÇIKLIK ORANININ FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Halka açılma, bir anonim ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu bir “Doğrudan Finansman” şeklidir. Şirketlerin paylarını halka arz etme biçimi, farklı koşullara bağlı olarak değişebilmektedir. Şirketler, mevcut sermayeyi temsil eden paylarının bir bölümünü ortak satışı biçiminde halka arz edebildiği gibi sermaye artırımını yoluna giderek mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlamak suretiyle de halka arzı tercih edebilir veya her iki yöntemi birlikte uygulayabilir. Eğer halka arz, halka kapalı bir anonim ortaklık tarafından ilk kez yapılırsa, bu “Halka Açılma” olarak ifade edilmektedir. Önceden paylarını halka arz etmiş ortaklıkların, paylarını tekrar halka arz etmelerine “İkincil Halka Arz” olarak ifade edilmektedir (SPK, 2014).

Firmalar belirli oranlarda halka açılma yoluna giderek, sermaye edinimi, mülkiyetin tabana yayılması ve riskin dağıtılması gibi halka açılmanın olası avantajlardan yararlanmak istemektedirler. Halka açılma yoluyla mülkiyetin tabana yayılması aslında çok sayıda yatırımcının firma hissesini satın alarak, firmanın ortağı olması işleminden başka bir şey değildir. Ancak bu durum, firmalara çeşitli açılardan avantajlar sağlarken, bu oluşan yapının profesyonel yöneticilere olan ihtiyacı zorunlu hale getirdiği görülmektedir (Büyükdereli, 2007: 26). Bununla birlikte halka arz işletmelere; yeni ve ilave finansman olanakları sağlaması, likidite sağlanması, ulusal ve uluslararası alanda tanınırlık, kurumsallaşma ve kredibilite artışı gibi yararlar getirmektedir. Ayrıca halka arz, firmalar için bir finansman kaynağı sağlamanın yanı sıra, firmanın yabancı kaynak temin etme gücünü de olumlu yönde etkilemektedir. Firmaların halka açılması, ek kaynak elde etme avantajı ile işletme tarafını, sermayenin tabana yayılması ve riskin çeşitlendirilmesi ile ise yatırımcıyı memnun edecek bir sermaye piyasası eylemidir (Sayman, 2012: 116). Buna karşın halka açık işletme tüm ilgili gruplarına karşı karşıya kaldıkları önemli bir problem, işletmeyi inceleme ve izlemedir. YK grup paydaşlar, küçük paydaşlar ve onların bazıları yönetici sıfatıyla kurulda bulunabilen vekilleri arasında bir köprü vazifesi görmelidir. Yönetim kurulunun yapısı, kurul ile işletme üst yönetimi arasında bir güç dengesini biçimlendirir (Karabıyık, 2011: 61).

Halka açık işletmeler büyük oranda sahiplik ve kontrol ayırımına sahip olup; işletme sahipleri ile yöneticiler arasındaki ayırım belirgindir. Halka kapalı işletmelerde ise sahiplerin aynı zamanda işletme yönetim yapısında önemli rol oynamaktadır (Karabıyık, 2011: 93). Halka açık firma yöneticilerinin firma kaynaklarını değer maksimizasyonu için değil de, kendi ayrıcalıklarını artırmak yönünde kullanmaları, vekâlet maliyetlerine yol açmaktadır. Firma açısından; izleme, tazmin harcamaları ve engellemeyen kayıplar önemli birer maliyet unsuru oluşturur. Vekâlet maliyetlerinin, sermaye sahipliği ve kontrol ayırımının daha düşük düzeyde olması sebebiyle, halka kapalı firmalarda söz konusu olmayacağı kabul edilir (Güvençer, 2008: 66).

Çoğunlukla küçük ölçekteki firmalarda halka açılma söz konusu olmadığından veya olamadığından hisse senetlerini ellerinde bulunduranlar ile başlangıçta sermayeyi getirenler ve hatta yöneticiler aynı kişiler olmaktadır. Bununla birlikte büyüyen ve halka açılan firmalarda, halka açılma ile birlikte firma yöneticilerinin kimin elinde bulunacağı, firmanın kim tarafından kontrol edeceği sorun haline gelmektedir. Dolayısıyla firmanın kontrolü de sermaye sahipliği kavramı ile ilişkilendirilmektir (Sayman, 2012: 77). Bununla birlikte halka açık firmalarda, firma ortaklığı yaygınlaştığı için yönetim ve kontrol küçük firmalarda olduğu gibi ortakların ellerinde değildir. Firma ortaklarının kontrolden uzaklaşması nedeniyle oluşabilecek muhtemel sorunların giderilmesi ve ortaklar adına firmanın yönetilmesi için vekâlet teorisi geliştirilmiştir. Vekâlet teorisine göre firma ortakları profesyonel yöneticiler ile anlaşarak firmalarını kendi adlarına yönetmelerini talep ederler. Vekâlet teorisinde, sahiplik ve kontrol ayırımına göre firmaların; hisse senetleri menkul kıymet piyasalarında işlem gören halka açık firmalar ve hisse senetleri menkul kıymet piyasalarında işlem görmeyen halka kapalı firmalar olarak ikiye ayrıldığı görülmektedir. Halka açık firmalarda sahiplik ve kontrol ayırımı oldukça belirginken, halka kapalı firmalarda sahiplik ve kontrol iç içedir (Güvençer, 2008: 65). Berle ve Means (1932) modern firmalarda sahiplik ve kontrolün ayrıştığı zaman ve bu ayırımın kontrolü elinde tutan yöneticiler ile diğer paydaşlar arasında çıkar farklılıkları yaratarak, vekâlet problemleri yaratıldığını ifade etmişlerdir. Sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrışması, değer maksimizasyonuna önceki kadar önemli olmayacağına bir göstergesidir. Çünkü modern firma yapısında yönetim

görevini yapan yöneticiler, kendilerini firma performansından ayrı tutacak şekilde ücretle çalıştırılmaktadırlar. Berle ve Means (1932) göre; halka açık firma yapısı sosyal ve ekonomik bakımdan etkinsizliğe sebep olacaktır.

Halka açık firmalarda temel olarak iki farklı kurumsal yönetim modeli ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, Amerika ve İngiltere’de hâkim olan anlayış, yönetici baskın model olarak ifade edilebilir. Avrupa kıtasının çoğunda hâkim olan anlayış ise, hisselerin çoğunluğunu elinde bulunduran hissedar yoğunluğuna dayalı model olarak ifade edilebilir. Kontrol ister profesyonel yöneticilerin, isterse büyük hissedarların elinde olsun önemli olan nokta azınlık hissedarlar haklarının nasıl korunacağı hususunda düğümlenmektedir. Kurumsal yönetim çalışmalarının amacı da azınlık hissedarlarıyla hâkim hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını en aza indirmek üzerine kuruludur (Sakınç, 2008: 5).

Pedersen ve Thomsen (1997)’e göre; hissedarın toplam sermaye içerisindeki payı %25’i aşmıyorsa bu firmanın geniş tabanlı sermaye sahipliğine sahip bir firma olarak ifade edilecektir. Bu durum geniş tabanlı sermaye sahipliği halinin halka açıklık oranının yüksek olması bazı sonuçları da doğurmaktadır. Yani; bir firmanın sermaye yoğunluğu azaldıkça, o firmanın halka açıklık oranının yüksek olacağı ileri sürülmüştür. Buna karşın bir firmada aile işletmesi veya kurumsal yatırımcı sahipliğinde ise o firmanın halka açıklık oranının daha düşük olacağı kabul edilmektedir.

3. KURUMSAL YÖNETİMDE KONTROL DEĞİŞKENLER İLE İLGİLİ YAPILMIŞ OLAN ARAŞTIRMALAR

Kurumsal yönetim ile firmaların finansal performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmaların büyük bir kısmında geliştirilen modellere kontrol değişkenleri eklenmiştir. Başka bir ifade ile geliştirilen ekonometrik modellere kurumsal yönetim ile ilgili bağımsız değişkenlerin yanı sıra (temel bağımsız değişken) firmaların performansını etkileyebilecek içsel faktörler veya finansal oranlar da (kontrol değişkenleri) eklenmiştir. Söz konusu kontrol değişkenleri firmaların kaldıraç oranı, firma büyüklük göstergeleri (toplam varlıklar, satışlar veya özsermaye) ve firma yaşıdır. Bu kontrol değişkenlerinin firmaların finansal

performansı üzerinde nasıl ve ne yönde bir etkiye sahip olduğu aşağıda yapılmış olan çalışmalarda özetlenecektir.

3.1. KALDIRAÇ ORANININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Firmaların finansman politikası olarak vermesi gereken en önemli kararlardan biri firmanın sermaye yapısının nasıl olması gerektiğidir. Bir işletmenin sermaye yapısı, yabancı kaynaklar ve özsermayeden oluşan bilançonun pasif kısmıdır. Bu açıdan bilançonun pasif kısmında ne kadar yabancı kaynak ve ne kadar öz kaynak kullanması gerektiği ve bu kararların firma değeri üzerinde yaratacağı etkiler firmalar için son derece önemli olmaktadır (Ercan ve Ban 2005: 227).

Kaldıraç oranı işletmenin toplam borçlarının varlık toplamına bölünmesiyle elde edilir. Söz konusu oran kaldıraç oranı olarak da ifade edilir. Oran varlıkların yüzde kaçının borçlarla finanse edildiğini gösterir. Çünkü işletmenin tasfiyesi halinde, borç verenler özsermayenin yeterliliği halinde alacaklarını tahsil etme olanağı bulurlar. Ortaklar ise oranın belli yüzdeye kadar büyük olmasını isterler. Çünkü bu durum özsermayeye oranla yabancı kaynak kullanımının daha fazla olduğunu ifade eder. Bu şekilde finansman kaldıraç etkisiyle işletmenin karlılığını artırıp, ortakların daha fazla kar payı almalarını sağlar (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2011: 94).

İşletmelerin sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetlerini veya piyasa değerini etkileyip etkilemeyecekleri hususunda farklı teorik yaklaşımlar mevcuttur. Söz konusu sermaye yapısına ilişkin temel teorik yaklaşımlar; Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ve Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-Miller (MM) Yaklaşımı'dır. Net gelir yaklaşımı bir firmanın değerlendirmesinde, değerinin saptanmasında kaldıraç faktörünün etkisini en aşırı biçimde dikkate alan bir yaklaşım olduğu söylenebilir. Bu yaklaşıma göre; bir firma kaldıraç faktörünün derecesini değiştirmek yoluyla, piyasa değerini yükseltmek ve sermaye maliyetini düşürmek olanağına sahiptir (Akgüç, 1998: 485). Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ise firmanın net faaliyet gelirinin yani faiz ve vergi önceki kazancının firmanın sabit bir kapitalizasyon oranı (ağırlıklı sermaye maliyeti) ile kapitalize edilmesi firmanın piyasa değerini verecektir. Bu görüşe göre ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bütün

sermaye yapıları için sabittir ve buna bağlı olarak firmanın piyasa değeri de sabit olmaktadır, borçlanmadan etkilenmemektedir. Geleneksel yaklaşıma göre; firmanın bir adet optimal sermaye yapısı vardır ve firma kaldıraç faktörünü kullanmak suretiyle sermaye maliyetini düşürebilir ve firmanın piyasa değerini artırabilir. Geleneksel yaklaşım net gelir yaklaşımı ile net faaliyet geliri yaklaşımının ortasında yer almaktadır (Okka, 2009: 481-483). MM yaklaşımına göre ise, işletme değerinin belli varsayımlar çerçevesinde sermaye yapısından bağımsız olmaktadır. Başka bir ifade ile işletmelerin optimal bir sermaye yapısı bulunmamakta, işletmeler sadece risklilik hallerine göre gruplara ayrılmaktadır. Bu yaklaşımına göre benzer risk grubundaki bir işletmenin, eşit net faaliyet gelirine sahip bir işletmeye göre sermaye yapısını değiştirerek işletme değerini etkileyemeyeceği ifade edilmektedir (Sayman, 2012: 14).

Yukarıda sermaye yapısını açıklayan teorik yaklaşımların dışında iflas ve temsil maliyetleri de işletmelerin borçlanmalarını etkilemektedir. Finansal sıkıntı maliyetleri, işletmelerin likidite sorunları sebebiyle karşılaşılabilecekleri ve iflas süreciyle sonuçlanabilecek durumların işletmeye olan maliyetleridir. Temsil maliyetleri ise esas olarak işletmenin hissedarları ile yöneticileri arasında oluşacak çıkar çatışmalarından kaynaklanan maliyetleri ifade etmektedir. Yöneticiler riski düşürmek güdüsüyle hareket ederken, hisse senedi sahipleri riskin artıp artmamasından bağımsız olarak daha yüksek getiri elde etmek isterler (Aydın, Başar ve Çoşkun, 2010: 298-299). Bununla birlikte Vekâlet maliyetlerini kontrol altına almak için yöneticiler, borçlanma ve özsermayeyle finansman arasındaki uygun birleşimi oluşturmayı, uygun temettü politikasını ve kendileri tarafından elde tutulacak hisse senedi sayısını belirlemeye çalışırlar. Firma yöneticilerinin sermaye yapısı ile ilgili verecekleri kararların vekâlet problemleri ve buna bağlı olarak vekâlet maliyetleri üzerinde önemli rol oynadığı birçok araştırmacı tarafından savunulmuş ve ampirik bulgularla desteklenmiştir. Sermaye yapısı seçiminin vekâlet maliyetlerini hafifletmeye yardımcı olacağına dair finans literatüründe görüş birliği vardır. Borçlanma politikası, vekâlet maliyetlerinin azaltılmasında faydalı bir araç olarak kullanılabilir. Borçlanma sonucunda firmalar düzenli olarak faiz ve anapara ödemesi yapmak durumundadır. Yapılan bu ödemeler, nakit akımlarını kullanma konusunda

yetki sahibi olan yöneticilerin kontrol altına alınması konusunda, vekâlet verenlere yardımcı olmaktadır (Güvençer, 2008: 57).

Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi test eden araştırmalarda kaldıraç oranı kontrol değişkeni olarak modele dâhil edilmiştir. Başka bir ifade ile kurumsal yönetim uygulamalarının yanı sıra kaldıraç oranının da performans üzerinde etkili olabileceği için analizlerde yer almıştır. Söz konusu araştırmalarda muhasebe ve piyasa temelli performans göstergeleri kullanılmıştır. Yapılan çalışmaların önemli bir bölümünde muhasebe temelli performans göstergeleri ile (ROA ve ROE) kaldıraç oranı arasında negatif ilişkiler tespit edilmiştir. Buna karşın piyasa temelli performans göstergesi ile (Tobin's q) pozitif ilişkiler belirlenmiştir. Tüm bu sonuçlara rağmen literatürle farklı sonuçlar ortaya koyan araştırmalar da mevcuttur.

Tablo 16. Kaldıraç Oranının İşletmenin Finansal Performansına Etkisi İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Barnhart ve Rosenstein	1998	ABD	1990	321	EKK/3EKK/KOR	-	
Vafeas ve Theodorou	1998	ABD	1994	307	EKK	-*	
Postma vd.	2003	Hollanda	1997	94	ADM	+*	*/-*
Beiner vd.	2003	İsviçre	2001	165	EKK/GLM	+	
Mak ve Kusnadi	2005	Singapur	1999-2000	230	EKK	+*	
Mak ve Kusnadi	2005	Malezya	1999-2000	230	EKK	+*	
Andres vd.	2005	10 OECD Ülkesi	1996	450	EKK/GLM	-	-*
Chen	2005	Hong Kong	1995-1998	412	EKK	-	*/-*
Haniffa ve Hudaib	2006	Malezya	1996-2000	347	EKK	+*	-*
Beiner vd.	2006	İsviçre	2002	109	EKK/GLM	*/-*	
Kyereboah-Coleman	2007	G. Afrika, Gana, Nijerya, Kenya	1997-2001	103	EKK	-	-*
Cheung vd.	2007	Hong Kong	2002	168	EKK	-	-*
Choi vd.	2007	Kore	1999-2002	450	EKK/2EKK	+*	
Cheng	2008	ABD	1996-2004	1252	EKK	-*	-*
Guest	2009	İngiltere	1981-2002	125 ^a	GLM/EKK/SEM	+/-*	-*
Wang ve Clift	2009	Avustralya	2003	243	EKK		*/-*
Sueyoshi vd.	2010	Japonya	1999-2006	270	EKK/TOB		+*/+*
Rashid vd.	2010	Bangladeş	2005-2009	75 ^a	REG/KOR	+*	-*
Arosa vd.	2010	İspanya	2006	369	EKK/KOR		-*
Aygün vd.	2011	Türkiye	2006-2007	98	REG/KOR	+*	-*
Elsayed	2011	Mısır	2000-2004	92	EKMS/EKMK	-*	+*/-*
Baptista vd.	2011	Brezilya	2008	121	REG/KOR	+	*/-*
Wintoki vd.	2012	ABD	1991-2003	>6000	EKK/SEM/GLM		+*/+*

Tablo 16 (devam)

Horváth ve Spirollari	2012	ABD	2005-2009	136	REG	+	
Saravanan	2012	Hindistan	2001-2010	1732	REG/KOR/T	-	
Fauzi ve Locke	2012	Yeni Zelanda	2007-2011	79	GLM/KOR	+	+
Koerniadi ve Tourani-Rad	2012	Yeni Zelanda	2004-2006	182	EKK/2EKK	-*	-/+*
Abbasi vd.	2012	İran	2002-2011	82	GEKK	+*	
Bouaziz ve Triki	2012	Tunus	2007-2010	26	EKK/KOR	-*	-*/-
Chen	2012	Norveç, İsveç, Danimarka, Finlandiya	2008-2010	80	EKK	+*	-*
Obradovich ve Gill	2013	ABD	2009-2011	333	REG/KOR	+*	
Rehman ve Shah	2013	Pakistan	2005-2009	80	EKK	-	-/*
Guillet vd.	2013	ABD	1992-2008	351	EKK/KOR	-*	-*
Vo ve Phan	2013	Vietnam	2006-2011	77	EKK/KOR		-*
Younas vd.	2013	Pakistan	2006-2010	52	EKK		-*
Wang vd.	2013	RiskMetrics	1996-2006	210	REG	-*	
Taghizadeh ve Saremi	2013	Malezya	2000-2011	244543	REG/KOR		-*/-*
Rad vd.	2013	İran	2006-2010	87	EKK	+	
Rad vd.	2013	Malezya	2006-2010	96	EKK	-*	
Arosa vd.	2013	İspanya	2006	307	EKK/KOR		-*
Kumar ve Singh	2013	Hindistan	2008-2009	176	REG/KOR	-*	
Liao ve Younng	2013	Çin	1999-2010	1250	GLM/EKK/KOR	-*	
Moscu	2013	Romanya	2010	62	EKK		-/-

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, GMM; genelleştirilmiş momentler yöntemini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, GEKK; genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemini, SEM; sabit etkiler modelini, EKMS; en küçük mutlak sapmalar yöntemini, EKMK; en küçük medyan kareler yöntemini, ADM; araç değişkenler modelini, TOBIT; tobit modelini göstermektedir.

3.2. FİRMA BÜYÜKLÜĞÜNÜN İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Kurumsal yönetim çalışmalarında firma büyüklük göstergeleri; toplam varlıklar, toplam satışlar ve toplam özsermaye ile ölçülmüştür. Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi test eden araştırmalarda firma büyüklüğü kontrol değişkeni olarak modele dâhil edilmiştir. Başka bir ifade ile kurumsal yönetim uygulamalarının yanı sıra firma büyüklüğünün performans üzerinde etkili olabileceği için analizlerde yer almıştır.

İşletmenin büyümesinin belli avantajları vardır. İşletmeler büyüyerek ölçek ekonomilerinden faydalanmak isterler. Büyük olmaktan kaynaklanan bu avantajlar işletmenin büyümesinde en önemli sebeplerdendir. İşletmelerin üretimlerini arttırmaları için buna sebep olacak gelişmelere ve/veya ekonomik güdülere ihtiyaçları vardır. Örneğin işletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki büyüme, işletmenin de büyüme kararı almasında etkili olacaktır. Ayrıca endüstri büyüdükçe ve toplam üretim hacmi arttıkça o endüstride faaliyette bulunan işletmelerin maliyetlerinin azalmasına neden olan kimi avantajlar ortaya çıkacaktır (İskenderoğlu, 2008: 20). Ancak büyümenin avantajları olduğu kadar dezavantajları vardır. Burada önemli olan optimal işletme büyüklüğünün belirlenmesinde işletmenin üretim hacminin yanı sıra üretim genişliği ve derinliğinin de dikkate alınması gerektiğine işaret etmektedir.

Kumar, Rajan ve Zingales (2001), firma büyüklüğünü etkileyen faktörleri şu şekilde ifade etmişlerdir (Okur, 2014: 17).

- İşletmenin içerisinde bulunduğu ekonominin büyüklüğü ve gelişmişliği.
- İşletmenin sahip olduğu sermaye büyüklüğü.
- Özellikle soyut varlıklar üzerinden ekonomik faaliyetlerini yürüten işletmeler yasal düzenlemelerden yoğun olarak etkilenmektedirler.
- Kanuni düzenlemelerin kalitesinin artması daha büyük işletmelerin oluşmasına olanak tanır.

Büyük firmalar için firma içindekiler ile sermaye piyasalarındaki bilgi asimetrisinin düşük olduğudur. Bu sebeple büyük firmalar özsermaye gibi menkul değerleri daha çok kullanarak, borç seviyesini düşük tutmaktadırlar (Rajan ve Zingales, 1995). Küçük firmalarda firma içindekilerle sermaye piyasaları arasındaki bilgi asimetrisi daha yüksektir (Harris ve Raviv, 1991). Bir firma büyüdükçe, hakkında daha fazla bilgi beklentisi oluşarak pazardaki bilgi asimetrisi düzeyini azaltıp, borçlanmayı kolaylaştırır. Küçük firmalarda bilgi asimetrisi büyük firmalara göre daha fazladır. Bu durum, küçük firmaların dış kaynak kullanımlarını bilgi asimetrisi sebebiyle daha çok maliyetli hale getirir (Padron vd., 2005).

Finans literatüründe toplam varlıklar, toplam satışlar veya toplam özsermaye firma büyüklüğünü gösterir ve finans literatürün önemli bir kısmında karlılık ve performans ölçmede bağımsız veya kontrol değişken olarak kullanılmıştır. Büyük firmalar ölçek ekonomisinden yararlandıklarından dolayı küçük firmalara göre daha etkili olabilir. Diğer taraftan firmalar daha büyük hale geldiklerinde mali verimsizlik ve performans düşmesi riski ile karşı karşıya kalabilir. Bu nedenle firma büyüklüğünün finansal performansa etkisi belirsiz ve tartışmalı bir konudur (Majumdar, 1997). Bununla birlikte firma büyüklüğü arttıkça yönetici sahipliği (Managerial Ownership) oranını artırabilir, bu durum temsilci maliyetleri ve ahlaki rizikoyla da yakından ilgilidir. Ayrıca firma büyüklüğünün artması firmanın daha profesyonel yönetici çalıştırmasını da etkileyebilir (Ünlü, Bayraktaroğlu ve Şamiloğlu 2011: 205).

Firma büyüklüğü ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ölçen çalışmalar incelendiğinde karma sonuçlar tespit edildiği görülmüştür. Obradovich ve Gill (2013), Swastika (2013) firma büyüklüğü ile performans arasında pozitif bir ilişki belirlemişlerdir. Buna karşın Banchuenvijit (2012), Kumar ve Singh (2013), Liao ve Younng (2013) ise firma büyüklüğü ile performans arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmalar dışında Khatap vd. (2011), Bouaziz ve Triki (2012), Moscu (2013) ise firma büyüklüğünün performans üzerinde etkili olmadığını savunmuşlardır. Tüm bu sonuçlar firma büyüklüğünün performans üzerindeki etkisinin tam olarak bilinememesine ve konuya olan ilginin artmasına neden olmuştur.

Tablo 17. Firma Büyüklüğünün İşletmenin Finansal Performansına Etkisi İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Büyüklük Göstergesi	Model	Performans Ölçümü	
							Tobin's q	Karlılık
Yermack	1996	ABD	1984-1991	452	Özsermaye	EKK/SEM	+*/+*	+*
Eisenberg vd.	1998	Finlandiya	1992-1994	879	Varlıklar	GLM/ADM		-/-
Barnhart ve Rosenstein	1998	ABD	1990	321	Varlıklar	EKK/3EKK/KOR	-	
Vafeas ve Theodorou	1998	ABD	1994	307	Satışlar	EKK	-	
Tian ve Lau	2001	Çin	1996-1997	113	Varlıklar	REG/KOR		-/-
Bhagat ve Black	2002	ABD	1988-1993	928	Satışlar	EKK/3EKK	-*	-*/+*
Kiel ve Nicholson	2003	Avustralya	1996-1998	348	Varlıklar	REG/KOR/ANV	-*	
Oxelheim ve Randøy	2003	Norveç	1996-1998	132	Satışlar	EKK/2EKK	-*	
Oxelheim ve Randøy	2003	İsveç	1996-1998	121	Satışlar	EKK/2EKK	-*	
Carter vd.	2003	ABD	2005	797	Varlıklar	EKK/2EKK	+*	
Beiner vd.	2003	İsviçre	2001	165	Varlıklar	EKK/GLM	+	
Chen	2005	Hong Kong	1995-1998	412	Varlıklar	EKK	-*	+*/+
Bozec	2005	Kanada	1976-2000	25	Satışlar	EKK		-
Andres vd.	2005	10 OECD Ülkesi	1996	450	Satışlar	EKK/GLM	+*	+*
Mak ve Kusnadi	2005	Singapur	1999-2000	230	Varlıklar	EKK	-/-	
Mak ve Kusnadi	2005	Malezya	1999-2000	230	Varlıklar	EKK	+*/+*	
Haniffa ve Hudaib	2006	Malezya	1996-2000	347	Satışlar	EKK	-*	+*
Cornett vd.	2007	ABD	1993-2000	100	Varlıklar	EKK		-
Kyereboah-Coleman	2007	G. Afrika, Gana, Nijerya, Kenya	1997-2001	103	Varlıklar	EKK	+	+*
Cheung vd.	2007	Hong Kong	2002	168	Varlıklar	EKK	-*	+*
Choi vd.	2007	Kore	1999-2002	450	Satışlar	EKK/2EKK	-*	

Tablo 17 (devam)

Cho ve Kim	2007	Kore	1998	347	Varlıklar	EKK		+*/-*
Peng vd.	2007	Çin	1992-1996	240*	Varlıklar	EKK/KOR		-*
Yu	2008	Çin	2000-2004	1977	Varlıklar	EKK/T		+/+
Lam ve Lee	2008	Hong Kong	2003	128	Varlıklar/Satışlar	REG/KOR/T	-*/+*	-*/- */+*/+*
Bennedsen vd.	2008	Danimarka	1999	6850	Varlıklar	GLM/ADM		+*
Cheng	2008	ABD	1996-2004	1252	Varlıklar	EKK	-	-
Guest	2009	İngiltere	1981-2002	125*	Varlıklar	GLM/EKK/SEM	+*/+*	+*
Ehikioya	2009	Nijerya	1998-2002	107	Varlıklar	EKK	+	+*/+
Rashid vd.	2010	Bangladeş	2005-2009	75*	Satışlar	REG/KOR	+*	+*
Arosa vd.	2010	İspanya	2006	369	Varlıklar	EKK/KOR		+/-
Lückerath-Rovers	2010	Hollanda	2005-2007	99	Varlıklar	EKK		+*
Sueyoshi vd.	2010	Japonya	1999-2006	270	Varlıklar	EKK/TOB		+*/+*
Elsayed	2011	Mısır	2000-2004	92	Varlıklar	EKMS/EKMK	-*	-*/-
Gill ve Mathur	2011(a)	Kanada	2008-2010	91	Varlıklar	EKK/KOR	+*	
Gill ve Mathur	2011(b)	Kanada	2008-2010	75	Varlıklar	EKK/KOR		+*
Aygün vd.	2011	Türkiye	2006-2007	98	Satışlar	REG/KOR	-	+*
Horváth ve Spirollari	2012	ABD	2005-2009	136	Satışlar/Varlıklar	REG	-	
Saravanan	2012	Hindistan	2001-2010	1732	Satışlar	REG/KOR/T	+*	
Fauzi ve Locke	2012	Yeni Zelanda	2007-2011	79	Varlıklar	GLM/KOR	+*	+*
Wintoki vd.	2012	ABD	1991-2003	>6000	Özsermaye	EKK/SEM/GLM		+*/+*
Koerniadi ve Tourani-Rad	2012	Yeni Zelanda	2004-2006	182	Özsermaye	EKK/2EKK	+*	+*/+*
Abbasi vd.	2012	İran	2002-2011	82	Varlıklar	GEKK	-*	
Ujunwa	2012	Nijerya	1991-2008	122	Varlıklar	SEM/REM		-*
Bouaziz ve Triki	2012	Tunus	2007-2010	26	Varlıklar	EKK/KOR	-	+/-

Tablo 17 (devam)

Obradovich ve Gill	2013	ABD	2009-2011	333	Varlıklar	REG/KOR	+*	
Kim	2013	ABD	2002	290	Satışlar	REG/KOR		+*
Vo ve Phan	2013	Vietnam	2006-2011	77	Varlıklar	EKK/KOR		+
Swastika	2013	Endonezya	2005	51	Varlıklar	REG		+*
Wang vd.	2013	RiskMetrics	1996-2006	210	Satışlar	REG	+*	
Taghizadeh ve Saremi	2013	Malezya	2000-2011	244543	Varlıklar	REG/KOR		+*/+*
Rad vd.	2013	İran	2006-2010	87	Varlıklar	EKK	-*	
Rad vd.	2013	Malezya	2006-2010	96	Varlıklar	EKK	-*	
Ramezani vd.	2013	İran	2006-2010	140	Varlıklar	REG/KOR	+	
Arosa vd.	2013	İspanya	2006	307	Varlıklar	EKK/KOR		+*
Rehman ve Shah	2013	Pakistan	2005-2009	80	Varlıklar	EKK	-	+/*
Kumar ve Singh	2013	Hindistan	2008-2009	176	Varlıklar	REG/KOR	-*	
Liao ve Young	2013	Çin	1999-2010	1250	Satışlar	GLM/EKK/KOR	-*	
Moscu	2013	Romanya	2010	62	Özsermaye	EKK		-/+

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- *İlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, 3EKK; üç aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, GEKK; genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemini, REM; rassal etkiler modelini, SEM; sabit etkiler modelini, EKMS; en küçük mutlak sapmalar yöntemini, EKMK; en küçük medyan kareler yöntemini, ANV; anova yöntemini, TOBIT; tobit modelini göstermektedir.

3.3. FİRMA YAŞININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Firma yaşı, işletmenin kuruluş tarihi ile cari yıl arasındaki fark olarak ifade edilmektedir. Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçen birçok çalışmada (örn. Wang ve Clift 2009, Rashid vd. 2010, Ujunwa 2012, Younas vd. 2013, Kumar ve Singh 2013) firma yaşı kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Başka bir ifade ile kurumsal yönetim uygulamalarının yanı sıra firma yaşının performans üzerinde etkili olabileceği için analizlerde yer almıştır.

Firma yaşının yüksek olması işletmelere belli avantajları sunmaktadır. Genellikle kuruluşundan itibaren uzun süre geçmiş olan işletmeler diğerlerine oranla daha büyük ve kredibilitesi daha yüksek işletmelerden oluşmaktadır. Bu sebeple yaşlı veya tecrübeli işletmeler daha fazla yabancı kaynak ile finansman sağlayabilmektedirler (Sayman, 2012: 67). Benzer şekilde işletmelerin kazandıkları tecrübe, edindikleri çevre ve kaynağa ulaşabilme kolaylıkları söz konusudur. İşletmenin kar maksimizasyonu veya büyüme arasındaki tercihi çoğunlukla işletmenin yaşıyla ilgilidir (İskenderoğlu, 2008: 35).

Yeni ve küçük firmalar; kurumsal itibarının, marka bilinirliğinin ve sermaye yetersizliğinin getirmiş olduğu dezavantajdan dolayı pazar payını kaybetme riski ile karşılaşabilir (Kakani, Saha ve Reddy, 2001). Köklü firmalar daha tecrübeli ve yeniliklere daha hızlı adapte olmasıyla birlikte satışlarını ve karlılıklarını artırmada avantaja sahiptirler. Ancak farklı piyasa koşullarında karlılık ile yaş arasında ters bir ilişki gözlemlenebilir (Liargovas ve Skandalis, 2008). Örneğin firma yaşı ile performans veya karlılık arasında Younas vd. (2013), Saravanan (2012), Bennedsen vd. (2008), Rashid vd. (2010) pozitif bir ilişki; buna karşın Oxelheim ve Randøy (2003), Mak ve Kusnadi (2005), Choi vd. (2007), Cheng (2008) negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmaların dışında firma yaşının performans üzerinde etkisinin olmadığını belirleyen (Örn. Eisenberg vd. 1998, Wang ve Clift 2009, Chen 2012) araştırmalar da mevcuttur. Tüm bu sonuçlar firma yaşının performans üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğu konusunda tartışmalara neden olmuştur.

Buna karşın firma yaşının artması işletmelere bazı dezavantajları da getirmektedir. Koruma hipotezine göre, firmaların yaşı arttıkça, işletmeler sürekli bir

şekilde rekabet etmekte geri kalmakta ve işletme için kilit roldeki kaynaklara ulaşmada zorluk çekmektedirler (Loderer ve Waelchli, 2011). Ayrıca rekabet ortamı sebebiyle firmaların değişime ayak uyduramaması durumunda kar marjlarının ve varlık karlılıklarının azalması da muhtemeldir. Yaşça firmaların iş tecrübelerine ve yeni teknolojileri satın alabilme imkânının olmasına karşın, değişime ayak uyduramamaları durumunda performanslarının azalmasına sebep olmaktadır (Loderer ve Waelchli, 2011).

Bununla birlikte literatür incelendiğinde genellikle firma büyüklüğü ile yaş arasında doğru bir ilişkinin olduğu görülmektedir. İşletmeler içerisinde yönetime karşı çalışabilecek koalisyonların bulunmaktadır. Bu koalisyonlara iyi bir kurumsal yönetim uygulamasıyla yeterince teşvik edici davranılmaması halinde bütünün iyiliğini düşünmek yerine kendi çıkarları için çalışacakları ve bu durumun performansı düşürücü etkide bulunacağı ifade edilmektedir. Ayrıca işletmelerin yaşlanmaları ile bu koalisyonların oluşmuş olma ihtimali yükseldiği düşünüldüğünde, yaş ile performans arasındaki ters yönlü ilişki düşüncesi desteklenmektedir (Taşkın, Duran ve Aktaş, 2013).

Tablo 18. Firma Yaşının İşletmenin Finansal Performansına Etkisi İnceleyen Araştırmaların Özetlenmesi

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model	Performans Ölçümü	
						Tobin's q	Karlılık
Eisenberg vd.	1998	Finlandiya	1992-1994	879	GLM/ADM		+/+
Tian ve Lau	2001	Çin	1996-1997	113	REG/KOR		-/-
Oxelheim ve Randøy	2003	Norveç	1996-1998	132	EKK/2EKK	-*/-	
Oxelheim ve Randøy	2003	İsveç	1996-1998	121	EKK/2EKK	-*/-	
Mak ve Kusnadi	2005	Singapur	1999-2000	230	EKK	-*/-*	
Mak ve Kusnadi	2005	Malezya	1999-2000	230	EKK	+/+	
Peng vd.	2007	Çin	1992-1996	240*	EKK/KOR		-*
Choi vd.	2007	Kore	1999-2002	450	EKK/2EKK	-*	
Bennedsen vd.	2008	Danimarka	1999	6850	GLM/ADM		+*
Cheng	2008	ABD	1996-2004	1252	EKK	-*	-*
Yu	2008	Çin	2000-2004	1977	EKK/T		+/+
Guest	2009	İngiltere	1981-2002	125*	GLM/EKK/SEM	-*/+	-*
Ehikioya	2009	Nijerya	1998-2002	107	EKK	+	+*/+
Wang ve Clift	2009	Avustralya	2003	243	EKK		-/-
Rashid vd.	2010	Bangladeş	2005-2009	75*	REG/KOR	+*	+*
Arosa vd.	2010	İspanya	2006	369	EKK/KOR		+
Elsayed	2011	Mısır	2000-2004	92	EKMS/EKMK	+	+/+*/+/+/*
Aygün vd.	2011	Türkiye	2006-2007	98	REG/KOR	-	+
Saravanan	2012	Hindistan	2001-2010	1732	REG/KOR/T	+*	
Wintoki vd.	2012	ABD	1991-2003	>6000	EKK/SEM/ GLM		+*/-*
Ujunwa	2012	Nijerya	1991-2008	122	SEM/REM		+*
Chen	2012	Norveç, İsveç, Danimarka, Finlandiya	2008-2010	80	EKK	-	+

Tablo 18 (devam)

Vo ve Khan	2013	Vietnam	2006–2011	77	EKK/KOR		+
Younas vd.	2013	Pakistan	2006-2010	52	EKK		+*
Arosa vd.	2013	İspanya	2006	307	EKK/KOR		-*
Kumar ve Singh	2013	Hindistan	2008-2009	176	REG/KOR	+	

- *İstatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.
- ^aİlgili dönemler arasında ortalama firma sayısını göstermektedir.
- REG; çoklu regresyon yöntemini, KOR; korelasyon yöntemini, EKK; en küçük kareler yöntemini, 2EKK; iki aşamalı en küçük kareler yöntemini, T; t-testini, GLM; genelleştirilmiş doğrusal modelini, REM; rassal etkiler modelini, SEM; sabit etkiler modelini EKMS; en küçük mutlak sapmalar yöntemini, EKMK; en küçük medyan kareler yöntemini, ANV; anova yöntemini, en küçük medyan kareler yöntemini, TOBIT; tobit modelini göstermektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİLERİ: BIST'DA İŞLEM GÖREN İMALAT SANAYİ İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

1. ARAŞTIRMANIN KONUSU

Özellikle 2000'li yılların başından itibaren işletmelerin rekabet gücünün artırılmasında kurumsal yönetim uygulamaları önem kazanmıştır. Yaşanan muhasebe skandalları (Enron, Parmalat vb.) nedeniyle kurumsal yönetim uygulamalarının yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır. Bu yaşanan skandalların nedenleri arasında bağımsız denetim ve iç denetim kavramlarının iç içe geçmiş olmasının yanı sıra; önemli sebeplerden biri de işletme yöneticilerinin verdikleri kararlarda hatalı-yanlı davranışlarıdır. Tüm bu yaşananlar firmaların yönetim kurulu ve sahiplik yapısını daha da önemli hale getirmiştir.

Bu araştırmada kurumsal yönetimin teorik alt yapısını oluşturan çalışmalar ve bunlar arasından en çok kabul gören yedi teori incelenmiştir. Bu teoriler Vekâlet Teorisi (Agency theory), Paydaş Teorisi (Stakeholder Theory), Temsil Teorisi (Stewardship Theory), Yönetimsel Egemenlik Teorisi (Managerial Hegemony Theory), Miyop Piyasa Teorisi (Myopic Market Theory), İşlem Maliyeti Teorisi (Transaction Cost Theory) ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi (Resource Dependence Theory) olmak üzere yedi gruba ayrılmıştır. Bu araştırma bu teoriler üzerine inşa edilmiştir. Bu tez çalışmasında kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performansına etkisi araştırılacaktır. Başka bir ifade ile yönetim kurulu ve sahiplik yapısının firmaların muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri üzerinde etkisinin olup olmadığı, varsa hangi yönde etkilediği test edilecektir.

2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Kurumsal yönetim uygulamalarının bazı yönlerinin eksik olmasından dolayı küresel finansal piyasalarda giderek büyüyen bir güven eksikliği söz konusudur. Vekâlet teorisi; şirket yöneticileri ile hissedarları arasında potansiyel çıkar çatışmalarının, vekâlet maliyetlerini artıracaklarını ve performansı ise azaltacaklarını savunmaktadır. Buna karşın temsil teorisi ise; yöneticilerin hizmet rolünü vurgulamakta ve yöneticiler ile hissedarlar arasındaki içsel bir çatışmanın varlığını kabul etmemektedir. Bu teoriler bağlamında bu tezin amacı Borsa İstanbul'da (BİST) hisse senetleri işlem gören imalat sanayi işletmelerinin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı üzerindeki etkisini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda işletmelerin ile finansal performans üzerinde, mevcut kurumsal yönetim uygulamalarından daha etkili bir kurumsal yönetim uygulamasının geliştirilmesi bu tezin temel iddiasını oluşturmaktadır. Kurumsal yönetim uygulamaları olarak; firmaların yönetim kurulu üye sayısı (YKB), bağımsız yönetim kurulu üye sayısı (BYKU), kadın yönetim kurulu üye sayısı (KYKU), yabancı yönetim kurulu üye sayısı (YYKU), genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmadığı (İKİLİK), ortak sayısı (ORTSAY), en büyük ortağının sermaye payı (BUYUK1), en büyük ikinci ortağının sermaye payı (BUYUK2), yabancı yatırımcı sahipliği (YABPAYI), CEO sahipliği (CEOPAYI), yönetim kurulu sahipliği (YKPAYI) ve halka açıklık oranı (HAO) gibi değişkenlerle firmaların karlılıkları, piyasa performansı ve finansal başarısızlık riski arasındaki ilişkiler incelenecektir.

3. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

2001 ve 2002 yıllarında yaşanan denetim, muhasebe ve kurumsal yönetim skandalları (Enron, Tyco, Merrill Lynch, WorldCom, Parmalat vb.) ABD kaynaklı olsa da birçok ülkeyi etkilemiştir. Bu yaşanan skandallar sonucunda firmalarda; bağımsız ve iç denetim kavramları, yönetim kurulları, sahiplik yapıları önem kazanmış ve son yıllarda bu konularda yapılan araştırmaların artmasına neden olmuştur. Bununla birlikte kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması, firmaların düşük maliyetle finansman kaynağı temin etmesine ve krizleri daha çabuk atlatmasına yardımcı olmaktadır. Bu tezde kurumsal yönetim uygulamaları ile

finansal performans arasındaki ilişki incelenmiştir. Konuya ilişkin ulusal literatür incelendiğinde kurumsal yönetim uygulamalarını 2002 yılından günümüze kadar tüm boyutlarıyla inceleyen ve örneklem olarak sadece İmalat Sanayi işletmelerini analize dâhil eden bir araştırmaya rastlanılmamıştır. Uluslararası literatürde ise kurumsal yönetim ile ilgili birçok çalışma olmasına rağmen, aynı anda tüm kurumsal yönetim mekanizma bileşenlerinin; ROA, ROE, Tobin's q ve Z Altman skoru üzerindeki etkisini inceleyen bir araştırma yoktur. Bu tez yönetim kurullarının ve sahiplik yapılarının firmaların finansal performansı üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğunu tespit ederek literatürde önemli bir boşluğu dolduracaktır.

Araştırmada elde edilen bulgular; yatırımcılar, araştırmacılar, finansal düzenleyiciler ve işletmelerin üst yönetimi açısından büyük önem taşımaktadır. Yeni bir kurumsal yönetim modeli oluşturmak amacıyla yapılacak çalışmalarda, araştırmacılara kurumsal yönetim modelini bu tezin üzerine inşa etme olanağı sağlayabilir. Bu tez bulguları; kurumsal yönetim uygulamalarının şirketin uzun dönemli değeri üzerindeki etkisinin tespit edilmesi ve böylece yatırımcıların kolay karar almaları üzerinde etkileri olabilir. Bununla birlikte bu tez; finansal düzenleyicilerin ekonomik büyüme teşvikleri, şirket iflaslarının azaltılması ve hissedarların refahlarının korunması konusunda alacakları kararlara yardımcı olacaktır. Benzer şekilde kurumsal yönetim reformlarına odaklanan üst yönetime de katkıda bulunması beklenmektedir.

4. VERİ SETİ, ÖRNEKLEM VE SINIRLILIKLAR

Daha önceden belirtildiği üzere bu araştırmada yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yönetim kurulu üyeliği, ikilik, kadın yönetim kurulu üyeliği, ortak sayısı, yabancı yatırımcı sahipliği, CEO ve yönetim kurulu sahipliği gibi kurumsal yönetim uygulamaları ile işletmelerin finansal performansları arasındaki ilişkinin ortaya konulması amaçlanmaktadır.

Araştırmada 2002-2012 yılları arasında BİST imalat sanayide işlem gören firmaların tamamı ile bir örneklem oluşturulmuştur. Söz konusu yıllar arasında imalat sanayide kesintisiz olarak işlem gören toplam 136² imalat sanayi firması

² Ek 1'de bu firmaların isimleri gösterilmiştir.

analize dâhil edilmiştir. Başka bir ifade ile söz konusu dönem arasında bütün imalat sanayi firmaları analize dâhil edilmiştir. Çalışmada 11 yıllık dönem analize dahil edilerek toplam 1496 gözlem sayısı elde edilmiştir. Çalışmada 2002-2012 döneminin kullanılmasının nedeni verilerin ulaşılabilir olmasının yanında yaşanan skandallar neticesinde 2000’li yılların başından itibaren işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarının önem kazanmasıdır. Ayrıca Türkiye’de 2001 yılında yaşanan kriz, firmaların kurumsal yönetim mekanizmalarında ve finansal performanslarında önemli değişiklik yaratabileceğinden dolayı 2001 yılı ve öncesi dönemler örnekleme dâhil edilmemiştir. Bununla birlikte elde edilecek bulguların genellenebilirliği için ve kullanılacak mali tabloların tek düzelikliğin sağlanması açısından çalışmada sadece imalat sanayi firmaları kullanılmıştır. İmalat sanayide yer alan 136 firmanın alt sektörleri Tablo 19’da gösterilmiştir.

Tablo 19. İmalat Sanayi’de Faaliyet Gösteren Firmaların Sektörlere Göre Dağılımı

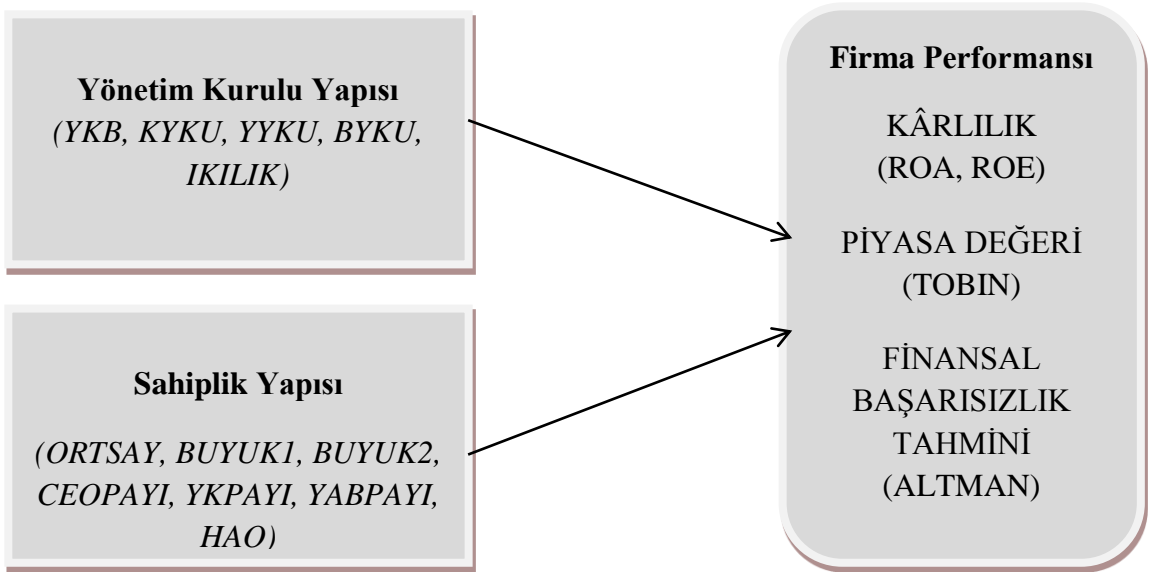
Sektör	Firma Sayısı
Gıda, İçki ve Tütün	21
Dokuma Giyim Eşyası ve Deri	21
Orman Ürünleri ve Mobilya	2
Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım ve Yayın	10
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	24
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	24
Metal Ana Sanayi	11
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	20
Diğer İmalat Sanayi	3
Toplam Firma Sayısı	136

Analiz kapsamında incelenen firmalara ait finansal veriler iki farklı yolla elde edilmiştir. İmalat sanayi firmalarının 2008 yılı ve öncesine ait dönemlere ilişkin finansal veriler Borsa İstanbul (BİST)’in resmi internet sayfasından (www.borsaistanbul.com), 2009 yılı ve sonrasına ait dönemlere ilişkin finansal veriler ise Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)’ın resmi internet sayfasından (www.kap.gov.tr) temin edilmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin değişkenler ise 2002-2008 yılları için şirket yıllıklarından, 2009-2012 yılları için ise şirketlerin faaliyet raporlarından, web sayfalarından, dipnot bilgilerinden ve KAP’tan ulaşılmıştır.

Kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen bu araştırmanın bir takım kısıtları bulunmaktadır. Öncelikle çalışmanın bulguları; Borsa İstanbul'da imalat sanayide işlem gören firmalar açısından yorumlanmalıdır. Ayrıca firmaların 2002-2012 yıllarına ait verilerinden yararlanılması çalışmanın başka kısıtıdır. İmalat sanayide 2013 yılı sonu itibariyle 173 adet firma faaliyet göstermektedir. Bu çalışmada 2002-2012 yılları arasında kesintisiz olarak faaliyet gösteren 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Görüldüğü gibi imalat sanayide bulunan tüm firmalar analize dâhil edilememiş olmaması da çalışmanın bir diğer kısıttır.

5. ARAŞTIRMANIN MODELİ VE HİPOTEZLER

Çalışmanın kapsamı ve amacı çerçevesinde aşağıdaki modeller geliştirilmiş olup, kurumsal yönetim mekanizmaların (yönetim ve sahiplik yapısı) firma performansı üzerindeki etkisi araştırılmaya çalışılmıştır.



Şekil 1. Araştırmanın Modeli

Çalışmada test edilecek temel hipotezler Tablo 20'de gösterilmiştir. Literatürle tutarlı bir şekilde 6 ana hipotez geliştirilmiştir. İlerleyen kısımlarda geliştirilen modellerle yönetim kurulu ve sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlerin firma

performans göstergeleri üzerindeki etkisi bu ana hipotezler doğrultusunda test edilmektedir.

Tablo 20. Araştırmanın Hipotezleri

Hipotez	Açıklama
H ₁	Yönetim kurulu yapısı firma karlılığı üzerinde etkilidir.
H ₂	Yönetim kurulu yapısı firmanın piyasa değerini etkilemektedir.
H ₃	Yönetim kurulu yapısı finansal başarısızlık riskini etkilemektedir.
H ₄	Sahiplik yapısı firma karlılığı üzerinde etkilidir.
H ₅	Sahiplik yapısı firmanın piyasa değerini etkilemektedir.
H ₆	Sahiplik yapısı finansal başarısızlık riskini etkilemektedir.

6. ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER

Çalışmada dört adet bağımlı değişken (Varlık Karlılığı, Özsermaye Karlılığı, Tobin's q oranı ve Z Altman Skoru), on iki adet temel bağımsız değişken (yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, kadın yönetim kurulu üye sayısı, yabancı yönetim kurulu üye sayısı, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olma hali, ortak sayısı, en büyük ortağının sermaye payı, en büyük ikinci ortağının sermaye payı, yabancı yatırımcı sahipliği, CEO sahipliği, yönetim kurulu sahipliği ve halka açıklık oranı) ve üç adet kontrol bağımsız değişken (toplam varlıklar, kaldıraç oranı ve firma yaşı) kullanılmıştır. Söz konusu değişkenler aşağıda gösterilmiştir.

6.1. BAĞIMLI DEĞİŞKENLER

Bir işletmenin finansal performans ölçümünde ilk dikkat edilen husus işletmenin bilanço ve gelir tabloları yardımıyla ortaya çıkan mali sonuçlarıdır. Performans değerlendirmesi; işletmenin kullandığı kaynakları, ürettiği mal ve hizmetleri, elde ettiği sonuçları takip etmesi, düzenli ve sistematik bir şekilde veri toplaması, bunları analiz edip yorumlaması ve raporlaması sürecidir. Performansın hesaplanması ve ölçülmesi; zor ve karmaşık süreçtir. Bu nedenle etkin bir performans ölçüm sisteminin tasarlanmasından gerekmektedir. Bu sistem

faaliyetlerin ve amaçların doğru olarak saptanması, uygun performans ölçü setinin belirlenmesi, verilerin toplanması, analiz edilmesi, raporlanması ve izlenmesi süreçlerinden meydana gelmektedir (Aksoy, 2011: 22-23).

Araştırmada bağımlı değişken olarak muhasebe ve piyasa esaslı finansal performans göstergeleri kullanılmıştır. Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performansına etkisini ölçen çalışmalarda üç farklı performans göstergesi kullanılmıştır. Bunlardan birincisi muhasebe esaslı finansal performans göstergeleri olan Varlık Karlılığı (ROA) ve Özsermaye karlılığı (ROE)'dir. İkincisi ise piyasa esaslı göstergelerden biri olan Tobin's q performans ölçütüdür. Son performans göstergesi olan ve son yıllarda yapılmış olan akademik çalışmalarda kullanılan Z Altman Skoru'dur. Bu araştırmada bağımlı değişken olarak hem muhasebe ve piyasa esaslı finansal performans göstergeleri hem de Z Altman skoru kullanılmıştır.

6.1.1. Varlık Kârlılığı

Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performansına etkisini ölçen çalışmalarda finansal performans göstergeleri olarak muhasebe esaslı göstergeler kullanılmıştır (Mehra, 1995; Yermack, 1996; Klein, 1998; Postma vd., 2003; Filatotchev vd., 2005; Cho ve Kim, 2007; Pathan vd., 2007; Yu, 2008; Praptiningsih, 2009; Agoraki vd., 2010; Arosa vd., 2010; Elsayed, 2011; Adusei, 2011; Fauzi ve Locke, 2012; Shukeri vd., 2012; Bino ve Tomar, 2012; Vo ve Phan, 2013; Rehman ve Shah, 2013; Bhagat ve Bolton, 2013; Cook, 2013).

Varlık Karlılığı (ROA): Dönem net kârının toplam varlıklara oranlanmasıyla hesaplanmıştır. Bu oran firmaların karlılığını ve yönetimin yeteneğini gösteren bir orandır. Başka bir ifade ile 1 TL'lik varlık başına düşen kar miktarını göstermektedir. İşletmenin varlıklarını etkin kullanıp kullanmadığı da ifade etmektedir. Bir firmanın finansman şekline veya sermaye yapısındaki değişikliklere göre ROA yüksek veya düşük olabilir. Büyük ölçüde yabancı kaynak kullanan, dolayısıyla ağır bir borç yükü altında bulunan firmaların ROA'sı varlıklarının önemli bir bölümünü öz kaynakları ile finanse eden firmalara kıyasla daha düşük olması normaldir. Dolayısıyla firmanın finansman şekline göre farklı sonuçlar veren, pay ve paydası arasında tutarlılık bulunmayan bu oranı, bir firmanın kârlılık durumunun değerlendirilmesinde bir ölçü olarak kullanırken, dikkatli olmak gerekir (Akgüç, 1998: 70). Literatürde de benzer

bir şekilde performans ölçümünde varlık karlılığı kullanılmıştır (Molyneux ve Thornton, 1992; Kasharma ve Kashish, 1998; Demirgüç-Kunt ve Huizinga, 1999; Bashir ve Hassan, 2003; Abreu ve Mendes, 2002; Kaya, 2002; Kosmidou, Tanna ve Pasiouras, 2005; Tunay ve Silpagar, 2006; Vong ve Chan, 2006; Abbasoğlu vd., 2007; Hrechaniuk, Lutz ve Talavera, 2007; Ben Naceur ve Goaid, 2008; Al-Shami, 2008; Kosmidou, 2008; Akintoye ve Adidu, 2008; Kosmidou, 2008; Davydenko, 2010; Ponce, 2011; Najjar ve Petrov, 2011; Muhammad, Khizerand ve Shama, 2011; Doan ve Nguyen, 2011; Doğru, 2011; Javaid vd., 2011; Almajali, Alamro ve Al-Soub, 2012).

6.1.2. Özsermaye Kârlılığı

Özsermaye Kârlılığı (ROE): Dönem net kârının özsermaye toplamına oranlanmasıyla hesaplanmıştır. Bu oran ortaklarca firmaya yapılan yatırımın etkin kullanılıp kullanılmadığını gösterir. Başka bir ifade ile bu oran işletmenin ve yönetimin başarısını göstermektedir. Bu oranının ROA'dan farkı, finansal kaldıraç seviyesinin etkisidir. Finansal kaldıraç iyi kullanılmışsa ROE oranı yüksek olacaktır (Okka, 2009: 112). Bununla birlikte ROE 1 TL'lik özsermaye başına düşen kar miktarını ve işletmenin özsermayesini etkin kullanıp kullanmadığı da göstermektedir. Oranın düşük veya negatif olması işletmenin başarısızlığı şeklinde yorumlanabilir. Literatürde de benzer bir şekilde muhasebe esaslı performans göstergesi olarak özsermaye karlılığı kullanılmıştır (Bourke, 1989; Pitelis, 1991; Sougiannis, 1994; Graham ve Frankenberger, 2000; Notta ve Oustapassidis, 2001; Hanel ve Pierre, 2002; Alrashdan, 2002; Barth vd., 2003; Abor, 2005; Athanasoglou, Delis ve Staikouras, 2006; Baum, 2006; Abor, 2007; Naceur ve Kandil, 2009; Ramrall, 2009; Salteh vd., 2009; Shen vd., 2009; Hoffmann, 2011; Gupta, Srivastava ve Sharma, 2012; Iqbal, 2012; Casmir ve Anthony, 2012; Soumadi ve Hayajneh, 2012; Arif ve Anees, 2012; Ahmad, Abdullah ve Roslan, 2012; Berríos, 2013).

6.1.3. Tobin's q Oranı

Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performansına etkisini ölçen çalışmalarda finansal performans göstergeleri olarak piyasa esaslı göstergeler kullanılmıştır (Barnhart ve Rosenstein, 1998; Vafeas ve Theodorou, 1998; Himmelberg vd., 1999; Demsetz ve Villalonga, 2001; Davies, Hillier ve McColgan,

2002; Mak ve Kusnadi, 2005; Adams ve Mehran, 2005; Beiner vd., 2006; Belkhir, 2006; Mura, 2007; Staikouras vd., 2007; Zulkafli ve Samad, 2007; Andres ve Vallelado; 2008; Adams ve Mehran, 2008; Ehikioya, 2009; Belkhir, 2009; Böhren ve Ström, 2010; Ünlü vd., 2011; Horváth ve Spirollari, 2012; Rad vd., 2013; Bhagat ve Bolton, 2013; Kumar ve Singh, 2013).

Tobin's q (TOBIN): Firmanın piyasa değerinin defter değerine oranlanması ile elde edilmiştir. Bu oran yatırımcıların şirketi nasıl değerlendirdiğine dair bulgu verir. Yatırımcılar tarafından beğenilen şirketler düşük risk ve yüksek büyüme oranına sahiptir (Brigham ve Houston, 2011: 112). Bu oranın payında yer alan piyasa değeri bir hisse senedinin piyasa koşulları altında arz ve talebe göre belirlenmiş değeridir. Defter değeri ise firmanın varlıkları ile borçları arasındaki farkın, mevcut hisse sayısına bölünmesiyle bulunur. Oran, şirketin piyasa değerinin özsermayesinin kaç katı olduğunu gösterir (İlarıslan, 2011: 161).

Çalışmada, piyasa esaslı performans göstergesi olarak Tobin's q (*TOBIN*) oranı kullanılmıştır. Birçok çalışmada firma performansının ölçütü olarak genel kabul görmüş olan Tobin's q oranı, ilk kez 1969 yılında James Tobin tarafından hesaplanmıştır. Bu oran farklı şekillerde de hesaplanabilmektedir. Oran, firma üzerindeki finansal hakların pazar değerini, firma varlıklarının cari yerine koyma maliyetine bölerek elde edilmektedir (Canbaş, 2004). Chung ve Pruitt (1994) Tobin's q hesaplama yöntemini "Yaklaşık q Değeri" şeklinde basit olarak aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

Yaklaşık $q = (MVE + PS + DEBT) / TA$

MVE: Hisse senedi piyasa fiyatı ile hisse senedi adedinin çarpımıyla bulunmaktadır.

PS: Tercihli hisse senedinin fiyatı ile hisse sayısının çarpımı sonucunda elde edilir.

DEBT: Firmanın toplam borçlarını/yükümlülüklerini,

TA: Firma toplam varlıklarını/aktiflerini göstermektedir.

Bu araştırmada ise kısaca Tobin's q oranı işletmenin piyasa değerinin defter değerine oranlanmasıyla hesaplanmıştır (Ben-Zion, 1978; Hirschey, 1982; Hirschey ve Weygandt, 1985; Cockburn ve Griliches, 1988; Morck ve Yeung, 1991; Erickson ve Jacobso, 1992; Hall, 1993; Chauvin ve Hirschey, 1993; Chauvin ve Hirschey, 1994; Cheng ve Chen, 1997; Chauvin ve Hirschey, 1997; Lev ve Zarowin, 1998;

Himmelberg, Hubbard ve Palia, 1999; Tsai, 2001; Al-Horani vd., 2003; Gugler, Mueller ve Yurtoğlu, 2003; Core, 2003; Han ve Manry, 2004; Shah ve Stark, 2005; Qureshi, 2007; Eklund, 2007; Bjuggren ve Wiberg, 2007; Lixin ve Lin, 2008; Anindita, Prashant ve Anantha, 2008; Salteh vd., 2009; Gupta, Srivastava ve Sharma, 2012; Sadeghian vd., 2012; Soumadi ve Hayajneh, 2012; Badar ve Saeed, 2013; Hamilton, Richards ve Stiegert, 2013) .

6.1.4. Z Altman Skoru

Araştırmadaki bir bağka bağımlı değişken Z Altman skoru'dur. Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal başarısızlık riski üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla kullanılmıştır. Özellikle son yıllarda kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalarda (Örn. Bonna, 2012) Z Altman skoru bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Z Altman skoru firmaların iflas riskini veya finansal başarısızlık (financial distress) riskini ölçmeye yaramaktadır. Finansal başarısızlık, bir firmanın finansal performansının zayıfladığını veya bozulduğunu gösteren bir ifadedir. Firmalar finansal başarısızlık ile karşı karşıya kaldıklarında bu durum hemen iflas ile sonuçlanmamaktadır. Dolayısıyla firmaların iflas sürecine girmeden çeşitli aşamalardan geçmesi beklenir. Bunlar; finansal sıkıntıya girmek veya problemle karşılaşmak, başarısızlık kısa vadeli yabancı kaynakları ödeyememe iflas olarak sıralanabilmektedir (Sayman, 2012: 144). Ana amacı kar elde etmek ve ömürlerini sürekli kılmak olan firmalarda meydana gelen bunun gibi başarısızlıklar ve iflaslar arzu edilmeyen durumlardır. Ancak, firmaların önemli bir kısmı kurulduktan sonra ilk bir iki yıl içerisinde başarısızlığa uğramaktadırlar. Bu süreçte başarıyı yakalayan işletmeler ise büyür ve gelişirler. Ancak bu büyüme ve gelişme onların başarısızlığa düşmeyeceği anlamına gelmez (Açıkğöz, 2012: 8). Z Altman skorunun yükselmesi, azalması veya iflas riskinin artması, azalması durumunda firmalarda kurumsal yönetim uygulamalarının nasıl değiştiğini belirlemek amacıyla modelde bağımlı değişken olarak eklenmiştir. Araştırmada kullanılan Z Altman skorunun hesaplanması şu şekildedir:

Altman (2000) yaptığı çalışmasında X4 değişkeni güncelleyerek Z Altman Skoru (*ALTMAN*) formülünü şu şekilde hesaplanmıştır. White (2005), Lu ve Chang (2011), Bonna (2012) gibi yazarlar benzer şekilde Z skoru oluşturmuşlardır.

$Z \text{ Skoru} = X_1 = +0,717$ (Çalışma Sermayesi / Toplam Varlıklar)

$X_2 = +0,847$ (Geçmiş Yıl Karları / Varlıklar)

$X_3 = +3,107$ (Faiz ve Vergi Öncesi Kazanç / Toplam Varlıklar)

$X_4 = +0,420$ Hisse Senetlerinin Defter Değeri / Borcun Defter Değeri

$X_5 = +0,998$ (Satış Gelirleri / Toplam Varlıklar)

Z Altman skorundaki X_1 değişkeni, firmanın varlıklar içerisindeki en likit kısmını, X_2 değişkeni, firmanın kümülatif karını, X_3 değişkeni, firmanın varlıklarının etkinliği ve verimliliğini, X_4 değişkeni, firmaların finansal başarısızlık durumunda yabancı kaynaklarının kaç katı değere sahip olduğunu, X_5 değişkeni ise, firma yöneticilerinin faaliyet becerisine işaret etmektedir (Sayman, 2012: 148). Elde edilen Z skoru firmaların finansal başarısızlıkla karşılaşma potansiyelini göstermektedir. Altman (2000) çalışmasıyla katsayıları güncelleyerek, Z skoru 1,23'in altında olan firmalar finansal başarısızlık riskinin veya potansiyelinin çok fazla olduğunu ifade etmiştir. 1,23-2,90 arasında Z skoru bulunan firmalar ise finansal başarısızlık ihtimali belirsiz olan işletmelerdir ve bu işletmeler "Gri Bölge"de yer aldıklarını belirtmektedirler. 2,90'dan daha yüksek olan firmaların ise finansal başarısızlıkla karşılaşma risklerinin zayıf olduğunu belirtmektedir.

6.2. BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER

Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişki incelendiği bu çalışmada on iki adet temel bağımsız değişken (*YKB, KYKU, YYKU, BYKU, IKILIK, ORTSAY, BUYUK1, BUYUK2, CEOPAYI, YKPAYI, YABPAYI, HAO*) kullanılmıştır. Söz konusu değişkenler aşağıda açıklanmıştır.

6.2.1. Yönetim Kurulu Yapısı ile İlgili Değişkenler

YKB: Bu değişken firmaların yönetim kurulu üye sayısını belirtir. Yönetim kurulu, genel kurulda hissedarların vermiş oldukları yetki çerçevesinde, mevzuat, esas sözleşme, şirket içi düzenlemeler ve politikalar doğrultusunda yetki ve sorumluluklarını kullanır ve işletmeyi temsil etmektedir (Aygün vd., 2010: SPK, 2014: 24). Yönetim kurulu kararlar alırken, firmanın piyasa değerinin en üst seviyeye çıkarılmasını amaçlar. Yönetim kurulu (YK) bu amaçla şirket işlerini, pay sahiplerinin uzun vadeli ve istikrarlı bir kazanç sağlamasını temin edecek şekilde

gerçekleştirir. Bunu yaparken, hissedarlar ile şirketin büyüme gereği arasındaki hassas dengenin de bozulmamasına özen gösterir (SPK, 2012).

Seri: IV, No: 57 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğde; YK üyeliğine prensip olarak, yüksek bilgi ve beceri seviyeye sahip, nitelikli, belli bir tecrübeye sahip olan kişiler aday gösterilir ve seçileceği ifade edilmiştir. Buna ilişkin genel esaslar şirket ana sözleşmesinde yer alır. YK üye sayısı ise yönetim kurulu üyelerinin etkili ve yapıcı çalışmalar yapmalarına, rasyonel ve hızlı kararlar almalarına ve komitelerin oluşumu ve çalışmalarını etkin bir biçimde organize etmelerine imkân sağlayacak şekilde belirlenir. Yönetim kurulunda icrada görevli olan ve olmayan üyeler bulunur. İcrada görevli olmayan YK üyesi, YK üyeliği haricinde işletmede başka herhangi bir idari görevi bulunmayan ve işletmenin günlük iş akışına ve olağan faaliyetlerine müdahil olmayan kişidir. YK üyelerinin çoğunluğu icrada görevli olmayan üyelerden oluşur (SPK, 2014).

Yönetim kurulu büyüklüğü ile ilgili yapılmış olan araştırmalar incelendiğinde üç temel teori karşımıza çıkmaktadır. Bu teoriler; Vekâlet Teorisi, Temsil Teorisi ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi'dir. Vekâlet teorisine göre; yönetim kurulu üye sayısına bir sınırlama getirilmelidir. Belirlenen sınırları aşan firmaların grup dinamikleri açısından çatışmalara yol açabileceğini ve firmanın finansal performansını azaltacağını savunmuşlardır. Kaynak bağımlılığı teorisi açısından ise üye sayısı fazla olan kurullar, daha fazla bağlantı sağlamaktadır. Böylelikle kaynaklara ulaşmak daha kolay olmakta ve durum firmanın performansını artıracığı ileri sürülmüştür. Temsil teorisinde ise yöneticiler, vekâlet teorisinde yer aldığı gibi kendi ekonomik çıkarlarını gözetmek yerine, şirketin bir hizmetkârı gibi davranırlar.

Yönetim kurulu (YK) büyüklüğünün firma performansı üzerindeki etkisini ölçen ampirik çalışmalar incelendiğinde farklı sonuçların tespit edildiği görülmektedir. Bhagat ve Black (2002), Kiel ve Nicholson (2003), Chen vd. (2005), Beiner vd. (2006), Kyereboah-Coleman (2007), Larmou ve Vafeas (2009), Elsayed (2011), Saravanan (2012), Kim (2013), Swastika (2013) gibi yazarlar yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişler ve çalışmalarının sonucunda pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Buna karşın Yermack (1996), Barnhart

ve Rosenstein (1998), Carter vd. (2003), Lasfer (2004), Mak ve Kusnadi (2005), Haniffa ve Hudaib (2006), Cornett vd. (2007), Cheng (2008), Guest (2009), O'Connell ve Cramer (2010), Uchida (2011), Obradovich ve Gill (2013), Vo ve Phan (2013), Samuel (2013) ise negatif bir ilişki elde etmişlerdir. Bhagat ve Black (2002), Ehikioya (2009), Rashid vd. (2010) ise yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasında karma (pozitif ve negatif) sonuçlar bulmuşlardır. Bu çalışmaların dışında Tian ve Lau (2001), Oxelheim ve Randøy (2003), Bozec (2005), Cornett vd. (2007), Yu (2008), Lefort ve Urzúa (2008), Lückerath-Rovers (2010), Ghabayen (2012), Horváth ve Spirollari (2012), Priya ve Nimalathasan (2013), Kumar ve Singh (2013) yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansı üzerinde etkisinin olmadığını savunmuşlardır. Tüm bu sonuçlar, yönetim kurulu üye sayısının firmaların finansal performansı üzerinde etkisinin tam olarak bilinememesine neden olmuş ve konuya olan ilgi artmaya başlamıştır.

BYKU: Bağımsız yönetim kurulu üyesi olup olmadığıdır. Firmada bağımsız yönetim kurulu üyesi varsa 1, yoksa 0 olarak tanımlanmıştır. Türkiye açısından 2011 yılında SPK, kurumsal yönetim düzenlemeleri çerçevesinde yönetim kurulunun, sayısı ikiden az olmamak üzere en az üçte biri bağımsız üyelere oluşma zorunluluğu getirmiştir. 2012 yılında BİST firmaların yönetim kurulu üyelerinin ve/veya sayısının değişmesine neden olmuştur. Ancak 2011 yılı öncesinde BİST firmalarının önemli bir kısmında bağımsız yönetim kurulu üyesinin olmadığı görülmüştür.

Bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile ilgili yapılmış olan araştırmalar incelendiğinde üç temel teori karşımıza çıkmaktadır. Bu teoriler; Vekâlet Teorisi, Temsil Teorisi ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi'dir. Yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığının önemi vekâlet teorisinde vurgulanmıştır. Vekâlet teorisine göre, örgüt dışından olan yönetim kurulu üyeleri, örgüt içindeki denetimin sağlanması bakımından önemlidirler (Fama ve Jensen, 1983). Kaynak bağımlılığı teorisinde ise, yönetim kurullarında firma dışından yönetim kurulu üyelerin olmasının sebeplerinden biri olarak, firma içinde bulunmayan yönetsel becerilere ve bilgiye ulaşılmasının sağlanması durumu belirtilmektedir (Pfeffer ve Salancik, 1978). Yönetim kuruluna firma dışından yönetim kurulu üyelerinin dâhil edilmesi, firmanın başarısı için gerekli olan kaynaklara ulaşmasına katkı sağlayacaktır (Johnson, Daily

ve Ellstrand, 1996). Temsil teorisine göre verimli ve etkili kararların alınabilmesi için yönetim kurulu üyelerinin önemli bir kısmının iç yöneticilerden oluşması gerektiğini savunmaktadır.

Kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların tamamına yakın kısmında bağımsız yönetim kurulu üye sayısı (*BYKU*) temel bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bu bağımsız değişkenin firmaların finansal performansı üzerindeki etkisi tartışılmıştır. Konuya ilişkin literatür taramasında farklı sonuçların tespit edildiği görülmüştür. Örneğin Bozec (2005), Guest (2009), Horváth ve Spirollari (2012), Taghizadeh ve Saremi (2013) çalışmalarında *BYKU* sayısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki, buna karşın Black ve Kim (2007), Bouaziz ve Triki (2012), Davila (2013) gibi yazarlar ise pozitif bir ilişki elde etmişlerdir. Bu çalışmaların dışında Vafeas ve Theodorou (1998), Saravanan (2012), Priya ve Nimalathasan (2013), Moscu (2013) gibi yazarlar *BYKU* sayısı ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki belirleyememişlerdir. Tüm bu sonuçlar tartışmalara yol açmış, konuya olan ilginin artmasına neden olmuştur.

KYKU: Kadın yönetim kurulu sayısının toplam yönetim kurulu sayısına bölünmesiyle elde edilmiştir. Kadınların yönetim kurullarında temsil edilmeyişleri son zamanlarda önemli bir başlık olarak incelenmeye başlanmıştır. Çünkü kadınların yönetim kurulunda yer almalarıyla oluşan yönetim kurulları cinsiyet çeşitliliğinin finansal performans üzerindeki faydaları bu konuyu ön plana çıkarmıştır (Julizaerma ve Sori, 2012: 1077). Kadınların yönetim kurullarında yer almalarıyla oluşan cinsiyet çeşitliliği üzerine yapılan düzenlemelerin çoğu kadın yönetim kurulu üyelerinin şirketin kurumsal yönetimini iyi yönde etkileyeceği görüşüne dayanmaktadır. Bu görüşe göre yönetim kurulları etkinliklerini kadın yönetim kurulu üyelerini bünyelerine katarak daha geniş yetenek havuzu oluşturarak artırabilmektedirler (Adams ve Ferreira, 2009: 292). Aynı zamanda kadın yönetim kurulu üyeleri karar alma sürecine katacakları farklı perspektifle de şirket değerine pozitif katkı sağlayabilirler (Campbell ve Minguez-Vera, 2008:435; akt. Karayel ve Doğan, 2014).

Kadın yönetim kurulu üyesi ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda iki teori ön plana çıkmaktadır. Bunlardan birincisi Vekâlet teorisidir. Vekâlet teorisine göre; yönetim kurulunda, cinsiyet bakımından çeşitliliğin olması durumunda, başka bir ifade ile kadın üyelerinde yer alması durumunda, yönetim kurulunun bağımsızlığını arttıracak ve böylelikle daha dengeli bir yönetim kurulu yapısı meydana gelecek ve alınacak kararların hiçbir kişi ya da grup adına alınmamasına sebep olacaktır. İkinci teori olan Kaynak bağımlılığı teorisine göre; Yönetim kurulunda cinsiyet açısından çeşitliliğin artırılması, yönetim kurulunu daha bağımsız hale getirecektir. Başka bir ifade ile yönetim kurulunda cinsiyet çeşitliliğinin artırılması halinde, işletmenin kaynaklardaki çeşitliliğinin de arttırmasına yardımcı olacak böylelikle işletme performansını olumlu yönde etkileyecektir (Ocak, 2013: 109).

Kadın yönetin kurulu üyesi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda He ve Huang (2011) ABD firmaları için, Ujunwa (2012) Nijerya firmaları için Mirza vd. (2012) Pakistan firmaları için, Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda firmaları için, Vo ve Phan (2013) Vietnam firmaları için, Taghizadeh ve Saremi (2013) ise Norveç firmaları için kadın yönetim kurulu üyesinin firma performansı üzerinde olumsuz bir etki yaptığını savunmuşlardır. Cook (2013) Kanada firmaları için, Cavaco vd. (2013) Fransa firmaları için, Joecks vd. (2013) Almanya firmaları için, Liu vd. (2013) Çin firmaları için, Lückerath-Rovers (2010) Hollanda firmaları için, Campbell ve Minguez-Vera (2008) İspanya firmaları için kadın yönetin kurulu üyesi ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Priya ve Nimalathasan (2013) Sri Lanka firmaları için, Rose (2007) Danimarka firmaları için, Randøy vd. (2006) Danimarka firmaları için, Dang vd. (2013) ve Horváth ve Spirollari (2012) ABD firmaları için, Shukeri vd. (2012) Malezya firmaları için, Wang ve Clift (2009) Avustralya firmaları için yönetim kurullarında cinsiyet çeşitliliğinin firmanın performansı üzerinde etkili olmadığını belirtmişlerdir. Tüm bu sonuçlar cinsiyet çeşitliliğinin performans üzerindeki etkisinin ülkelere göre farklılaştığını göstermektedir.

YYKU: Yabancı yönetim kurulu üyesi olup olmadığıdır. Firmada yabancı yönetim kurulu üyesi varsa 1, yoksa 0 olarak tanımlanmıştır. Günümüzde işletmeler ayakta kalabilmek ve rekabet edebilmek için ulusal bazda pazarda lider olması

yetmemekte ve çok boyutlu düşünmek zorundadırlar. İşletmeler, doğru kararlar verebilmek ve dış pazarlara daha risksiz açılabilme için ilgili pazarı çok iyi tanıyan işletmeler ile iş birliği yapmaktadırlar. Söz konusu iş birlikleri ile şirketler birleşebilmekte ve yönetim kurullarına yabancı yönetim kurulu girmektedir.

Kaynak bağımlılığı teorisine göre; yönetim kuruluna bağımsız ve bağımlı üyelerin getirilmesi bağlantıların kurulması, bilginin iletimi, değişik konularda destek almayı sağlayan kaynakların temin edilmesi için faydalı olacaktır. Yönetim kurulunda etnik köken, kültürel altyapı bakımından çeşitliliğin artırılması, yönetim kurulunun bağımsızlığını ve performansını arttıracaktır (Ocak, 2013: 109). Vekâlet teorisine göre; yönetim kurulunda bağımsız olmayan üyeler ile bağımsız üyeler arasında bir dengenin olması gerekmektedir. Bu denge içinde bulunan bağımsız yönetim kurulu üyeler üst düzey yönetimi daha etkili bir şekilde kontrol edip gözetleyecektir. Vekâlet teorisine göre; yönetim kurulunda, etnik köken açısından çeşitliliğin olması halinde yönetim kurulunun bağımsızlığını arttıracak ve böylelikle işletme performansı olumlu yönde etkilenecektir.

Yabancı yönetim kurulu üyesi (YYKU) ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar incelendiğinde karma sonuçların tespit edildiği görülmüştür. YYKU ile finansal performans arasında Oxelheim ve Randøy (2003), Kondrunina (2013) pozitif bir ilişki, buna karşın Masulis, Wang ve Xie (2012); Cavaco, Challe, Crifo, Reberieux ve Roudaut (2013) negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmaların dışında Randøy, Thomsen ve Oxelheim (2006), Shukeri, Shin ve Shaari (2012) gibi yazarlar ise YYKU ile firma performansı arasında anlamlı olmayan bir ilişki elde etmişlerdir.

İKİLİK: Genel müdürün (CEO) aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmadığıdır. Genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu üyesi ise 1, değilse 0 olarak tanımlanmıştır. Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması (duality-ikilik) ile ilgili yapılmış olan akademik çalışmalar incelendiğinde üç teori karşımıza çıkmaktadır. Bu teoriler; Vekâlet Teorisi, Kaynak Bağımlılığı Teorisi ve Temsil Teorisi'dir. Vekâlet teorisine göre; bir işletmede ikilik olması durumunda, genel müdürü denetlemek daha zor olacağı için firma performansını olumsuz yönde etkileyeceği ileri sürülmektedir (Rechner ve Dalton 1991). Çünkü yönetim kurulunun

görevlerinden biri de genel müdürü denetlemektir. Denetleyen ve denetlenenin aynı kişiden oluşması firmanın yüksek performans göstermesini engelleyecektir. Temsil teorisi ise ikilik uygulamasını firma performansını artırıcı bir unsur olarak görmektedir. İkilik uygulamasının, şirketin amaçlarına odaklanmasını ve kararların daha hızlı uygulanmasını sağlayacak bir komuta birliği yaratacağını ifade etmektedir (Boyd, 1995; Baliga vd., 1996). Kaynak bağımlılığı teorisine göre; yönetim kurulu başkanının veya üyesinin aynı zamanda CEO olması halinde firma dışındaki kaynak bağlantılarının miktarı ve farklılığının azalmasına neden olabilir. Bundan dolayı ikilik neticesinde oluşan güçlü liderlik yapısı ile firma performansı arasında olumsuz bir şekilde etkilenecektir.

İkilik uygulaması ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ölçen çalışmalar incelendiğinde Brickley vd. (1997), Kula ve Mühsürler (2003), Chen vd. (2005), Aygün ve İç (2010), Gill ve Mathur (2011b), Ujunwa (2012), çalışmalarında ikilik uygulaması ile firma performansı arasında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Buna karşın Elsayed (2007), Peng, Zhang ve Li (2007), Lam ve Lee (2008), Yu (2008), Gill ve Mathur (2011a), Baptista, Klotzle ve Melo (2011) ise çalışmaları sonucunda ikilik ile firma performansı arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Abdullah (2004), Elsayed (2007), Faleye (2007), Yu (2008), Valenti, Luce ve Mayfield (2011) gibi yazarlar ise ikilik uygulamasının firma performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır. İkilik uygulaması ile ilgili olarak literatürde birbirinden farklı sonuçların tespit edilmiş olması ve ikilik uygulamasının performans üzerindeki etkisinin tam olarak bilinmemesi neden olmuştur.

6.2.2. Sahiplik Yapısı ile İlgili Değişkenler

ORTSAY: Firmada ortak sayısını ifade etmektedir. %1'den fazla sermaye payına sahip ortaklar dikkate alınarak hesaplanmıştır. Firmaların sahiplik yapısı, hissedarların yapısı ve sayısı tarafından belirlenmektedir. Sahiplik yapısının derinliği başka bir ifade ile ortak sayısı firmadan firmaya çeşitlilik göstermektedir. Ortak sayısının fazla olması sahipliğin tabana yayıldığını göstermekte olup, bu durum finansal piyasaların temel amacından bir tanesidir. Artan iletişim gücüyle beraber firmaların sahiplik yapısı özellikle gelişen piyasalarla birlikte çok çeşitlilik arz

etmektedir (Sayman, 2012: 4). Bu araştırmada firmaların ortak sayısının firma performansı üzerinde etkisinin olup olmadığı, varsa hangi yönde etkilediğini tespit etmek amacıyla modele dâhil edilmiştir.

BUYUK1: Sermaye payı en büyük olan ortağın sermaye payının, toplam sermayeye bölünmesiyle elde edilmiştir.

BUYUK2: Sermaye payı en büyük ikinci ortağın sermaye payının, toplam sermayeye oranlanmasıyla hesaplanmıştır. En büyük veya en büyük ikinci sermaye payını elinde bulunduran hissedar işletmenin alacağı kararlarda söz sahibidir. Başka bir ifade ile yönetimin alacağı kararlarda etkin bir rol üstlenebilir. Bununla birlikte büyük hissedarlar işletmenin pazarlama satış, üretim, dağıtım politikaları, yatırım kararları, finansman ve temettü politikaları ile alınacak kararlarda da doğrudan etkilidir. Azınlık ortaklar ile kontrol gücünü ellerinde bulunduran ortaklar arasında bir temsilcilik sorunu ortaya çıkması kaçınılmazdır (La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer, 1999). Hisse senedi sahipleri içinde kontrol gücünü ellerinde bulunduran ortaklar işletmenin nakit akımları üzerinde daha fazla etkili olabilmektedir. İşletmenin sermayesine önemli oranda sahip olan ortaklar işletmedeki kontrol güçlerini; oy kullanmada imtiyaz sağlayan hisse senetleri ve holdingleşme yoluyla arttırmaktadırlar. Birinci en büyük ortak sadece yatırım amaçlı değil, direk işletmeyi yönetme maksadıyla da işletmelere ortak olabilmektedir. Bu durum genel olarak holdinglerde görölmektedir. Bir işletmenin, diğer bir veya birden fazla işletmeye, bunların idaresine hâkim olacak şekilde katılması, başka bir ifade ile bunların hisse senetlerine sahip olması ve/veya yönetim kurulunda kendi iradesine tabi yönetici bulundurması holding ilişkisi olarak nitelendirilmektedir. Holdingleşmede amaç; riskin dağıtılması, vergi avantajı ve rekabet avantajı sağlanmasıdır (Sayman, 2012: 113). Ayrıca sermaye payı en büyük olan ortak yönetim kararlarında etkili olabilmesinden dolayı bağımsız değişken olarak çalışmaya dâhil edilmiştir. Sahiplik yapısında ikinci sırada bulunan küçük ortağın mülkiyet yapısı unsuru olduğu için yine modele ilave edilmiştir.

Beiner vd. (2003), Rose (2007), Koerniadi ve Tourani-Rad (2012), Abbasi, Kalantari ve Abbasi (2012), Vo ve Phan (2013) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmalarında %5'in üzerinde sermaye

payı olan ortakları, büyük hissedar (Blockholders) olarak tanımlamışlardır. Fauzi ve Locke (2012), Mak ve Kusnadi (2005) ise %20'nin üzerinde sermaye payı olan ortakları büyük hissedar olarak ifade etmişlerdir. Yapılmış olan çalışmalar incelendiğinde Kuznetsov ve Muravyev (2001), Oxelheim ve Randøy (2003), Cheung vd. (2007), Lam ve Lee (2008), Fauzi ve Locke (2012) büyük ortakların sermaye payı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki; buna karşın Mak ve Kusnadi (2005), Cho ve Kim (2007), Zeitun ve Tian (2007), Lee (2009), Abbasi vd. (2012), Reyna ve Encalada (2012), Alimehmeti ve Paletta (2012), Chen (2012), Kang ve Kim (2012) gibi yazarlar ise pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu araştırmaların dışında Andersson vd. (2004), Beiner vd. (2006), Choi vd. (2007), Rose (2007), Wang ve Clift (2009), Arosa vd. (2010), Vo ve Phan (2013), Cook (2013) en büyük ortağın sermaye payının firmaların finansal performansı üzerinde etkili olmadığını savunmuşlardır.

YKPAYI: Yönetim kurulunun elinde bulundurduğu sermayenin, firmanın toplam sermaye miktarına bölünmesiyle elde edilmiştir. Başka bir ifade ile her bir firma için yönetim kurulu sahipliği yüzdesidir. Yönetim kurulunun sahipliğinin artması dolayısıyla yönetim kurulunun kontrolün artması özellikle firmaların piyasa esaslı performans göstergelerini etkileyebilmektedir. Yöneticilerin sahip olduğu hisse senetlerinin çok az, hissedar sayısının çok fazla, hisselerin çok dağınık olduğu durumlarda, yöneticilerin şirket varlıklarını kendi çıkarları için kullanmaları olasılığı yüksek olmaktadır (Jensen, 1976). Hissedar ile yöneticiler arasındaki bu çıkar çatışmasının azaltılmasının, yöneticilerin sahip oldukları payın artırılması ile mümkün olabileceği belirtilmiştir (Doğan, 2007: 34). Vekâlet teorisinde; işletme sahiplerinin, sahipliğine karşılık, işletmenin tamamına sahip olmayan yöneticiler tarafından yönetilmesi halinde yöneticiler, işletme değerini en üst noktaya çıkarmak yerine kişisel menfaatleri ve amaçları doğrultusunda hareket ederek vekâlet sorunlarına neden olabilmektedirler. Temsil teorisine göre yönetim kurulu sahipliğinin artmasının firmanın piyasa değerini olumlu yönde etkilemektedir. Söz konusu teorilerin dışında Demsetz ve Villalonga (2001), Cheng (2008), O'Connell ve Cramer (2010), Elsayed (2011), Rad vd. (2013), Cook (2013) gibi yazarlar yönetim kurulu sahipliğinin firma performansı üzerinde etkisinin olmadığını savunmuşlardır.

CEOPAYI: CEO'nun (genel müdür'ün) elinde bulundurduğu sermayenin, firmanın toplam sermaye miktarına bölünmesiyle elde edilmiştir. Başka bir ifade ile her bir firma için CEO sahipliği yüzdesidir. Firma hisselerinin büyük bir bölümünün belirli kişilerin (hissedarların) elinde bulunması mülkiyet yoğunluğunun fazla olduğunu göstermektedir. Bundan dolayı mülkiyet yoğunluğunun fazla, buna karşılık halka açıklık oranının düşük olduğu firmalarda hissedarların aynı zamanda yönetici/CEO olma olasılığının kuvvetli olmasından bahsedilebilir (Bayraktaroğlu, 2010: 14-15). CEO sahipliğinde, CEO'nun işletmenin hisse senetlerinin büyük bir kısmını ellerinde bulundurması şart değildir. Ayrıca CEO sahipliği işletmelerin yönetimlerinde bulunan profesyonel yöneticilerin aynı zamanda işletmenin hisse senetlerine de sahip olması ile mümkündür. CEO, sermayenin tabana tam olarak yayıldığı ve hâkim bir hisse senedi sahibinin olmadığı geniş tabanlı sahiplik durumunda etkinliği artmakta, düşük sermaye oranları ile işletmenin tüm faaliyetlerindeki kontrolünü ellerinde tutmaktadırlar (Sayman, 2012: 99). Vekâlet teorisi; sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması gerektiğini savunurken, paydaşlık teorisi ise tüm paydaş gruplarının çıkarlarını temsil edecek bir yönetim anlayışını savunmuştur (Karabıyık, 2011).

CEO sahipliğinin performans üzerindeki etkisini inceleyen araştırmaların sonuçları incelendiğinde Haniffa ve Hudaib (2006), Bennedsen vd. (2008) CEO sahiplik seviyesinin artması halinde firma performansının olumsuz yönde etkilendiğini; buna karşın Chung ve Pruitt (1996), Bhagat ve Black (2002) ise firma performansının olumlu yönde etkilendiğini tespit etmişlerdir. Bu çalışmaların dışında Coles vd. (2008), Cheng (2008), Kim (2013) CEO sahipliği ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını savunmuşlardır.

YABPAYI: Yabancı yatırımcıların elinde bulundurduğu sermaye tutarının, toplam sermayeye bölünmesiyle elde edilmiştir. Yabancı yatırımcıların elinde bulundurduğu sermaye oranı firmaların halka açıklık oranını dolayısıyla sahiplik yapısını etkilemektedir. Yabancı yatırımcılar, kurumsal yönetim mekanizmalarının yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelere hâkim ortak olma yolunu tercih ederek hukuksal boşluğu doldurmaktadır (La Porta v.d., 1999). Kaynak bağımlılığı teorisine göre; işletmelerin sermaye ihtiyacını karşılayabilmeleri için yabancı yatırımcıların

ülkeye teşvikinin sağlanmasının yönetimin temel görevi olması gerekmektedir (Karabıyık, 2011: 2).

Yabancı yatırımcı sahiplik yüzdesinin artması halinde Lee (2009), Elsayed (2011), Abbasi vd. (2012) gibi yazarlar firmanın hem piyasa hem de muhasebe esaslı performans göstergelerinin de artacağını savunmuşlardır. Choi vd. (2007), Cornett vd. (2007), Cho ve Kim (2007), Aytekin ve İbiş (2014) yabancı yatırımcı sahipliği ile karlılık göstergeleri arasında pozitif; buna karşın Sueyoshi vd. (2010), Bayrakdaroğlu (2010), Wellalage ve Locke (2012), Moscu (2013) ise negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmaların dışında Barnhart ve Rosenstein (1998), Zeitun ve Tian (2007), Mollah vd. (2012) gibi yazarlar ise yabancı yatırımcı sahiplik düzeyinin firma performansı üzerinde etkili olmadığını ifade etmişlerdir.

HAO: Firmaların halka açıklık yüzdesidir. Firmalar belirli oranlarda halka açılma yoluna giderek, sermaye edinimi, mülkiyetin tabana yayılması ve riskin dağıtılması gibi halka açılmanın olası avantajlardan faydalanmak istemektedirler. Halka açılma yoluyla mülkiyetin tabana yayılması aslında çok sayıda insanın firma hissesini alarak, firmanın ortağı olması işleminden başka bir şey değildir. Ancak bu durum, firmalara çeşitli açılardan avantajlar sağlarken, bu oluşan yapının profesyonel yöneticilere olan ihtiyacı zorunlu hale getirdiği görülmektedir (Büyükdereli, 2007: 26). Halka açıklık oranı firmaların sahiplik yapısını etkilemektedir. Yönetimi kaybetme endişesinde bulunan şirket ortakları halka açıklık oranını belli seviyede tutmak ister. Halka açılmaları durumunda hisse senedi satışında eski ortaklara öncelik hakkı (Rüçhan Hakkı) tanımaktadırlar. Dolayısıyla firmaların halka açıklık yüzdesi sahiplik yapılarını etkileyebileceği için modele ilave edilmiştir.

Bununla birlikte halka açık firmalarda, firma ortaklığı yaygınlaştığı için yönetim ve kontrol küçük firmalarda olduğu gibi ortakların ellerinde değildir. Firma ortaklarının kontrolden uzaklaşması nedeniyle oluşabilecek muhtemel sorunların giderilmesi ve ortaklar adına firmanın yönetilmesi için vekâlet teorisi geliştirilmiştir. Vekâlet teorisine göre firma ortakları profesyonel yöneticiler ile anlaşarak firmalarını kendi adlarına yönetmelerini talep ederler. Vekâlet teorisinde, sahiplik ve kontrol ayrımına göre firmaların; hisse senetleri menkul kıymet piyasalarında işlem gören halka açık firmalar ve hisse senetleri menkul kıymet piyasalarında işlem görmeyen

halka kapalı firmalar olarak ikiye ayrıldığı görülmektedir. Halka açık firmalarda sahiplik ve kontrol ayrımı oldukça belirginken, halka kapalı firmalarda sahiplik ve kontrol iç içedir (Güvençer, 2008: 65).

6.2.3. Kurumsal Yönetim Dışındaki Kontrol Değişkenler

Kurumsal yönetim ile firmaların finansal performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmaların büyük bir kısmında geliştirilen modellere kontrol değişkenleri eklenmiştir. Başka bir ifade ile geliştirilen ekonometrik modellere kurumsal yönetim ile ilgili bağımsız değişkenlerin yanı sıra (temel bağımsız değişken) firmaların performansını etkileyebilecek içsel faktörler veya finansal oranlar da (kontrol değişkenleri) eklenmiştir. Söz konusu kontrol değişkenleri firmaların kaldıraç oranı, firma büyüklük göstergeleri (toplam varlıklar, satışlar veya özsermaye) ve firma yaşıdır. Bu kontrol değişkenler aşağıda açıklanmıştır.

KALDIRAÇ: Firmaların toplam borçlarının toplam varlıklarına oranlanmasıyla elde edilmiştir. Bu oran varlıkların yüzde kaçının borçlarla finanse edildiğini göstermektedir. Toplam borç oranı yüksek olan işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmesi borçlara bağlıdır. Bu oranın çok yüksek olması firmanın riskliliğinin artmasına ve mali sıkıntıya düşmesine hatta iflas etmesine neden olabilir. Özellikle kredi verenler açısından bu oranın düşük olması istenir (Elitaş ve Doğan, 2013: 46). Yüksek kaldıraçlı firmalar riskli olmakla birlikte, bu firmaların borçlarını geri ödemesi ve yeni krediler temin etmesi her zaman mümkün olmayacaktır. Yüksek kaldıraç genellikle olumsuz bir durum olmakla birlikte, borç yatırım ilişkisi, firmaların karlılığını olumlu yönde etkileyebilir (Doğan, 2013: 127). Hurdle (1974) yaptığı çalışmada finansal riskin artması karlılığı artırıcı bir unsur olduğunu vurgulamıştır. Buna karşın Bothwell, Cooley and Hall (1984) firma borcu ile karlılık arasında negatif ilişki elde etmiştir. Benzer sonuçlar Cummins ve Sommer (1996), Agiobenebo ve Ezirim (2002), Hrechaniuk, Lutz ve Talavera (2007), Al-Shami (2008), Ahmed, Ahmed ve Usman (2010), Hassan (2011), Malik (2011), Najjar ve Petrov (2011), Ahmed, Ahmed ve Ahmed (2011), Almajali, Alamro ve Al-Soub (2012) tarafından da tespit edilmiştir. Bununla birlikte kaldıraç oranının değişmesi firmaların sahiplik yapısını da değiştirebileceği için modele dâhil edilmiştir. Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçen çalışmaların önemli

bir kısmında (Obradovich ve Gill 2013, Taghizadeh ve Saremi 2013, Liao ve Young 2013, Moscu 2013) kontrol değişken olarak modele eklenmiştir.

İşletmelerin sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetlerini veya piyasa değerini etkileyip etkilemeyecekleri hususunda farklı teorik yaklaşımlar mevcuttur. Söz konusu sermaye yapısına ilişkin temel teorik yaklaşımlar; Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ve Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-Miller (MM) Yaklaşımı'dır. Net gelir yaklaşımına göre; bir firma kaldıraç faktörünün derecesini değiştirmek yoluyla, piyasa değerini yükseltme ve sermaye maliyetini düşürme olanağına sahiptir (Akgüç, 1998: 485). Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bütün sermaye yapıları için sabittir ve buna bağlı olarak firmanın piyasa değeri de sabit olmaktadır, borçlanmadan etkilenmemektedir. Buna karşın Geleneksel Yaklaşımı'nda ise firmanın bir adet optimal sermaye yapısı vardır ve firma kaldıraç faktörünü kullanmak suretiyle sermaye maliyetini düşürebilir ve firmanın piyasa değerini artırabilir (Okka, 2009: 481-483). MM yaklaşımına göre ise, işletme değeri belli varsayımlar çerçevesinde sermaye yapısından bağımsız olmaktadır.

VARLIK: Firmaların toplam varlıklarıdır. Diğer değişkenler ile uyumlu olması için logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir. Toplam varlıklar; firma büyüklüğünü gösterir ve finans literatürün önemli bir kısmında karlılık veya performans ölçmede bağımsız veya kontrol değişken olarak kullanılmıştır. Büyük firmalar ölçek ekonomisinden yararlandıklarından dolayı küçük firmalara göre daha etkili olabilir. Diğer taraftan firmalar daha büyük hale geldiklerinde mali verimsizlik ve performans düşmesi riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu nedenle firma büyüklüğünün finansal performansa etkisi belirsiz ve tartışmalı bir konudur (Majumdar, 1997). Bununla birlikte firma büyüklüğünün artması yönetici sahiplik (Managerial Ownership) seviyesini artırabilir, bu durum temsilci maliyetleri ve ahlaki rizikoyla da yakından ilgilidir. Ayrıca firma büyüklüğünün artması firmanın daha profesyonel yönetici çalıştırmasını da etkileyebilir (Ünlü, Bayraktaroğlu ve Şamiloğlu 2011: 205).

Büyüklik göstergesi olarak Friend ve Lang (1988), Gönenç ve Arslan (2003), Carter vd. (2003), Deesomsak, (2004), Padron (2005), Mak ve Kusnadi (2005),

Kyereboah-Coleman (2007), Lam ve Lee (2008), Ehikioya (2009), Arosa vd. (2010), Elsayed (2011), Khatap vd. (2011), Saliha ve Abdessatar (2011), Obradovich ve Gill (2013), Vo ve Phan (2013), Swastika (2013) gibi yazarlar firma büyüklük göstergesi olarak “Toplam Varlıkları” kullanmışlardır. Rajan ve Zingales (1995), Vafeas ve Theodorou (1998), Wiwattanakantang (1999), Bhagat ve Black (2002), Bozec (2005), Çağlayan (2006), Haniffa ve Hudaib (2006), Huang ve Song (2006), Serrasqueiro ve Nunes (2008), Akbaş ve Karaduman (2012), Horváth ve Spirollari (2012), Shubita ve Alsawalhah (2012), Kim (2013), Wang vd. (2013) gibi yazarlar ise büyüklük göstergesi olarak “Toplam Satışları” kullanmışlardır. Bilkey ve Tesar (1977), Cavusgil ve Naor (1992), Holzmuller ve Kasper (1991), Bonaccorsi (1992), Archarungroj ve Hoshino (1998), Jonsson (2007), Banchuenvijit (2012) firma büyüklüğünü “çalışan sayısı” ile ölçmüşlerdir. Söz konusu büyüklük göstergeleri dışında Yermack (1996), Wintoki vd. (2012), Koerniadi ve Tourani-Rad (2012), Moscu (2013) gibi yazarlar büyüklük göstergesi olarak “toplam özsermayeyi” kullanılmışlardır.

Firma büyüklüğü ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ölçen çalışmalar incelendiğinde karma sonuçlar tespit edildiği görülmüştür. Hall ve Weiss (1967), Fiegenbaum ve Karnani (1991), Majumdar (1997), Vafeas ve Theodorou (1998), Oxelheim ve Randøy (2003), Ozgulbas vd. (2006), Stierwald (2009), Guest (2009), Karadeniz ve İskenderoğlu (2011), Obradovich ve Gill (2013), Swastika (2013) firma büyüklüğü ile performans arasında pozitif bir ilişki belirlemişlerdir. Buna karşın Shepherd (1972), Bhagat ve Black (2002), Kiel ve Nicholson (2003), Cheung vd. (2007), Elsayed (2011), Banchuenvijit (2012), Kumar ve Singh (2013), Liao ve Younng (2013) ise firma büyüklüğü ile performans arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmalar dışında Simon (1962), Whittington (1980), Barnhart ve Rosenstein (1998), Mak ve Kusnadi (2005), Cheng (2008), Khatap vd. (2011), Bouaziz ve Triki (2012), Moscu (2013) ise firma büyüklüğünün performans üzerinde etkili olmadığını savunmuşlardır. Tüm bu sonuçlar firma büyüklüğünün performans üzerindeki etkisinin tam olarak bilinememesine ve konuya olan ilginin artmasına neden olmuştur.

YAS: Firmaların kuruluş yılı ile cari yıl arasındaki farktır. Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçen birçok çalışmada (örn.

Batra, 1999; Lumpkin ve Dess, 1999; Peng, Zhang ve Li, 2007; Wang ve Clift, 2009; Rashid vd. 2010; Ujunwa, 2012; Younas vd., 2013; Kumar ve Singh, 2013) firma yaşı bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Yeni ve küçük firmalar; kurumsal itibarının, marka bilinirliğinin ve sermaye yetersizliğinin getirmiş olduğu dezavantajdan dolayı pazar payını kaybetme riski ile karşılaşabilir (Kakani, Saha ve Reddy, 2001). Köklü firmalar daha tecrübeli ve yeniliklere daha hızlı adapte olmasıyla birlikte satışlarını ve karlılıklarını artırmada avantaja sahiptirler. Ancak farklı piyasa koşullarında karlılık ile yaş arasında ters bir ilişki gözlemlenebilir (Liargovas ve Skandalis, 2008). Koruma hipotezine göre, firmaların yaşı arttıkça, işletmeler sürekli bir şekilde rekabet etmekte geri kalmakta ve işletme için kilit roldeki kaynaklara ulaşmada zorluk çekmektedirler (Loderer ve Waelchli, 2011). Ayrıca rekabet ortamı sebebiyle firmaların değişime ayak uyduramaması durumunda kar marjlarının ve varlık karlılıklarının azalması da muhtemeldir. Yaşça firmaların iş tecrübelerine ve yeni teknolojileri satın alabilme imkânının olmasına karşın, değişime ayak uyduramamaları durumunda performanslarının azalmasına sebep olmaktadır (Loderer ve Waelchli, 2011).

Firma yaşı ile performans arasında Younas vd. (2013), Saravanan (2012), Bennedsen vd. (2008), Rashid vd. (2010) pozitif bir ilişki; buna karşın Oxelheim ve Randøy (2003), Mak ve Kusnadi (2005), Choi vd. (2007), Cheng (2008) negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmaların dışında firma yaşının performans üzerinde etkisinin olmadığını belirleyen (Örn. Eisenberg vd. 1998, Wang ve Clift 2009, Chen 2012) araştırmalar da mevcuttur. Tüm bu sonuçlar firma yaşının performans üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğu noktasında tartışmalara yol açmıştır.

Sonuç olarak araştırmada kullanılan değişkenlerin özeti Tablo 21’de gösterilmiştir.

Tablo 21. Analizde Kullanılan Değişkenler

Değişkenler	Tanımlamalar	Kodları
Bağımlı Değişkenler		
Varlık Karlılığı	Net Kar/Toplam Varlıklar	ROA
Özsermaye Karlılığı	Net Kar/Toplam Özsermaye	ROE
Tobin's q	Piyasa Değeri/Defter Değeri	TOBIN
Z Altman	Z Altman Skoru ³	ALTMAN
Yönetim Kurulu Yapısı ile İlgili Bağımsız Değişkenler		
YK Büyüklüğü	Firmaların YK üye sayısıdır.	YKB
Kadın YK oranı	Kadın YK sayısı/Toplam YK sayısı	KYKU
Yabancı YK varlığı	Yabancı YK varsa 1, yoksa 0	YYKU
Bağımsız YK varlığı	Bağımsız YK varsa 1, yoksa 0	BYKU
İkilik	Genel müdür aynı zamanda YK üyesi ise 1, aksi durumlarda 0	İKILIK
Sahiplik Yapısı ile İlgili Bağımsız Değişkenler		
Ortak Sayısı	%1'den fazla sermaye payına sahip ortak sayısı	ORTSAY
En Büyük Ortak	En Büyük Ortağın Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye	BUYUK1
İkinci En büyük Ortak	En Büyük İkinci Ortağın Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye	BUYUK2
Yönetim Kurulu Sahipliği	YK Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye	YKPAYI
CEO Sahipliği	CEO Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye	CEOPAYI
Yabancı Sahipliği	Yabancı Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye	YABPAYI
Halka Açıklık Oranı	Halka Açık Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye	HAO
Kontrol Değişkenler		
Firma Büyüklüğü	Toplam Varlıkların Logaritması	VARLIK
Borç Seviyesi	Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar	KALDIRAC
Firma Yaşı	Cari yıl-Kuruluş yılı	YAS

7. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmanın bu kısmında tezin metodolojisi açıklanarak literatürle tutarlı bir şekilde modellerin denklemleri verilmiştir. Ayrıca çalışmada tüm değişkenler birim kök testine tabi tutulmuştur. Son olarak değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler verilerek diğer ülke ortalamaları ile karşılaştırmalar yapılmıştır.

³ Hesaplanma şekli bağımlı değişkenler başlığında anlatılmıştır.

7.1. YÖNTEM

Çalışmada kullanılan veriler; 136 firmanın 11 yıllık verisini kapsadığından dolayı dengeli panel veri özelliği taşımaktadır. Panel verilerin kullanıldığı regresyon modellerinde sabit terim için havuzlanmış en küçük kareler yöntemi (EKK), sabit ve rassal etki olmak üzere üç ayrı etki ifade edilmektedir. Sabit etkiler, regresyon denkleminde belirtilen α_{it} teriminin, bütün yatay kesitler için tüm zaman serileri boyunca sabit kabul edildiği durumu belirtilirken rassal etkiler ise, α_i ve α_t terimlerinin değerinin ε_{it} istatistiksel hata terimi gibi, pek çok bireysel faktör tarafından etkileneceğini bu nedenle her çapraz kesit için farklı olduğu durumu belirtilmektedir (Greene, 2003: 615 akt. Sayman, 2012: 221). Denklemdaki α_{it} hata terimini göstermektedir.

Araştırmada veriler Stata 13.0 programından yararlanarak çözümlenmiştir. Öncelikle araştırmada birim etkilerinin sabit mi yoksa tesadüfi mi olduğuna karar vermek için Hausman testi kullanılmıştır. Çalışmada varyans test sonuçları için Değiştirilmiş Wald Testi kullanılmıştır. Geliştirilen modellerde otokorelasyon olup olmadığı Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI) ile ölçülmüştür. Değişkenlere ait çoklu yatay kesit bağımlılığını veya birimler arası korelasyonu belirlemek amacıyla Pesaran testinden yararlanılmıştır.

Regresyon modelinin tahmininde çoklu varyans sorunu (heteroskedasite), otokorelasyon ve birimler arası korelasyon olması durumunda hata teriminin varyansı birim matrisine eşit olmamaktadır. Bu durum modelin tutarsızlığına sebep olmakta ve etkinliğini etkilemektedir. Bu nedenlerden dolayı modelde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arasında korelasyondan en az birisi olması durumunda ya parametre tahminlerine dokunmadan standart hatalar düzetilmeli (dirençli standart hatalar elde edilmeli) ya da varlıkları halinde uygun yöntemler ile tahmin edilmesi gerekir (Tatoğlu, 2013: 242). Literatürde regresyon çözümlenmesinde EKK yöntemi sıkça tercih edilmesine rağmen bu araştırmada yukarıda bahsedilen nedenlerden dolayı dirençli (robust) tahminciler kullanılmıştır. Literatürde kullanılan dirençli tahminciler Huber (1967), Eicker (1967), White (1980), Arellano (1987), Froot (1989), Rogers (1993), Anselin (1988), Wooldridge (2002), Newey-West (1987,

1994), Parks (1967), Kmenta (1986), Beck-Katz (1995), Driscoll ve Kraay (1998) tarafından önerilmiştir. Çalışmada, değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun (yatay kesit bağımlılığının) varlığına karşı dirençli olduğu için ve $T < N$ durumunda uygulanabildiğinden Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci tercih edilerek standart hatalar düzeltilmiştir. Böylelikle Beck-Katz (1995) tahmincisi ile değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon problemleri önlenmiş olmaktadır.

Tablo 22. Araştırmada Kullanılan Denklemler

$ROA_{it} = \beta_1 YYK_{Uit} + \beta_2 BYK_{Uit} + \beta_3 IKILIK_{it} + \beta_4 YKBit + \beta_5 KYK_{Uit} + \beta_6 ORTSAY_{it} + \beta_7 BUYUK1_{it} + \beta_8 BUYUK2_{it} + \beta_9 CEOPAYI_{it} + \beta_{10} YKPAYI_{it} + \beta_{11} YABPAYI_{it} + \beta_{12} HAO_{it} + \beta_{13} VARLIK_{it} + \beta_{14} KALDIRAC_{it} + \beta_{15} YAS_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$
$ROE_{it} = \beta_1 YYK_{Uit} + \beta_2 BYK_{Uit} + \beta_3 IKILIK_{it} + \beta_4 YKBit + \beta_5 KYK_{Uit} + \beta_6 ORTSAY_{it} + \beta_7 BUYUK1_{it} + \beta_8 BUYUK2_{it} + \beta_9 CEOPAYI_{it} + \beta_{10} YKPAYI_{it} + \beta_{11} YABPAYI_{it} + \beta_{12} HAO_{it} + \beta_{13} VARLIK_{it} + \beta_{14} KALDIRAC_{it} + \beta_{15} YAS_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$
$TOBIN_{it} = \beta_1 YYK_{Uit} + \beta_2 BYK_{Uit} + \beta_3 IKILIK_{it} + \beta_4 YKBit + \beta_5 KYK_{Uit} + \beta_6 ORTSAY_{it} + \beta_7 BUYUK1_{it} + \beta_8 BUYUK2_{it} + \beta_9 CEOPAYI_{it} + \beta_{10} YKPAYI_{it} + \beta_{11} YABPAYI_{it} + \beta_{12} HAO_{it} + \beta_{13} VARLIK_{it} + \beta_{14} KALDIRAC_{it} + \beta_{15} YAS_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$
$ALTMAN_{it} = \beta_1 YYK_{Uit} + \beta_2 BYK_{Uit} + \beta_3 IKILIK_{it} + \beta_4 YKBit + \beta_5 KYK_{Uit} + \beta_6 ORTSAY_{it} + \beta_7 BUYUK1_{it} + \beta_8 BUYUK2_{it} + \beta_9 CEOPAYI_{it} + \beta_{10} YKPAYI_{it} + \beta_{11} YABPAYI_{it} + \beta_{12} HAO_{it} + \beta_{13} VARLIK_{it} + \beta_{14} KALDIRAC_{it} + \beta_{15} YAS_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$

Tablo 22’de araştırmada kullanılan modellerin denklemleri gösterilmiştir. Araştırmada dört tane model geliştirilmiştir. Dört tane bağımlı değişken, 12 tane bağımsız değişken, 3 adet kukla (gölge/dummy) değişken kullanılmıştır.

Herhangi bir regresyon modelinde var olan bağımsız değişkenler yanına kukla bir değişken eklendiğinde sadece sabit katsayı etkilenir. Modelde iki veya daha fazla kukla değişken olduğunda da sadece sabit parametre etkilenecektir. Bu durumda kukla değişken modelde doğrudan yazılmayıp, bağımsız değişken veya değişkenlerle çarpımları modelde yer alacaktır (Güriş, Çağlayan ve Güriş, 2013:362-363).

7.2. BİRİM KÖK TESTLERİ

Bir panel veri setinin istatistiksel analizi yapılmadan önce, o seriyi yaratan sürecin zaman içerisinde sabit olup olmadığı yani serinin durağan olup olmadığı araştırılması gerekmektedir. Durağan olmayan seriler ile ekonometrik analizler yapıldığında, sahte regresyon denilen yanıltıcı sonuçlarla karşılaşmakta başka bir ifade ile geleneksel t, F testleri ve R^2 değerleri sapmalı sonuçlar verebilmektedir. Bu nedenle öncelikle durağanlık testi yapılmalıdır (Tatoğlu, 2013: 199).

Tablo 23. Panel Birim Kök Testi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	LLC Testi		PP Fisher Testi	
	T-testi	Olasılık (p)	İstatistik	Olasılık (p)
TOBIN	-5,270	0,0002	34,0356	0,0012
ROA	-52,380	0,0000	112,3750	0,0000
ROE	-62,652	0,0000	119,5242	0,0000
ALTMAN	-3,654	0,0005	32,5423	0,0017
YKB	-24,980	0,0000	68,4545	0,0000
KYKU	-39,250	0,0000	77,0214	0,0000
ORTSAY	-23,230	0,0000	66,3520	0,0000
BUYUK1	-36,233	0,0000	107,6538	0,0000
BUYUK2	-25,650	0,0000	71,2230	0,0000
CEOPAYI	-22,150	0,0001	64,6520	0,0000
YKPAYI	-8,864	0,0022	41,5210	0,0001
YABPAYI	-4,325	0,0021	33,5952	0,0015
HAO	-4,352	0,0091	33,6521	0,0016
KALDIRAC	-6,562	0,0003	37,2512	0,0010
VARLIK	-8,650	0,0042	40,2320	0,0002
YAS	-18,350	0,0021	55,9850	0,0000

Değişkenlere ait birim durağanlık test edilirken hipotezler aşağıdaki gibidir.

H_0 : Seride genel birim kök vardır ($H_0: p_i=p=1$).

H_1 : Seride genel birim kök yoktur ($H_0=p_i=p<1$).

Tablo 23'te serilerin durağan olup olmadığı araştırılmıştır. Değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler elde edilebilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Değişkenlere ait zaman serilerinde trend bulunuyorsa, ilişki gerçek olmaktan çok sahte regresyon (düzmece) olmaktadır. Bu yüzden regresyon modelin gerçek bir ilişkiyi mi yoksa yanıltıcı bir ilişkiyi mi gösterdiği zaman serisi

verilerin durağan olup olmamalarıyla ilgilidir (Sevinç, 2013: 235-236). Panel birim kök testleri; birinci kuşak ve ikinci kuşak testler olarak iki gruba ayrılmaktadır. Birinci kuşak testler Levin, Lin ve Chu (LLC) (2002), Haris ve Tzavalis (1999), Breitung (2000), Im, Pesaran ve Shin (1997), Hadri (2000), Fisher Philips ve Perron (PP-Fisher ADF) (Choi, 2001) tarafından türetilmiştir. İkinci kuşak testler ise Choi (2002), Philips ve Sul (2003), Pesaran (2004), Moon ve Perron (2004), Bai ve Ng (2004) tarafından geliştirilmiştir. Birinci kuşak testlerin bir kısmı birimler arası korelasyon olmadığını varsaymaktadır. Korelasyon varsa bu testlerin gücü zayıftır (Tatoğlu, 2013). Bu çalışmada değişkenlerin normal dağılıma sahip olmayan (parametrik olmayan) analizlerde ve birimler arası korelasyon olduğu durumlarda uygun bir yöntem olan birinci kuşaklardan Fisher ADF Kök Testi kullanılmıştır. Ayrıca Fisher ADF Kök Testi'nin alternatifi olan LLC (2002) testi kullanılmıştır. Tablo 23'ten görüldüğü gibi her iki kök test sonuçları da serilerin durağan olduğunu göstermektedir. Başka bir ifade ile serilerin durağan olmasından dolayı değişkenlerin birim köklerinin olduğunu savunan boş hipotez (H_0) istatistiksel olarak reddedilmektedir. Sonuç olarak değişkenlerin ekonometrik analizler yapmak için uygun olduğu söylenebilir.

7.3. TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

Tablo 24'te analizlerde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistik sonuçları yer almaktadır. Tablo 24'ten görüldüğü gibi BİST imalat sanayide faaliyet gösteren ve analiz kapsamında incelenen firmaların ortalama varlık karlılığı (ROA) %2,41 olarak tespit edilmiştir. Cavaco vd. (2013) Fransa'da bulunan firmaların 2003-2011 yılları için ROA'sını %3 olarak, Vo ve Phan (2013) 2006-2011 yıllarını kapsayan ve toplam 77 Vietnam firması üzerine yapmış oldukları araştırmalarında ROA'yı %11,8 olarak hesaplamışlardır. Obradovich ve Gill (2013) 2009-2011 yıllarında Newyork borsasında imalat ve hizmet sektöründe faaliyette bulunan 333 firmanın ROA'sını %7; Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 79 firmanın 2007-2011 yılları için ortalama ROA'sını %4 olarak bulmuşlardır. BİST firmalarının göreceli olarak yukarıda bahsi geçen ülkelerde bulunan firmalardan ortalama ROA'sı daha düşük olduğu söylenebilir.

Tablo 24. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Göz. Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
ROA	1496	0,0241918	0,1916635	-4,452	2,993
ROE	1496	0,0665308	2,255487	-30,303	12,933
TOBIN	1496	1,984391	4,309919	0,147	109,462
ALTMAN	1496	2,52512	4,202251	-13,252	61,252
YKB	1496	6,549465	2,046343	3	18
KYKU	1496	0,1043783	0,1467453	0	0,75
ORTSAY	1496	6,00869	5,349265	1	43
BUYUK1	1496	48,93851	22,54961	0,59	97,54
BUYUK2	1496	11,04753	11,90745	0	50,86
CEOPAYI	1496	4,574434	14,26537	0	81,24
YKPAYI	1496	30,73351	29,39831	0	94,26
YABPAYI	1496	12,16383	25,46482	0	99,36
HAO	1496	32,34597	18,71143	0,54	98,68
VARLIK	1496	19,0348	1,467308	15,328	23,563
KALDIRAC	1496	0,461363	0,2292338	0,006	0,998
YAS	1496	36,11029	11,83778	3	77

Tablo 24’te ikinci bağımlı değişken olan özsermaye karlılığının (*ROE*) ortalaması %6,6 olarak belirlenmiştir. Cavaco vd. (2013) Fransa firmaları için %9; Velnampy (2013) Sri Lanka firmaları için %4,89; Rehman ve Shah (2013) Pakistan firmaları için %16,8; Taghizadeh ve Saremi (2013) Malezya firmaları için %11,56 olarak hesaplamışlardır. Üçüncü bağımlı değişken olan Tobin’s q oranının (*TOBIN*) ortalaması 1,98’tir. Obradovich ve Gill (2013) ABD firmaları için 3,08; Saravanan (2012) Hindistan firmaları için 2,11; Guest (2009) İngiltere firmaları için 1,53 olarak hesaplamışlardır. Son bağımlı değişken Z Altman skoru ise 2,52 olarak elde edilmiştir. Bonna (2012) ABD firmaları için 3,24 olarak bulmuştur. Altman (2000) yaptığı çalışmasında *Hisse Senetlerinin Defter Değeri / Borcun Defter Değeri* (*X4*) değişkenini güncellemiştir. Çalışmaların bir kısmı bu güncellemeyi dikkate almadan hesaplamalarından dolayı Z Altman skoru farklı ülke firmaları açısından sağlıklı bir karşılaştırılma yapılamamıştır.

Tablo 24 incelendiğinde ilk bağımsız değişken olan yönetim kurulu üye sayısının (*YKB*) ortalaması 6,54’tür. Di Pietra vd. (2008) İtalya firmaları için ortalama YK üye sayısını 10,18; Coles, Daniel ve Naveen (2008) ABD firmaları için 10,4; Bozec ve Dia (2007) Kanada firmaları için 11,19; Mak ve Kusnadi (2005)

Singapur firmaları için 8,4; Andres, Azofra ve Lopez (2005) 10 OECD ülkeleri (Belçika, Kanada, İsviçre, Almanya, İspanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Hollanda ve ABD) için 11,6; Loderer ve Peyer (2002) İsviçre firmaları için 8,5; Arosa vd. (2013) İspanya firmaları için 5,78; Cavaco vd. (2013) Fransa firmaları için 9,29; Davila (2013) Kolombiya firmaları 5,59; O'Connell ve Cramer (2010) İrlanda firmaları için 9,29; Reyna ve Encalada (2012) Meksika firmaları için 11,59 olarak hesaplamışlardır. BİST imalat sanayide faaliyet gösteren firmaların diğer ülke firmaların yönetim kurulu üye sayısından daha az olduğu söylenebilir. Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) yeni bir düzenleme yaparak yönetim kurulunun, sayısı ikiden az olmamak üzere en az üçte biri bağımsız üyelerden oluşma zorunluluğu getirmiştir. BİST firmaları 2011 yılından sonra mevcut yönetim kurulunu değiştirmeden, mevcut yönetim kurulu üye sayısının üçte biri kadar bağımsız yönetici de yönetim kurullarına eklemiştir. Bu yüzden 2011 yılından sonra BİST firmalarının yönetim kurulu üye sayısı kısmen artmıştır.

Diğer bağımsız değişken olan yönetim kurulu içerisinde kadın yönetim kurulu oranı (KYKU) %10,5 olarak belirlenmiştir. Cook (2013) 2012-2013 yılları arasında Kanada işletmeleri açısından KYK oranını %4,6 olarak hesaplamıştır. Ayrıca Horváth ve Spirollari (2012) S&P 500 borsa endeksinde faaliyet gösteren 136 Amerikan firması açısından KYK oranını %15,2; Fauzi ve Locke (2012) 2005-2007 yılları arasında Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 79 firma için KYK oranını %16,4 olarak tespit etmişlerdir. Bununla birlikte Cavaco vd. (2013) Fransa firmaları için %10 olarak bulmuşlardır. BİST imalat sanayide faaliyette bulunan firmaların kadın yönetim kurulu oranı çok yüksek olmadığı söylenebilir. SPK kurumsal yönetim düzenlemeleriyle "Yönetim kurulunda en az bir kadın üye bulunur." ilkesi getirilmiştir. Söz konusu ilke "Uygula Uygulamıyorsan Açıkla" prensibi gereğince tavsiye niteliğindedir. Önümüzdeki yıllarda bu oranın yükseleceği tahmin edilmektedir.

Tablo 24'ten görüldüğü gibi BİST imalat sanayide faaliyet gösteren ve analiz kapsamında incelenen firmaların ortalama yönetim kurulu sahipliği %30,73'tür. Vo ve Phan (2013) Vietnam firmaları için %9,8; Horváth ve Spirollari (2012) ABD firmaları için %1,75; Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda %17,86; Mura (2007) İngiltere firmaları için %12,25, Yu (2008) Çin firmaları için %0,5 olarak

hesaplamışlardır. BİST imalat sanayi firmalarında yönetim kurulu sahipliği söz konusu ülkelerden daha fazla olduğu görülmektedir. Bu durum Türkiye’de firmaların daha çok aile şirketinden oluşması, bağımsız yönetim kurullarının daha az olması veya daha az profesyonel yönetici ile çalışmasıyla açıklanabilir.

En büyük ortağın ve en büyük ikinci ortağın sermaye payı incelendiğinde oranın %48,93 ve %11,04 olduğu görülmektedir. Chen (2012) mülkiyet yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında en büyük birinci ortağın sermaye payını Norveç için %28,6 Danimarka için %23,9 Finlandiya için %20,3 ve İsveç için %22,9 olarak hesaplamıştır. İskandinav ülkelerinden BİST firmaların en büyük ortağın sermaye payı oldukça fazladır. Bu durum yine BİST firmalarının büyük bir kısmının aile şirketlerinden oluşması, sermayenin belli bir kesimde, aile içinde ve yönetim kurulunda toplanması ile açıklanabilir.

Çalışmadaki bir diğer bağımsız değişken ise firmaların halka açıklık oranıdır. Tablo 24’ten görüldüğü gibi ortalama halka açıklık oranı (HAO) %32,34’tür. Gao, (2002) 2001 yılı için HAO’nı ABD’de %93,9; gelişmiş ülkelerde HAO’nın ortalamasını %86,4 ve gelişmekte olan ülkelerde HAO’nın ortalamasını %77,5 olarak hesaplamıştır. Avrupa’daki ortalama halka açıklık oranı %36,93 iken, bu oran Fransa’da %14’tür (Ginglinger ve Hamon, 2007). Türkiye’de halka açıklık oranının diğer ülkelere göre daha azdır. Bu durum yine Türkiye’deki firmaların aile şirketlerinden oluşması halka açıklık oranını azaltmaktadır. Halka açıklık oranı sermayenin tabana yayılması açısından yüksek olması istenmektedir.

Tablo 25. Korelasyon Tablosu

	ROA	ROE	TOBIN	ALTMAN	YKB	KYKU	ORTSAY	BUYUK1	BUYUK2	CEOPAYI	YKPAYI	YABPAYI	HAO	VARLIK	KALDIRAC	YAS
ROA	1.00															
ROE	0.66	1.00														
TOBIN	0.01	0.01	1.00													
ALTMAN	0.34	0.04	0.01	1.00												
YKB	0.16	0.02	-0.02	0.22	1.00											
KYKU	0.16	-0.01	0.03	-0.01	0.04	1.00										
ORTSAY	0.12	0.141	0.05	0.02	0.09	-0.05	1.00									
BUYUK1	0.10	-0.02	0.09	-0.07	-0.03	-0.01	-0.30	1.00								
BUYUK2	0.01	0.03	0.02	-0.09	0.14	-0.01	0.08	-0.29	1.00							
CEOPAYI	0.04	0.10	0.08	-0.05	-0.16	0.09	0.03	-0.01	0.01	1.00						
YKPAYI	-0.04	0.02	-0.06	0.10	-0.03	0.17	0.10	0.01	0.12	0.23	1.00					
YABPAYI	0.01	-0.13	0.18	0.03	0.05	-0.16	-0.13	0.31	0.12	-0.10	-0.23	1.00				
HAO	-0.07	-0.01	0.07	-0.11	-0.10	0.01	0.01	-0.36	-0.21	-0.03	-0.19	-0.28	1.00			
VARLIK	0.16	0.09	-0.07	0.13	0.32	-0.02	-0.08	0.14	0.12	-0.19	-0.10	0.11	-0.18	1.00		
KALDIRAC	-0.33	-0.14	0.08	-0.42	-0.29	0.02	-0.02	0.01	-0.06	0.08	0.15	0.04	0.03	-0.07	1.00	
YAS	-0.09	0.01	-0.01	-0.05	0.17	0.10	-0.06	0.19	0.03	0.01	-0.02	0.13	-0.21	0.22	-0.02	1.00

Kukla (Dummy) değişkenler korelasyon tablosuna dahil edilmemiştir.

Tablo 25’de kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi gösteren korelasyon analizi sonuçları yer almaktadır. Korelasyon sonuçları incelendiğinde *ROA* ile kadın yönetim kurulu oranı (*KYKU*) ve yönetim kurulu üye sayısı (*YKB*) arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Benzer şekilde yönetim kurulu üye sayısı arttıkça finansal başarısızlık riski de %22 oranında azalmaktadır. Bununla birlikte yabancı yatırımcıların sermaye payı (*YABPAYI*) arttıkça tobin’s q oranı yaklaşık %18 oranında artmaktadır. Ayrıca korelasyon tablosunda bağımsız değişkenler arasında önemli bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu durum modelin güvenilirliğini artırmaktadır.

8. AMPİRİK SONUÇLAR

Bu bölümde kurumsal yönetim uygulamaları ile işletmelerin varlık karlılığı, özsermaye karlılığı, Tobin’s q oranı ve Altman Z skoru arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon modellerine ilişkin sonuçlar yer almaktadır.

8.1. KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ VARLIK KARLILIĞI (ROA) ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Analizde, sabit etkiler ile rassal etkiler yaklaşımından hangisinin seçileceğine ilişkin karar vermek için Hausman Testi’nden yararlanılmıştır. Bu test sonucunda rassal etkiler modeline göre elde edilen katsayılar ile sabit etkiler modeline göre elde edilen katsayılar karşılaştırılmakta, eğer katsayılar arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenemezse ($p>0.05$) rassal etkiler modelinin kullanılmasının, eğer istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcutsa ($p<0.05$) sabit etkiler modelinin kullanılmasının daha uygun olduğu ifade edilmektedir (Ocak, 2013: 114).

Sabit etkiler modeli, işletme bazında bireysel etkileri sabit bir terim olarak algılayarak μ_i , belirli bireysel özellikler ile zaman içerisindeki sabit özellikleri içine almakta ve bunlar zaman içerisinde sabit kalmaktadır. Sabit etkiler yöntemin uygulanabilmesi için, belirli etkilerin olması ve zaman içerisinde bu etkilerin sabit kalması gerekmektedir (Greene, 2000). Rassal etkiler modelinde ise sabit etkiler modelinden farklı olarak yatay kesitlere özgü etkilerin ortalaması ve varyansı belli olan bir dağılımdan gelmektedir. Rassal etkiler modelinde yatay kesitlere ait etkiler rassal bir dağılımdan geldiği varsayılmaktadır (Uludağ ve Gökmen, 2010: 142).

Tablo 26. Hausman Testi (Model 1)

Modeller	Chi² testi	Olasılık (p)
Yatay Kesit Rassal Etkisi	45,0542	0,0000

H₀: Rassal etkiler mevcuttur.

H₁: Rassal etkiler yoktur.

Tablo 26’da panel veri setinde modelin sabit etkiler mi yoksa rassal etkiler mi olacağına karar verilmesi amacıyla Hausman testine başvurulmuştur. Genel olarak sabit etkiler ile rassal etkiler modelleri birbirinden çok farklı bulgular elde edilememektedir. Hausman testi sonuçları incelendiğinde tespit edilen olasılık değeri 0,05’ten küçük olmasından dolayı sabit etkiler modelinin tercih edilmesinin daha doğru sonuçlar vereceğini göstermektedir. Başka bir ifade ile modelde kullanılan firmaların ve zamanın etkisi rassaldır önermesini sunan ve ϵ ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yoktur diyen boş hipotez reddedilerek, sabit modelde kullanılan firmaların ve zamanın etkisi sabittir önermesini sunan ve ϵ ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon vardır diyen hipotezin kabul edilmesi gerekmektedir. Boş hipotezinin kabul edilmediği için rassal etkiler modelinin yerine sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiğini göstermektedir.

Tablo 27. Otokorelasyon Testi Sonuçları (Model 1)

Modeller	Bhargava, Franzini ve Narendranathan’ın Durbin Watson testi	Baltagi-Wu’nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI)
Kurumsal Yönetim-ROA (Model 1)	1,35	1,74

Değişkenlere ait otokorelasyon testi için hipotezler aşağıdaki gibidir.

H₀: Birinci mertebeden otokorelasyon yoktur.

H₁: Birinci mertebeden otokorelasyon vardır.

Aynı hatalar arasında korelasyon ilişkisinin olmadığı regresyon analizinin varsayımlarından birisidir. Modeldeki hata terimler birbirleri ile ilişkili ise modelde otokorelasyon olduğunu göstermektedir. Başka bir ifade ile birbirini izleyen hata terimleri (u_t) arasındaki korelasyonun sıfıra eşit olması varsayımının ihlali otokorelasyon olarak ifade edilmektedir. Eğer u_t ile u_{t-1} arasında otokorelasyon yoksa

bu kovaryansların ve beklenen değerlerin sıfıra eşit olması anlamına gelir. Modelde otokorelasyon varsa, parametrelerin EKK tahmincileri sapmasız ve tutarlıdır; ancak etkin olma özelliklerini kaybederler. Çünkü otokorelasyon varsa hata terimlerinin varyans tahmincisi sapmalı olur. Bu durumda parametre tahmincilerinin varyansları da sapmalı olur ve dolayısıyla parametre tahmincileri etkin değildir. Ayrıca modelde otokorelasyon olması durumunda parametre tahmincilerinin varyansı olması gerekenden küçük çıkar. Bu durumda anlamsız bir parametre tahmincisinin anlamlı olma olasılığı artar. Böylece anlamsız bir katsayının anlamlı olma olasılığı artar ve R^2 değeri yükselir. Dolayısıyla F değeri olması gerekenden daha büyük tespit edilir. Sonuç olarak t ve F testleri güvenilirliğini yitirip yanıltıcı sonuçlar verirler (Yıldız, 2011).

Panel veri analizlerinde modellerde otokorelasyon olup olmadığını test etmek için Breusch-Godfrey veya Durbin-Watson testi kullanılmamaktadır (Bhargava, Franzini ve Narendranathan, 1982). Bu yöntemler yerine panel veri setleri için geliştirilmiş Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI) kullanılmıştır. Tablo 27'de geliştirilen modellerde otokorelasyon olup olmadığı söz konusu yöntemler ile test edilmiştir. Değerlerin 2'den küçük olması durumunda otokorelasyon olduğu anlamına gelmektedir. Test sonuçları incelendiğinde model 1'de otokorelasyon olduğu ($p < 0.05$) görülmektedir. Bu durum; geliştirilen modelde hata terimlerinin birbiri ile ilişkili olduğunu, yani; modelde otokorelasyon olduğunu göstermektedir. Ayrıca Durbin-Watson istatistiği birinci dereceden otokorelasyonun olup olmadığını sınamak için kullanabilmektedir. 136 gözlem ve 15 değişken için kritik değerlerin verildiği Durbin-Watson istatistik tablosu incelendiğinde alt sınırın yaklaşık (du) 1,414 ve üst sınırın 1,847 olarak gözlenmiştir⁴. Çalışmada elde edilen Durbin Watson istatistiği 1,35 olduğu için modelde birinci dereceden otokorelasyon olduğuna işaret etmektedir. Sonuç olarak Model 1 için boş hipotez reddedilememiştir.

Tablo 28. Birimler Arası Korelasyon Testleri Sonuçları (Model 1)

Modeller	Pesaran'ın Testi	
	Değer	Olasılık (p)
Yatay Kesit Bağımlılığı	21.725	0,0000

⁴ Durbin-Watson istatistik tablosundan 150 gözlem için ve %1 anlamlılık için değerler alınmıştır.

Değişkenlere ait çoklu yatay kesit bağımlılığı testleri sonucunda hipotezler aşağıdaki gibidir:

H₀: Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H₁: Yatay kesit bağımlılığı vardır

Panel verileri modellerinde genel varsayımlarından birisi de hata terimlerinin birimlere göre bağımsız olduğudur, fakat yatay kesit birimler boyunca hataların eşanlı korelasyona sahip olması genellikle görülebilmektedir. Bu durumda otokorelasyon ve heteroskedasitede olduğu gibi korelasyon matrisinin birim matris olmasını engellenmektedir. Bu nedenle birimler arası korelasyonsuzluk temel hipotezi test edilmelidir (Tatoğlu, 2013: 214-215). Bu tezde söz konusu korelasyonsuzluğu sınamak amacıyla Pesaran'ın Testi kullanılmıştır. Pesaran (2004) T'nin küçük ve N'nin büyük olduğu durumlarda birimler arası korelasyonu sınamak amacıyla Breusch-Pagan testine alternatif bir test önermiştir.

Tablo 28'de sabit etkiler modelinde yatay kesit bağımlılığını ölçmek ve birimler arası korelasyonu test etmek için Pesaran CD testi kullanılmıştır. Tablo 28 incelendiğinde model 1'in olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğu için yatay kesit bağımlılığı vardır. Başka bir ifade ile birimler arası korelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Sonuç olarak H₀ hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 29. Çoklu Varyans (Heteroskedasite) Testi Sonuçları (Model 1)

Modeller	Değiştirilmiş Wald Testi	
	Chi2	Olasılık (p)
Kurumsal Yönetim-ROA (Model 1)	6505.65	0,000

Değişkenlere ait çoklu varyans testleri sonucunda hipotezler aşağıdaki gibidir.

H₀: Değişen Varyans yoktur.

H₁: Değişen Varyans vardır.

Regresyonun hata terimi ile ilgili temel varsayımlarından birisi de sabit varyans varsayımdır. Sabit varyans varsayımının geçerli olmaması durumu değişen varyans olarak adlandırılır. Başka bir ifade ile Modelde X arttıkça Y_i'nin varyansı artıyor ise Y_i'nin aynı varyansa sahip olmadığı ortaya çıkar (Kutlar ve Babacan,

2012: 48). Sabit varyans varsayımının geçerli olamaması durumunda parametre tahmincilerinden başlayarak model ile ilgili her konuda etki söz konusu olabilmektedir. Örneğin değişen varyans söz konusu ise parametre tahmincileri sapmasızdır. Dolayısıyla asimtotik olarak da sapmasızdırlar. Ayrıca parametre tahmincileri etkin değillerdir. Etkin olmadıklarından doğrusal olsalar da en iyi doğrusal sapmasız tahminci değildirlar. Etkinlik asimtotik olarak incelendiğinde de parametre tahmincileri asimtotik olarak da etkin değillerdir. Tahmincilerin etkin olmaması varyansların tahmininde hatalara neden olur. Varyanslar gerçek değerinden varyansların tahmincileri sapmalı olması gerekenden daha küçük veya büyük tahmin edilirler (Güriş, Çağlayan ve Güriş, 2013: 257). Sonuç olarak değişen varyans durumunda EKK tahminleri yansız olmakta ancak varyans ve kovaryans tahminleri etkin olmadığından istatistik hipotez testleri geçerliliğini kaybetmektedir. Ayrıca belirli anlamlılık düzeyindeki tahmin ve öngörü aralıkları genişlemektedir (Albayrak, 2008: 112).

Tablo 29 Model 1’de çoklu varyans problemi olup olmadığını ölçmek için Değiştirilmiş Wald Testi kullanılmıştır. Ekonometrik analizlerde standart LM, LR ve Wald testleri sadece hataların normal dağıldığı varsayımı altında kullanabilmektedir. Ancak Değiştirilmiş Wald Testi normal dağılımın ihlalinde de kullanılabilir (Tatoğlu, 2013: 209). Tablo 29 incelendiğinde geliştirilen model 1 için olasılık değeri 0.05’ten küçük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiş ve modelde değişen varyans sorunu mevcuttur. Başka bir ifade ile varyansın birimlere göre değiştiği anlaşılmakta ve dolayısıyla heteroskedasite olduğu sonucuna varılmaktadır.

Tablo 30. Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 1)

Bağımlı Değişken: ROA				
Yıllar: 2002-2012				
Yıl Sayısı: 11				
Firma Gözlem Sayısı: 136				
Toplam Gözlem Sayısı: 1496				
Değişkenler	Etkinlik	Std. Hata	t-istatistiği	P Değeri
Yönetim Kurulu Yapısı ile İlgili Değişkenler				
YKB	.0049251	.0030513	2.61	0.047**
BYKU	-.005628	.0114517	-0.49	0.623
KYKU	.0739495	.0347659	3.13	0.009***
YYKU	.0091036	.0121988	0.75	0.456
IKILIK	.0053304	.0110249	0.48	0.629
Sahiplik Yapısı ile İlgili Değişkenler				
ORTSAY	.001371	.0007782	2.46	0.048**
BUYUK1	.0005307	.0003024	2.35	0.049**
BUYUK2	-.0001888	.0004934	-0.38	0.702
CEOPAYI	.0006246	.0004409	1.42	0.157
YKPAYI	-.0001684	.0001264	-1.33	0.183
YABPAYI	-.0001859	.0001743	-1.07	0.286
HAO	-.000188	.0004168	-0.45	0.652
Kontrol Değişkenler				
KALDIRAC	-.2595968	.0294141	-8.83	0.000***
VARLIK	.016302	.0034453	4.73	0.000***
YAS	-.0006431	.0003884	-1.66	0.098*
Sabit (c)	.2098236	.0590075	3.86	0.000
Wald chi2	212.32			
P İstatistiği	0.0000			
R ²	0.1409			

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Regresyon modelinin tahmininde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arasında korelasyon olması durumunda hata terimin varyansı birim matrise eşit olmamaktadır. Bu durum modelin etkinliğini etkilemekte ve tutarsızlığına neden olmaktadır. Bu nedenlerden dolayı modelde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arasında korelasyondan en az birisi olması durumunda ya parametre tahminlerine dokunmadan standart hatalar düzeltilmeli (dirençli standart hatalar elde edilmeli) ya da varlıkları halinde uygun yöntemler ile tahmin edilmesi gerekir (Tatoğlu, 2013: 242). Literatürde regresyon çözümlenmesinde EKK yöntemi sıkça tercih edilmesine rağmen bu araştırmada yukarıda bahsedilen nedenlerden dolayı dirençli (robust) tahminciler kullanılmıştır. Literatürde kullanılan dirençli tahminciler

Huber (1967), Eicker (1967), White (1980), Arellano (1987), Froot (1989), Rogers (1993), Anselin (1988), Wooldridge (2002), Newey-West (1987, 1994), Parks (1967), Kmenta (1986), Beck-Katz (1995), Driscoll ve Kraay (1998) tarafından önerilmiştir. Çalışmada, değişen varyans, otokorelasyon veya birimler arası korelasyonun (yatay kesit bağımlılığının) varlığına karşı dirençli olduğu için ve $T < N$ durumunda uygulanabildiğinden veya tahmin gücü artmasından dolayı Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci tercih edilerek standart hatalar düzeltilmiştir. Böylelikle Beck-Katz (1995) tahmincisi ile değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon problemleri önlenmiş olmaktadır.

Beck-Katz (1995), tahmin için aşağıdaki aşamaları önermiştir (Tatoğlu, 2013: 260).

- Model en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilir.
- β 'ların standart hatalarının doğru tahminleri "*Panel Düzeltilmiş Standart Hatalar (PCSE)*" kullanılarak tahmin edilir.
- Kalıntıların AR yapısına sahip olduğu düşünülüyorsa Prais-Winsten (1954) gibi temel AR(1) düzeltme yöntemlerinden birisi kullanılarak düzeltme yapılır. Düzeltme yapıldıktan sonra, kalıntılardan panel düzeltilmiş hatalar elde edilir.

Tablo 30'da kurumsal yönetim uygulamaları ile *ROA* arasındaki ilişki gösteren dirençli tahminci sonuçları yer almaktadır. Bu modelde 2002-2012 yıllarına ait 136 imalat sanayi firmasının verileri kullanılmıştır. Tablo 30'dan anlaşıldığı gibi Beck-Katz (1995) tahmincisi ile değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon problemleri önlenmiş ve modelde F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu görülmektedir. Bununla birlikte *ROA*'daki değişimin yaklaşık %14'lük kısmı kurumsal yönetim uygulamaları ile (15 tane bağımsız değişken) açıklanmaktadır. Başka bir ifade ile regresyon modelinin göreceli etkinliğini tespit etmede kullanılan "belirleme katsayısı"nın (R^2) %14 olduğu anlaşılmaktadır.

Modelin sonuçları incelendiğinde yönetim kurulu yapısı ile ilgili değişkenlerden kadın yönetim kurulu üyesinin (*KYKU*) ve yönetim kurulu büyüklüğünün (*YKB*) muhasebe esaslı performans göstergesi olan varlık karlılığı

(*ROA*) üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Yönetim kurulu üye sayısı veya büyüklüğü ile *ROA* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile yönetim kurulu üye sayısının artması firmaların varlık başına düşen karlılığını da artırmaktadır. Diğer bağımsız değişken kadın yönetim kurulu oranı ile *ROA* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde oldukça anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Yani; yönetim kurulunda kadın üyelerinin sayısının dolayısıyla oranının artması firmaların varlık karlılığı üzerinde olumlu bir etki yapmaktadır. Diğer yönetim kurulu yapısı ile ilgili değişkenlerden bağımsız yönetim kurulu üye sayısı (*BYKU*), yabancı yönetim kurulu üye sayısı (*YYKU*) ve genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi (Duality-İkilik) olup olmadığı (*İKILIK*) firmaların varlık karlılığı üzerinde etkili değildir. Başka bir ifade ile *ROA* ile *BYKU*, *YYKU* ve *İKILIK* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı söylenebilir.

Sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde firmaların ortak sayısı (*ORTSAY*) ve en büyük hissedarın sermaye payı (*BUYUK1*) varlık karlılığı (*ROA*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Firmaların ortak sayısı ile *ROA* arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Ortak sayısı artması firmaların varlık başına düşen karlılığını da artırmaktadır. Diğer bağımsız değişken en büyük hissedarın sermaye payı ile *ROA* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 seviyesinde anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile toplam sermaye içerisinde en büyük hissedarın sermaye payının artması *ROA* üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Diğer sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlerden en büyük ikinci hissedarın sermaye payı (*BUYUK2*), genel müdürün sermaye payı (*CEOPAYI*), yönetim kurulu üyelerinin sermaye payı (*YKPAYI*), yabancı yatırımcıların sermaye payı (*YABPAYI*) ve halka açıklık oranı (*HAO*) firmaların varlık karlılığı üzerinde etkili değildir. Başka bir ifade ile *ROA* ile *BUYUK2*, *CEOPAYI*, *YKPAYI*, *YABPAYI* ve *HAO* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. Ancak *CEOPAYI* ile ($\beta = ,157$) *ROA* arasındaki ilişki anlamlı olmasa da ilişkinin pozitif olması önemli bir sonuç olarak değerlendirilebilir.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde aktif büyüklüğünün (*VARLIK*), yabancı kaynak kullanım oranının (*KALDIRAÇ*) ve firma yaşının (*YAS*) varlık karlılığı (*ROA*) üzerinde etkili olduğu görülmektedir. *VARLIK* ile *ROA*

arasında pozitif; buna karşın *KALDIRAC* ile *ROA* arasında negatif ve istatistiksel olarak oldukça güçlü bir ilişki mevcuttur. Büyüklük göstergesi olan toplam varlıklarının artması *ROA*'ya olumlu etki yaparken, kaldıraç oranının yükselmesi *ROA*'yı olumsuz etkilemektedir. Son kontrol değişkeni olan firma yaşı ile *ROA* arasında negatif ve zayıf bir ilişkinin olduğu anlaşılmaktadır.

8.2. KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ ÖZSERMAYE KARLILIĞI (ROE) ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Analizde, sabit etkiler ile rassal etkiler yaklaşımından hangisinin seçileceğine ilişkin karar vermek için Hausman Testi'nden yararlanılmıştır.

Tablo 31. Hausman Testi (Model 2)

Modeller	Chi ² testi	Olasılık (p)
Yatay Kesit Rassal Etkisi	36,0215	0,0000

H₀: Rassal etkiler mevcuttur.

H₁: Rassal etkiler yoktur.

Hausman testi sonuçları incelendiğinde tespit edilen olasılık değeri 0,05'ten küçük olmasından dolayı sabit etkiler modelinin tercih edilmesinin daha doğru sonuçlar vereceğini göstermektedir. Başka bir ifade ile modelde kullanılan firmaların ve zamanın etkisi rassaldır önermesini sunan ve ε ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yoktur diyen boş hipotez reddedilerek, sabit modelde kullanılan firmaların ve zamanın etkisi sabittir önermesini sunan ve ε ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon vardır diyen hipotezin kabul edilmesi gerekmektedir. Boş hipotezinin kabul edilmediği için rassal etkiler modelinin yerine sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiğini göstermektedir.

Tablo 32. Otokorelasyon Testi Sonuçları (Model 2)

Modeller	Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi	Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI)
Kurumsal Yönetim-ROE (Model 2)	1,51	1,67

Değişkenlere ait otokorelasyon testi için hipotezler aşağıdaki gibidir.

H₀: Birinci mertebeden otokorelasyon yoktur.

H₁: Birinci mertebeden otokorelasyon vardır.

Panel veri analizlerinde modellerde otokorelasyon olup olmadığını test etmek için Breusch-Godfrey veya Durbin-Watson testi kullanılmamaktadır (Bhargava, Franzini ve Narendranathan, 1982). Bu yöntemler yerine panel veri setleri için geliştirilmiş Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI) kullanılmıştır. Tablo 32'de geliştirilen modellerde otokorelasyon olup olmadığı söz konusu yöntemler ile test edilmiştir. Değerlerin 2'den küçük olması durumunda otokorelasyon olduğu anlamına gelmektedir. Test sonuçları incelendiğinde model 2'de otokorelasyon olduğu ($p < 0.05$) görülmektedir. Bu durum; geliştirilen modelde hata terimlerinin birbiri ile ilişkili olduğunu, yani; modelde otokorelasyon olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak Model 2 için boş hipotez reddedilememiştir.

Tablo 33. Birimler Arası Korelasyon Testleri Sonuçları (Model 2)

Modeller	Pesaran'ın Testi	
	Değer	Olasılık (p)
Yatay Kesit Bağımlılığı	13.305	0,0000

Değişkenlere ait çoklu yatay kesit bağımlılığı testleri sonucunda hipotezler aşağıdaki gibidir:

H₀: Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H₁: Yatay kesit bağımlılığı vardır

Tablo 33'te sabit etkiler modelinde yatay kesit bağımlılığını ölçmek ve birimler arası korelasyonu test etmek için Pesaran CD testi kullanılmıştır. Tablo 33 incelendiğinde model 2'nin olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğu için yatay kesit bağımlılığı vardır. Başka bir ifade ile birimler arası korelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Sonuç olarak H₀ hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 34. Çoklu Varyans Testleri Sonuçları (Model 2)

Modeller	Değiştirilmiş Wald Testi	
	Chi2	Olasılık (p)
Kurumsal Yönetim-ROE (Model 2)	4108.42	0,000

Değişkenlere ait çoklu varyans testleri sonucunda hipotezler aşağıdaki gibidir.

H₀: Değişen Varyans yoktur.

H₁: Değişen Varyans vardır.

Tablo 34 Model 2’de çoklu varyans problemi olup olmadığını ölçmek için Değiştirilmiş Wald Testi kullanılmıştır. Tablo 34 incelendiğinde geliştirilen model 2 için olasılık değeri 0.05’ten küçük olduğu için H₀ hipotezi reddedilmiş ve modelde değişen varyans sorunu mevcuttur. Başka bir ifade ile varyansın birimlere göre değiştiği anlaşılmakta ve dolayısıyla heteroskedasite olduğu sonucuna varılmaktadır.

Tablo 35. Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 2)

Bağımlı Değişken: ROE Yıllar: 2002-2012 Yıl Sayısı: 11 Firma Gözlem Sayısı: 136 Toplam Gözlem Sayısı: 1496				
Değişkenler	Etkinlik	Std. Hata	t-istatistiği	P Değeri
Yönetim Kurulu Yapısı ile İlgili Değişkenler				
YKB	.0428669	.0556869	0.77	0.441
BYKU	.085732	.2047933	0.42	0.675
KYKU	-.7825533	.6303153	-1.24	0.214
YYKU	.0815212	.2753338	0.30	0.767
İKILIK	.1839491	.1627061	1.13	0.258
Sahiplik Yapısı ile İlgili Değişkenler				
ORTSAY	.0379337	.0182303	2.98	0.017**
BUYUK1	.0001656	.0066008	0.03	0.980
BUYUK2	.0088245	.0096108	0.92	0.359
CEOPAYI	.0186166	.0068341	3.25	0.006***
YKPAYI	.001333	.0036445	0.37	0.715
YABPAYI	-.027644	.0063371	-4.36	0.000***
HAO	-.0048838	.0069182	-0.71	0.480
Kontrol Değişkenler				
KALDIRAC	-1.226222	.3790643	-3.53	0.001***
VARLIK	.0449653	.044319	3.31	0.003***
YAS	.0051219	.0096537	-0.53	0.596
Sabit (c)	.3043511	.0611952	3.24	0.000
Wald chi ²	93.16			
P İstatistiği	0.0000			
R ²	0.0714			

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Çalışmada, değişen varyans, otokorelasyon veya birimler arası korelasyonun (yatay kesit bağımlılığının) varlığına karşı dirençli olduğu için ve T<N durumunda uygulanabildiğinden veya tahmin gücü artmasından dolayı Beck-Katz (1995)

tarafından geliştirilen dirençli tahminci tercih edilerek standart hatalar düzeltilmiştir. Böylelikle Beck-Katz (1995) tahmincisi ile değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon problemleri önlenmiş olmaktadır.

Tablo 35’te kurumsal yönetim uygulamaları ile *ROE* arasındaki ilişki gösteren dirençli tahminci sonuçları gösterilmiştir. Geliştirilen bu modelde 2002-2012 yıllarına ait 136 imalat sanayi firma verisinden yararlanılmıştır. Tablo 35’ten anlaşıldığı gibi Beck-Katz (1995) tahmincisi ile değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon problemleri önlenmiş ve modelde F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu görülmektedir. Bununla birlikte *ROE*’deki değişimin yaklaşık %7,1’lik kısmı kurumsal yönetim uygulamaları ile (15 tane bağımsız değişken) açıklanmaktadır. Başka bir ifade ile regresyon modelinin göreceli etkinliğini tespit etmede kullanılan “belirleme katsayısı”nın (R^2) %7,1 olduğu anlaşılmaktadır.

Modellerin sonuçları incelendiğinde yönetim kurulu yapısı ile ilgili değişkenlerden yönetim kurulu büyüklüğünün (*YKB*), kadın yönetim kurulu üyesinin (*KYKU*), yabancı yönetim kurulu üye sayısının (*YYKU*), bağımsız yönetim kurulu üye sayısının (*BYKU*) ve genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmamasının (*İKILIK*) muhasebe esaslı performans göstergesi olan özsermaye karlılığı (*ROE*) üzerinde etkili olmadığı görülmektedir. Başka bir ifade ile *ROE* ile *YKB*, *KYKU*, *BYKU*, *YYKU* ve *İKILIK* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı söylenebilir.

Sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde firmaların ortak sayısı (*ORTSAY*), toplam sermaye içerisinde genel müdürün sermaye payı (*CEOPAYI*) ve toplam sermaye içerisinde yabancı yatırımcıların sermaye payı (*YABPAYI*) özsermaye karlılığı (*ROE*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Ortak sayısı ile *ROE* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile ortak sayısının artması firmaların özsermaye başına düşen karlılığını da artırmaktadır. Diğer bağımsız değişken genel müdürün sermaye payı ile *ROE* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde oldukça anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Yani; toplam sermaye içerisinde genel müdürün sermaye payının artması firmaların özsermaye karlılığı üzerinde olumlu bir etki

yapmaktadır. Buna karşın yabancı yatırımcıların sermaye payı ile *ROE* arasında negatif ve istatistiksel olarak çok güçlü bir ilişki mevcuttur. Toplam sermaye içerisinde yabancı yatırımcıların sermaye payının veya ortaklık yüzdesinin artması özsermaye başına düşen karlılık miktarını azaltmakta dolayısıyla firma performansını olumsuz yönde etkilemektedir. Diğer sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlerden en büyük hissedarın sermaye payı (*BUYUK1*), en büyük ikinci hissedarın sermaye payı (*BUYUK2*), yönetim kurulu üyelerinin sermaye payı (*YKPAYI*) ve halka açıklık oranı (*HAO*) firmaların özsermaye karlılığı üzerinde etkili değildir. Başka bir ifade ile *ROE* ile *BUYUK1*, *BUYUK2*, *YKPAYI* ve *HAO* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde firma büyüklüğünün (*VARLIK*) ve kaldıraç oranının (*KALDIRAÇ*) *ROE* üzerinde etkili olduğu; buna karşın firma yaşının (*YAS*) *ROE* üzerinde etkili olmadığı görülmektedir. *VARLIK* ile *ROE* arasında pozitif; buna karşın *KALDIRAÇ* ile *ROE* arasında negatif ve istatistiksel olarak oldukça güçlü bir ilişki mevcuttur. Büyüklük göstergesi olan toplam varlıklarının artması *ROE*'ye olumlu yönde etki yaparken, kaldıraç oranının yükselmesi *ROE*'yi olumsuz yönde etkilemektedir. Son kontrol değişkeni olan firma yaşı ile *ROE* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

8.3.KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ TOBİN'S Q ORANI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Analizde, sabit etkiler ile rassal etkiler yaklaşımından hangisinin seçileceğine ilişkin karar vermek için Hausman Testi'nden yararlanılmıştır.

Tablo 36. Hausman Testi (Model 3)

Modeller	Chi ² testi	Olasılık (p)
Yatay Kesit Rassal Etkisi	41,2151	0,0000

H₀: Rassal etkiler mevcuttur.

H₁: Rassal etkiler yoktur.

Hausman testi sonuçları incelendiğinde tespit edilen olasılık değeri 0,05'ten küçük olmasından dolayı sabit etkiler modelinin tercih edilmesinin daha doğru

sonuçlar vereceğini göstermektedir. Başka bir ifade ile modelde kullanılan firmaların ve zamanın etkisi rassaldır önermesini sunan ve ϵ ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yoktur diyen boş hipotez reddedilerek, sabit modelde kullanılan firmaların ve zamanın etkisi sabittir önermesini sunan ve ϵ ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon vardır diyen hipotezin kabul edilmesi gerekmektedir. Boş hipotezinin kabul edilmediği için rassal etkiler modelinin yerine sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiğini göstermektedir.

Tablo 37. Otokorelasyon Testi Sonuçları (Model 3)

Modeller	Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi	Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI)
Kurumsal Yönetim-TOBIN (Model 3)	1,49	1,58

Değişkenlere ait otokorelasyon testi için hipotezler aşağıdaki gibidir.

H_0 : Birinci mertebeden otokorelasyon yoktur.

H_1 : Birinci mertebeden otokorelasyon vardır.

Panel veri analizlerinde modellerde otokorelasyon olup olmadığını test etmek için Breusch-Godfrey veya Durbin-Watson testi kullanılamamaktadır (Bhargava, Franzini ve Narendranathan, 1982). Bu yöntemler yerine panel veri setleri için geliştirilmiş Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI) kullanılmıştır. Tablo 37'de geliştirilen modellerde otokorelasyon olup olmadığı söz konusu yöntemler ile test edilmiştir. Değerlerin 2'den küçük olması durumunda otokorelasyon olduğu anlamına gelmektedir. Test sonuçları incelendiğinde model 3'te otokorelasyon olduğu ($p < 0.05$) görülmektedir. Bu durum; geliştirilen modelde hata terimlerinin birbiri ile ilişkili olduğunu, yani; modelde otokorelasyon olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak Model 3 için boş hipotez reddedilememiştir.

Tablo 38. Birimler Arası Korelasyon Testleri Sonuçları (Model 3)

Modeller	Pesaran'ın Testi	
	Değer	Olasılık (p)
Yatay Kesit Bağımlılığı	28.473	0,0000

Değişkenlere ait çoklu yatay kesit bağımlılığı testleri sonucunda hipotezler aşağıdaki gibidir:

H₀: Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H₁: Yatay kesit bağımlılığı vardır

Tablo 38’de sabit etkiler modelinde yatay kesit bağımlılığını ölçmek ve birimler arası korelasyonu test etmek için Pesaran CD testi kullanılmıştır. Tablo 38 incelendiğinde model 3’ün olasılık değeri 0.05’ten küçük olduğu için yatay kesit bağımlılığı vardır. Başka bir ifade ile birimler arası korelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Sonuç olarak H₀ hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 39. Çoklu Varyans Testleri Sonuçları (Model 3)

Modeller	Değiştirilmiş Wald Testi	
	Chi2	Olasılık (p)
Kurumsal Yönetim-TOBIN (Model 3)	5906.25	0,000

Değişkenlere ait çoklu varyans testleri sonucunda hipotezler aşağıdaki gibidir.

H₀: Değişen Varyans yoktur.

H₁: Değişen Varyans vardır.

Tablo 39 Model 3’te çoklu varyans problemi olup olmadığını ölçmek için Değiştirilmiş Wald Testi kullanılmıştır. Ekonometrik analizlerde standart LM, LR ve Wald testleri sadece hataların normal dağıldığı varsayımı altında kullanabilmektedir. Ancak Değiştirilmiş Wald Testi normal dağılımın ihlalinde de kullanılabilir (Tatoğlu, 2013: 209). Tablo 39 incelendiğinde geliştirilen model 3 için olasılık değeri 0.05’ten küçük olduğu için H₀ hipotezi reddedilmiş ve modelde değişen varyans sorunu mevcuttur. Başka bir ifade ile varyansın birimlere göre değiştiği anlaşılmakta ve dolayısıyla heteroskedasite olduğu sonucuna varılmaktadır.

Tablo 40. Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 3)

Bağımlı Değişken: TOBIN				
Yıllar: 2002-2012				
Yıl Sayısı: 11				
Firma Gözlem Sayısı: 136				
Toplam Gözlem Sayısı: 1496				
Değişkenler	Etkinlik	Std. Hata	t-istatistiği	P Değeri
Yönetim Kurulu Yapısı ile İlgili Değişkenler				
YKB	-.0016563	.0363686	-0.05	0.964
BYKU	.1427175	.5723067	-0.25	0.803
KYKU	.0343114	.3774255	0.09	0.928
YYKU	.3287045	.1338066	3.36	0.004***
IKILIK	-.42384	.2485249	-2.51	0.048**
Sahiplik Yapısı ile İlgili Değişkenler				
ORTSAY	.0039638	.014767	0.27	0.788
BUYUK1	.0144242	.0069272	2.81	0.037**
BUYUK2	.0011901	.0097628	0.12	0.903
CEOPAYI	.0063913	.0034728	2,84	0.036**
YKPAYI	-.0011456	.0022393	-0.51	0.609
YABPAYI	.024877	.0089163	3.27	0.005***
HAO	-.0139585	.0045286	-3.48	0.002***
Kontrol Değişkenler				
KALDIRAC	.0240198	.0089285	2.39	0.049**
VARLIK	-.252503	.1163655	-2.99	0.030**
YAS	-.0021977	.0087822	-0.25	0.802
Sabit (c)	1.32512	0.8205	3.98	0.002
Wald chi2	397.27			
P İstatistiği	0.0000			
R ²	0.2030			

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Araştırmada değişen varyans, otokorelasyon veya birimler arası korelasyonun (yatay kesit bağımlılığının) varlığına karşı dirençli olduğu için ve T<N durumunda uygulanabildiğinden veya tahmin gücü artmasından dolayı Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci tercih edilerek standart hatalar düzeltilmiştir. Böylelikle Beck-Katz (1995) tahmincisi ile değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon problemleri önlenmiş olmaktadır.

Tablo 40'ta kurumsal yönetim uygulamaları ile Tobin's q oranı arasındaki ilişki gösteren dirençli tahminci sonuçları yer almaktadır. Bu modelde 2002-2012 yıllarına ait 136 imalat sanayi firmasının verileri kullanılmıştır. Tablo 40'tan

anlaşıldığı gibi Beck-Katz (1995) tahmincisi ile değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon problemleri önlenmiş ve modelde F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu görülmektedir. Bununla birlikte Tobin's q oranındaki değişimin yaklaşık %20'lik kısmı kurumsal yönetim uygulamaları ile (15 tane bağımsız değişken) açıklanmaktadır. Başka bir ifade ile regresyon modelinin göreceli etkinliğini tespit etmede kullanılan "belirleme katsayısı"nın (R^2) %20 olduğu anlaşılmaktadır.

Modellerin sonuçları incelendiğinde yönetim kurulu yapısı ile ilgili değişkenlerden yabancı yönetim kurulu üye sayısı (*YYKU*) ve genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmadığı (*İKILIK*) piyasa esaslı performans göstergesi olan Tobin's q oranı (*TOBIN*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. *YYKU* ile *TOBIN* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile yönetim kurulu içerisinde yabancı üyelerin artması firmaların piyasa değerine olumlu katkı yapmaktadır. Diğer bağımsız değişken olan *İKILIK* ile *TOBIN* arasında negatif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Yani; genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması halinde, firmanın piyasa değeri bu durumdan olumsuz etkilenmektedir. Diğer yönetim kurulu yapısı ile ilgili değişkenlerden yönetim kurulu büyüklüğü (*YKB*), kadın yönetim kurulu üye sayısı (*KYKU*) ve bağımsız yönetim kurulu üye sayısı (*BYKU*), firmaların piyasa performansı üzerinde etkili değildir. Başka bir ifade ile *TOBIN* ile *YKB*, *BYKU* ve *KYKU* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

Sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde en büyük hissedarın sermaye payı (*BUYUKI*), genel müdürün sermaye payı (*CEOPAYI*), yabancı yatırımcıların sermaye payı (*YABPAYI*) ve halka açıklık oranı (*HAO*) firmaların piyasa esaslı performans göstergesi olan tobin's q (*TOBIN*) oranı üzerinde etkili olduğu görülmektedir. *BUYUKI* ile *TOBIN* arasında pozitif ve %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Toplam sermaye içerisinde en büyük birinci hissedarın sermaye payının artması firmaların piyasa performansını olumlu yönde etkilemektedir. Benzer şekilde diğer bağımsız değişken olan genel müdürün sermaye payı ile *TOBIN* arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Yine toplam sermaye içerisinde genel müdürün sermaye

payının artması firmaların piyasa değerine olumlu katkı yapmaktadır. Sahiplik yapısı ile ilgili bağımsız değişken olan yabancı yatırımcıların sermaye payı ile *TOBIN* arasında pozitif ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak oldukça anlamlı bir ilişki vardır. Diğer bir ifade ile firmaların sermayelerinin içerisinde yabancı yatırımcıların sermaye tutarının artması halinde, bu durumdan firmanın piyasa değeri olumlu ve çok güçlü bir şekilde etkilenmektedir. Bu sonuçlara paralel bir şekilde halka açıklık oranı ile *TOBIN* arasında negatif bir ilişki vardır. Yani halka açıklık oranı azaldıkça firmanın piyasa değeri de artmaktadır. Buna karşın ortak sayısı (*ORTSAY*), en büyük ikinci hissedarın sermaye payı (*BUYUK2*) ve yönetim kurulu üyelerinin sermaye payı (*YKPAYI*) firmaların piyasa performansı üzerinde etkili değildir. Başka bir ifade ile *TOBIN* ile *ORTSAY BUYUK2* ve *YKPAYI* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde firma büyüklüğünün (*VARLIK*) ve kaldıraç oranının (*KALDIRAÇ*) firmaların piyasa performansı üzerinde etkili olduğu; buna karşın firma yaşının piyasa performansı üzerinde etkili olmadığı görülmektedir. *VARLIK* ile *TOBIN* arasında negatif; buna karşın *KALDIRAÇ* ile *TOBIN* arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Büyüklük göstergesi olan toplam varlıklarının artması firmaların piyasa performansına olumsuz yönde etki yaparken, kaldıraç oranının yükselmesi piyasa performansını olumlu yönde etkilemektedir. Son kontrol değişkeni olan firma yaşı (*YAS*) ile *TOBIN* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

8.4. KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ Z ALTMAN ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Analizde, sabit etkiler ile rassal etkiler yaklaşımından hangisinin seçileceğine ilişkin karar vermek için Hausman Testi'nden yararlanılmıştır.

Tablo 41. Hausman Testi (Model 4)

Modeller	Chi ² testi	Olasılık (p)
Yatay Kesit Rassal Etkisi	48,0874	0,0000

H₀: Rassal etkiler mevcuttur.

H₁: Rassal etkiler yoktur.

Hausman testi sonuçları incelendiğinde tespit edilen olasılık değeri 0,05'ten küçük olmasından dolayı sabit etkiler modelinin tercih edilmesinin daha doğru sonuçlar vereceğini göstermektedir. Başka bir ifade ile modelde kullanılan firmaların ve zamanın etkisi rassaldır önermesini sunan ve ε ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yoktur diyen boş hipotez reddedilerek, sabit modelde kullanılan firmaların ve zamanın etkisi sabittir önermesini sunan ve ε ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon vardır diyen hipotezin kabul edilmesi gerekmektedir. Boş hipotezinin kabul edilmediği için rassal etkiler modelinin yerine sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiğini göstermektedir.

Tablo 42. Otokorelasyon Testleri Sonuçları (Model 4)

Modeller	Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi	Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI)
Kurumsal Yönetim-ALTMAN (Model 4)	1,27	1,39

Değişkenlere ait otokorelasyon testi için hipotezler aşağıdaki gibidir.

H_0 : Birinci mertebeden otokorelasyon yoktur.

H_1 : Birinci mertebeden otokorelasyon vardır.

Panel veri analizlerinde modellerde otokorelasyon olup olmadığını test etmek için Breusch-Godfrey veya Durbin-Watson testi kullanılmamaktadır (Bhargava, Franzini ve Narendranathan, 1982). Bu yöntemler yerine panel veri setleri için geliştirilmiş Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson testi ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI) kullanılmıştır. Tablo 42'de geliştirilen modellerde otokorelasyon olup olmadığı söz konusu yöntemler ile test edilmiştir. Değerlerin 2'den küçük olması durumunda otokorelasyon olduğu anlamına gelmektedir. Test sonuçları incelendiğinde model 4'te otokorelasyon olduğu ($p < 0.05$) görülmektedir. Bu durum; geliştirilen modelde hata terimlerinin birbiri ile ilişkili olduğunu, yani; modelde otokorelasyon olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak Model 1 için boş hipotez reddedilememiştir.

Tablo 43. Birimler Arası Korelasyon Testleri Sonuçları (Model 4)

Modeller	Pesaran'ın Testi	
	Değer	Olasılık (p)
Yatay Kesit Bağımlılığı	40.737	0,0000

Değişkenlere ait çoklu yatay kesit bağımlılığı testleri sonucunda hipotezler aşağıdaki gibidir:

H₀: Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H₁: Yatay kesit bağımlılığı vardır

Tablo 43'te sabit etkiler modelinde yatay kesit bağımlılığını ölçmek ve birimler arası korelasyonu test etmek için Pesaran CD testi kullanılmıştır. Tablo 43 incelendiğinde model 4'ün olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğu için yatay kesit bağımlılığı vardır. Başka bir ifade ile birimler arası korelasyonun olduğu anlaşılmaktadır. Sonuç olarak H₀ hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 44. Çoklu Varyans Testleri Sonuçları (Model 4)

Modeller	Değiştirilmiş Wald Testi	
	Chi2	Olasılık (p)
Kurumsal Yönetim- ALTMAN (Model 4)	4605.65	0,000

Değişkenlere ait çoklu varyans testleri sonucunda hipotezler aşağıdaki gibidir.

H₀: Değişen Varyans yoktur.

H₁: Değişen Varyans vardır.

Tablo 44 Model 4'te çoklu varyans problemi olup olmadığını ölçmek için Değiştirilmiş Wald Testi kullanılmıştır. Ekonometrik analizlerde standart LM, LR ve Wald testleri sadece hataların normal dağıldığı varsayımı altında kullanabilmektedir. Ancak Değiştirilmiş Wald Testi normal dağılımın ihlalinde de kullanılabilir (Tatoğlu, 2013: 209). Tablo 44 incelendiğinde geliştirilen model 4 için olasılık değeri 0.05'ten küçük olduğu için H₀ hipotezi reddedilmiş ve modelde değişen varyans sorunu mevcuttur. Başka bir ifade ile varyansın birimlere göre değiştiği anlaşılmakta ve dolayısıyla heteroskedasite olduğu sonucuna varılmaktadır.

Tablo 45. Dirençli (Robust) Tahmin Sonuçları (Model 4)

Bağımlı Değişken: ALTMAN				
Yıllar: 2002-2012				
Yıl Sayısı: 11				
Firma Gözlem Sayısı: 136				
Toplam Gözlem Sayısı: 1496				
Değişkenler	Etkinlik	Std. Hata	t-istatistiği	P Değeri
Yönetim Kurulu Yapısı ile İlgili Değişkenler				
YKB	.1038821	.0566895	2.78	0.037**
BYKU	-.2144108	.3248571	-0.66	0.509
KYKU	-.1429704	.688264	-0.21	0.835
YYKU	-.1798094	.2937466	-0.61	0.540
IKILIK	.322291	.2052598	1.75	0.076*
Sahiplik Yapısı ile İlgili Değişkenler				
ORTSAY	.0014642	.0204269	0.07	0.943
BUYUK1	-.009642	.0077012	-1.65	0.098*
BUYUK2	-.0237054	.0115532	-2.79	0.040**
CEOPAYI	-.0060841	.0073955	-0.82	0.411
YKPAYI	.0162323	.0038506	4.22	0.000***
YABPAYI	.0065942	.0055247	1.19	0.233
HAO	-.0215276	.0078344	-2.30	0.006***
Kontrol Değişkenler				
KALDIRAC	-8.28994	.4441832	-18.66	0.000***
VARLIK	.4101086	.0499918	8.20	0.000***
YAS	-.0202726	.0088476	-2.89	0.022**
Sabit (c)	6.68513	2.206109	4,85	0.000
Wald chi2	1608.30			
P İstatistiği	0.0000			
R ²	0.5181			

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Çalışmada, değişen varyans, otokorelasyon veya birimler arası korelasyonun (yatay kesit bağımlılığının) varlığına karşı dirençli olduğu için ve T<N durumunda uygulanabildiğinden veya tahmin gücü artmasından dolayı Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci tercih edilerek standart hatalar düzeltilmiştir. Böylelikle Beck-Katz (1995) tahmincisi ile değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon problemleri önlenmiş olmaktadır.

Tablo 45'te kurumsal yönetim uygulamaları ile ALTMAN arasındaki ilişki gösteren dirençli tahminci sonuçları yer almaktadır. Bu modelde 2002-2012 yıllarına ait 136 imalat sanayi firmasının verileri kullanılmıştır. Tablo 45'ten anlaşıldığı gibi

Beck-Katz (1995) tahmincisi ile değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon problemleri önlenmiş ve modelde F istatistik düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin yeterli açıklama gücüne sahip olduğu görülmektedir. Bununla birlikte *ALTMAN* skoru değişimin yaklaşık %52'lik kısmı kurumsal yönetim uygulamaları ile (15 tane bağımsız değişken) açıklanmaktadır. Başka bir ifade ile regresyon modelinin göreceli etkinliğini tespit etmede kullanılan "belirleme katsayısı"nın (R^2) %52 olduğu anlaşılmaktadır.

Modellerin sonuçları incelendiğinde yönetim kurulu yapısı ile ilgili değişkenlerden yönetim kurulu büyüklüğünün (*YKB*) ve ikilik uygulamasının (*İKILIK*) firmaların iflas riskini veya finansal başarısızlık riskini ölçmeye yarayan *Z* Altman skoru (*ALTMAN*) üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Yönetim kurulu üyesi sayısı ile *ALTMAN* arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile yönetim kurulu büyüklüğünün artması firmaların finansal başarısızlık veya iflas riskini azaltmaktadır. Bu sonuca paralel bir şekilde *İKILIK* ile *ALTMAN* arasında pozitif ve istatistiksel anlamlı ve zayıf bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile ikilik olması halinde firmaların iflas riskinin azaldığı söylenebilir. Diğer yönetim kurulu yapısı ile ilgili değişkenlerden kadın yönetim kurulu üye sayısı (*KYKU*), bağımsız yönetim kurulu üye sayısı (*BYKU*), yabancı yönetim kurulu üye sayısı (*YYKU*) firmaların finansal başarısızlık veya iflas riski üzerinde etkili değildir. Başka bir ifade ile *ALTMAN* ile *KYKU*, *BYKU* ve *YYKU* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı söylenebilir.

Sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde en büyük hissedarın sermaye payı (*BUYUK1*), en büyük ikinci hissedarın sermaye payı (*BUYUK2*), yönetim kurulu üyelerinin sermaye payı (*YKPAYI*) ve halka açıklık oranı (*HAO*) firmaların iflas riskini veya finansal başarısızlık riskini ölçmeye yarayan *Z* Altman skoru üzerinde etkili olduğu görülmektedir. En büyük ve ikinci en büyük hissedarın sermaye payı ile *ALTMAN* arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Yani toplam sermaye içerisinde en büyük ve ikinci en büyük hissedarın sermaye payının artması halinde firmanın finansal başarısızlık riski de artmaktadır. Bir diğer değişken olan *YKPAYI* ile *ALTMAN* arasında pozitif istatistiksel olarak oldukça anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Toplam sermaye içerisinde yönetim kurulu üyelerinin hisse miktarı veya ortaklık payı artması halinde,

bu durumdan firma olumlu yönde etkilenererek iflas riski azalmaktadır. Buna karşın *HAO* ile *ALTMAN* arasında negatif ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı ilişkiler belirlenmiştir. Başka bir ifade ile halka açıklık oranı arttıkça finansal başarısızlık riski de artmaktadır. Ayrıca diğer sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlerden ortak sayısı (*ORTSAY*), genel müdürün sermaye payı (*CEOPAYI*) ve yabancı yatırımcıların sermaye payı (*YABPAYI*) firmaların finansal başarısızlık veya iflas riski üzerinde etkili değildir. Yani; *ALTMAN* ile *ORTSAY*, *CEOPAYI*, ve *YABPAYI* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. Ancak *YAPPAYI* ile ($\beta = ,233$) *ALTMAN* arasındaki ilişki anlamlı olmasa da ilişkinin pozitif olması önemli bir sonuç olarak değerlendirilebilir.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde aktif büyüklük (*VARLIK*), kaldıraç oranı (*KALDIRAÇ*) ve firma yaşı (*YAS*) *ALTMAN* üzerinde etkili olduğu görülmektedir. *VARLIK* ile *ALTMAN* arasında pozitif; buna karşın *KALDIRAÇ* ve *YAS* ile *ALTMAN* arasında negatif ve istatistiksel olarak oldukça güçlü bir ilişki mevcuttur. Büyüklük göstergesi olan toplam varlıklarının artması finansal başarısızlık riskini azaltırken, kaldıraç oranının yükselmesi ve firma yaşının yükselmesi finansal başarısızlık riskini artırmaktadır.

GENEL DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER

Şirket yönetim kurullarının ve sahiplik yapılarının mercek altına alınması, kurumsal yönetimin finansal boyutunu ilk kez ortaya koyan, Cadbury (1992) raporu ile gerçekleşmiştir. Bu alandaki akademik çalışmalar da yaklaşık olarak aynı dönemde, Hermalin ve Weisbach (1991) çalışması ile hız kazanmıştır. Bu iki çalışmayı izleyen yıllardan günümüze kadar olan dönemde ise, yönetim kurullarının yapısı ve sahiplik yapısı ile ilgili değişkenler pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar için yapılan çalışmalarda irdelenmiştir.

Kurumsal yönetim 2000’li yılların başından itibaren önemini artıran bir kavram haline gelmiştir. Özellikle rekabet gücünün artırılmasında kurumsal yönetim uygulamaları önem kazanmıştır. Yaşanan muhasebe skandalları (Enron, Parmalat vb.) nedeniyle kurumsal yönetim uygulamalarının yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır. Bu yaşanan skandalların nedenleri arasında bağımsız denetim ve iç denetim kavramlarının iç içe geçmiş olmasının yanı sıra; önemli sebeplerden biri de işletme yöneticilerinin verdikleri kararlarda hatalı-yanlı davranmalarıdır. Tüm bu yaşananlar firmaların yönetim kurulu ve sahiplik yapısını daha da önemli hale getirmiştir.

Bu tezin amacı Borsa İstanbul’da (BİST) hisse senetleri işlem gören imalat sanayi işletmelerinin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı üzerindeki etkisini incelemektir. Araştırmada 2002-2012 yılları arasında BİST imalat sanayide kesintisiz olarak faaliyet gösteren 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Kurumsal yönetim uygulamaları olarak; firmaların yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, kadın yönetim kurulu üye sayısı, yabancı yönetim kurulu üye sayısı, ikilik, ortak sayısı, en büyük ve ikinci en büyük en büyük ortağının sermaye payı, yabancı sahipliği, CEO ve yönetim kurulu sahipliği, halka açıklık oranı gibi değişkenlerle Özsermaye Karlılığı, Varlık Karlılığı, Tobin’s q oranı ve Z Altman skoru arasındaki ilişkiler test edilmiştir.

Araştırmada veriler Stata 13.0 programından yararlanarak çözümlenmiştir. Çalışmada, değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun (yatay kesit bağımlılığının) varlığına karşı dirençli olduğu için ve $T < N$ durumunda uygulanabildiğinden Beck-Katz (1995) tarafından geliştirilen dirençli tahminci tercih edilerek standart hatalar düzeltilmiştir. Böylelikle Beck-Katz (1995) tahmincisi ile

değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon problemleri önlenmiş olmaktadır.

Araştırmada 4 model geliştirilmiştir. Modellerin sonuçları incelendiğinde yönetim kurulu yapısı ile ilgili değişkenlerden yönetim kurulu büyüklüğünün (*YKB*) muhasebe esaslı performans göstergesi olan varlık karlılığı (*ROA*) üzerinde ve finansal başarısızlık riskini ölçen *Z* Altman skoru (*ALTMAN*) üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Yönetim kurulu büyüklüğü ile *ROA* ve *ALTMAN* arasında pozitif ve istatistiksel anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile yönetim kurulu üye sayısının artması firmaların varlık başına düşen karlılığını artırmakta ve finansal başarısızlık riskini azaltmaktadır. Bu sonuçlar kaynak bağımlılığı teorisini destekler niteliktedir. Bu durum yönetim kurulu üye sayısı fazla olan kurullar, daha fazla bağlantı sağlaması ve böylelikle kritik kaynaklara ulaşmanın daha kolay olması ile açıklanabilir. Bununla birlikte daha büyük yönetim kurullarının yönetsel anlamda baskı altına alınması da zordur. Birçok yazar tarafından YK sayısının fazla olmasının bilgi, tecrübe ve daha iyi tavsiye anlamını taşıyacağı vurgulanmıştır. Bunun dışında büyük yönetim kurulları, mal ve hizmet piyasaları, şirket birleşme ve satın almaları gibi firma performansını olumlu etki yapabilecek bilgilerin elde edilmesinde farklı avantajlar da sağlayabilir. Elde edilen bu sonuçlar vekâlet teorisi ile ilişkilendirilebilir. Vekâlet teorisine göre; yönetim kurulu üye sayısına bir sınırlama getirilmelidir. Belirlenen sınırları aşan firmaların grup dinamikleri açısından çatışmalara yol açabileceğini ve firmanın finansal performansını azaltacağını savunmuşlardır. Ancak bu çalışmada *YKB* ile *ROA* ve *ALTMAN* arasında pozitif bir ilişki elde edilmesi; yönetim kurulu üye sayısının sonsuz olacağı veya sınırlama getirilmeyeceği anlamına gelmemektedir. Bu yüzden Vekâlet teorisinde savunduğu gibi yönetim kurulu üye sayısına bir sınırlama getirilmesi gerektiği söylenebilir. Piyasa esaslı performans göstergesi olan Tobin's *q* ve ROE ile *YKB* arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir. Sonuç olarak YK büyüklüğü ROE ve Tobin's *q* oranı üzerinde etkili değildir.

Bağımsız yönetim kurulu üye sayısının (*BYKÜ*) finansal performans üzerindeki etkisini ölçen dört model geliştirilmiştir. Modellerin sonucunda Vekâlet Teorisi ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi'nin aksine *BYKÜ* ile *ROA*, *ROE*, Tobin's *q* ve *Z* Altman Skoru arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir.

Diğer bir ifade ile bağımsız yönetim kurulu üyesi olmasının işletmenin finansal performansına bir etkisinin olmadığı söylenebilir. Ancak anlamlı bir ilişki belirlenememesinin nedeni; işletmelere 2011 yılında bağımsız yönetim kurulu (BYK) üyesi bulundurma zorunluluğunun getirilmesi ve 2011 öncesi dönemlerde BYK üyesinin çok fazla olmayışı ile açıklanabilir. Ayrıca Türkiye’de kurumsal yönetim kültürünün gelişmesi ile birlikte BYK üyesinin performans göstergelerine olumlu katkı yapacağı düşünülmektedir. Başka bir ifade ile kurumsal kültür değiştikçe, gelişmiş ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de işletmelerin performans göstergeleri de artacaktır. Bununla birlikte literatürde etkili yönetim kurullarında, firma dışından yönetim kurulu üyelerin sayısının daha fazla olduğu ile ilgili görüş birliği mevcuttur. Başka bir ifade ile bağımsız yönetim kurulunun olmasının etkili bir kurumsal yönetim sisteminin düzenlenmesinde oldukça gereklidir. Bunların dışında yönetim kurullarında firma dışından yönetim kurulu üyelerin olmasının firma içinde bulunmayan yönetsel becerilerin ve bilgiye ulaşılmasının sağlanması bakımından da önemlidir. Sonuç olarak ülkemizde özellikle bağımsız yönetim kurulu sayısının az olmasından ve göreceli olarak kurumsal yönetim sisteminin kısmen gelişmemiş olmasından dolayı BYKÜ sayısının performans üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. 2011 yılından sonraki dönemleri kapsayan verilerle BYKÜ sayısının finansal performans üzerindeki etkisi yeniden araştırılmaya ihtiyaç vardır.

Bununla birlikte ülkemizde firmaların önemli bir kısmı aile işletmesi olduğu bilinmektedir. Genellikle yönetim kurulu üyeleri aile içerisinden seçilmektedir. Özellikle 2011 yılı öncesi dönemde aile üyeleri bazı bilgilerin gizli kalmasını istediklerinden dolayı dış üyeleri yönetim kuruluna almamaktadırlar. Bağımsız yönetim kurulu eksikliği ise göreceli olarak işletmenin finansal performansını olumsuz yönde etkilemektedir.

Kadın yönetim kurulu üye sayısı (*KYKU*) ile finansal performans göstergeleri arasında farklı sonuçlar tespit edilmiştir. *KYKU* ile *ROE*, Tobin’s q oranı ve *Z* Altman skoru arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki elde edilmiştir. Buna karşın *KYKU* ile *ROA* arasında pozitif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı bir ilişki belirlenmiştir. Başka bir ifade ile kadın yönetim kurulu (*KYK*) üye oranının artması firmaların varlık başına düşen karlılığını artırmaktadır. Bu sonuçlar kaynak bağımlılığı ve vekâlet teorisini destekler niteliktedir. Yönetim kurulunda, kadın

üyelerin olması durumunda yönetim kurulunun bağımsızlığı artacaktır. Bu durum ise işletme performansını olumlu yönde etkileyecektir. Bununla birlikte cinsiyet çeşitliliği kadın ve erkek yönetim kurulu üyelerinin farklı karakter ve yeteneklerini şirkete sunma süreci olarak görülebilir. Ayrıca işletmeler yönetim kurulları etkinliklerini kadın yönetim kurulu üyelerini bünyelerine katarak daha geniş yetenek havuzu oluşturarak artırmaktadırlar. Sonuç olarak yönetim kurulunda kadın üyelerin bulunması, yönetim kurulunun daha iyi işleyişini sağlayarak firma performansını olumlu yönde etkilemekte ve BİST firmaları açısından kadın üyelerin sayısının artırılması tavsiye edilmektedir.

Diğer bağımsız değişken olan yabancı yönetim kurulu üye sayısı (YYKÜ) ile muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri arasında farklı sonuçlar tespit edilmiştir. YYKÜ ile *ROA*, *ROE* ve *Z Altman Skoru* arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Buna karşın YYKÜ ile piyasa esaslı performans göstergesi olan Tobin's q arasında pozitif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuçlar kaynak bağımlılığı teorisini destekler niteliktedir. Yönetim kurulunda kültürel altyapı veya etnik köken bakımından çeşitliliğin olması, yönetim kurulunun bağımsızlığını arttıracak ve bu durum ise işletmenin performansını olumlu yönde etkileyecektir. Sonuç olarak yabancı yönetim kurulu üyesi olan işletmeler yatırımcı gözünde daha değerli olduğu söylenebilir.

Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi (Duality-İkilik) olmasının (*İKİLİK*) firma performansı üzerindeki etkisi incelendiğinde; ikiliğin muhasebe ve piyasa temelli performans göstergelerine farklı etki yaptığı görülmüştür. İkilik ile *ROA* ve *ROE* arasında anlamlı bir ilişki belirlenmemiştir. Başka bir ifade ile ikilik varlık başına ve özsermaye başına karlılığı etkilememektedir. Buna karşın ikilik ile Tobin's q oranı ve *Z Altman skoru* üzerinde etkilidir. İkilik ile Tobin's q oranı arasında negatif ve *Z Altman skoru* arasında pozitif ve istatistiksel olarak zayıf ve anlamlı bir ilişki vardır. Yani; ikilik olması halinde işletmelerin iflas riski ve finansal başarısızlık riski azalmaktadır. Ayrıca ikilik olması halinde işletmelerin piyasa performansı azaltmakta ve yatırımcılar ikilik olan firmalara fazla talep göstermemektedir. Elde edilen sonuçlardan da görülebileceği gibi, Tobin's q ölçütü yani, piyasa değeri defter değeri oranının ikilik uygulamasının olmadığı firmalarda da daha iyi performans gösterdiği görülmektedir.

Hisse senedi yatırımı yapmak isteyen yatırımcılar açısından bu durum değerlendirildiğinde, özellikle firma seçimi yapılırken genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmadığı firmalar arasından seçim yapılması yatırımcının daha olumlu sonuçlar elde etmesini sağlayabilecektir. Başka bir ifade ile yatırımcı sermaye kazancında ikilik uygulamasının olmadığı firmalarda daha iyi sonuçlar elde edebilecektir.

Ülkemiz açısından ikilik uygulamasını değerlendirdiğimizde ikilik olması halinde, genel müdürü denetlemek daha zor hale gelmektedir. Yönetim kurulunun görevlerinden biri de genel müdürü denetlemektir. Denetleyen ve denetlenenin aynı kişiden oluşmasıyla ve oluşan güçlü liderlik yapısı ile firmanın yüksek performans göstermesini engelleyecektir. Başka bir ifade ile iki görevin birbirinden ayrılması neticesinde, genel müdürü örgütü etkin bir şekilde yönetirken, yönetim kurulu başkanı da yönetimin çalışmalarını denetleyebilecektir. Ayrıca CEO ile yönetim kurulluğu görevlerinin birbirlerinden ayrılması yönetim kurulunun daha etkin ve şeffaf hareket edebilmesine imkân sağlamaktadır. Bununla birlikte ikilik ile yetkinin tek kişide toplanması ve genel müdürün uygun olmayan biçimde hareket etmesine neden olabilmektedir. Böylelikle işletme açısından problem yaratabilmekte, yetkinin aşırı artırılmasıyla birlikte yönetim kurulunun bağımsız karar alma yeteneğini önleyebilmekte ve stratejik karar vermeyi zorlaştırabilmektedir.

Sahiplik yapısı ile ilgili değişkenlerin işletmelerin finansal performansına etkisi incelendiğinde yine muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergeleri üzerinde farklı etki yapmıştır. Tobin's q ve Z Altman Skoru ile ortak sayısı (*ORTSAY*) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Ancak ortak sayısının muhasebe esaslı performans göstergeleri olan ROA ve ROE'yi etkilemektedir. Başka bir ifade ile ortak sayısı artması firmaların varlık başına ve özsermaye başına düşen karlılığını da artırmaktadır. En büyük ortağın sermaye payı (*BUYUK1*) ile Z Altman Skoru arasında negatif bir ilişki; buna karşın ROE arasında anlamlı olmayan bir ilişki belirlenmiştir. Ayrıca en büyük ortağın sermaye payı ile ROA ve Tobin's q arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde edilmiştir. En büyük ikinci ortağın sermaye payı ile ROA, ROE ve Tobin's q arasında anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Yine en büyük ikinci ortağın sermaye payı (*BUYUK2*) ile Z Altman Skoru arasında negatif bir ilişkinin varlığı ortaya

konmuştur. Literatürde büyük oranda şirket hisselerine sahip hissedarların varlığının, firma performansını artırıcı bir unsur olduğuna inanılmaktadır. Büyük hissedarın varlığı şirket içi denetim gücüne ve güdüye sahip olmalarından ve kendi çıkarlarını maksimize etmeye çalışmalarından dolayı firma performansı üzerinde olumlu bir etki yapmaktadır. Ayrıca büyük hisselerine sahip olan ortaklar işletmeyi kontrolleri altına almak isteyebilirler. Bu durum neticesinde büyük hissedara sahip olan işletmenin temsil maliyetlerinde bir azalma gösterebilir. Bununla birlikte büyük hissedarlara sahip firmalar devamlılıklarını korumaktadırlar ve iyi performans göstermektedirler. Tüm bunların dışında büyük hissedarlar işletme içerisinde neler olduğunu gözlemleyip izleme ve müdahale etme olanağı da tanıyabilir.

Sahiplik yapısı ile ilgili diğer değişken olan yönetim kurulu sahipliği (*YKPAYI*) ile *ROA*, *ROE* ve Tobin's q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki; buna karşın *YKPAYI* ile Z Altman Skoru arasında pozitif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile yönetim kurulunun sermaye payının artması *ROA*, *ROE* ve Tobin's q oranına bir etkisi olmadığı söylenebilir. Ancak yönetim kurulunun sermaye payı arttıkça firmaların finansal başarısızlık veya iflas riski azalmaktadır. Sonuç olarak yönetici sahipliği ile performans göstergeleri arasında anlamlı bir ilişki belirlenememesine rağmen yönetici sahiplik seviyesinin iyi ayarlanması gerekmekte ve belli bir seviyeden sonra firma performansına zarar verebilecektir.

CEO Sahipliği (*CEOPAYI*) ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelendiğinde sonuçlar temsil teorisini destekler niteliktedir. *CEOPAYI* ile *ROE* ve Tobin's q oranı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki mevcuttur. Ancak *CEOPAYI* ile ($\beta = ,157$) *ROA* arasındaki ilişki anlamlı olmasa da ilişkinin pozitif olması önemli bir sonuç olarak değerlendirilebilir. Başka bir ifade ile CEO'nun sermaye payının artması işletmenin muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergelerinin yükselmesine neden olmaktadır. Bir işletmede CEO'nun sermaye payının olmaması veya çok az olması halinde CEO firma değerini maksimize eden yatırımları bulmak için zaman harcamak isteyebilir veya bu yatırımlarda kendi çıkarları yoktur. CEO'nun sermaye payı arttıkça firma değeri maksimizasyonundan sapsular azalacaktır. CEO'nun sermaye paylarının artması neticesinde hissedarlar ile çıkarlarının benzeşmesi ile birlikte bu uyum sayesinde vekâlet problemlerinin

azalması neden olmaktadır. Bu durum vekâlet teorisinin aksine işletmenin firma değerinin ve performansının artması ile sonuçlanacaktır.

Yabancı Sahipliği (*YABPAYI*) ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelendiğinde farklı sonuçlar tespit edilmiştir. Yabancı sahipliği ile *ROA* ve *Z* Altman skoru arasında anlamlı olmayan bir ilişki; buna karşın *ROE* ve Tobin's *q* oranı ile *YABPAYI* arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki elde edilmiştir. Yabancı sahipliğinin artması işletmelerin özsermaye başına düşen karlılığını azaltırken piyasa değerini yükseltmektedir. Yatırımcılar özellikle sermaye kazancı elde etmek istiyorsa, yabancı sahipliği olan firmalara yönelmelidir. Sonuç olarak kaynak bağımlılığı teorisi ile tutarlı bir şekilde yabancı sahipliği firma değerini artırıcı bir unsurdur. Bununla birlikte yabancı yatırımcıların kendilerinin haklarının korunduğu güvenli ülkelere yatırım yapmaktadırlar. Ayrıca ülkelerin dışa açıklık seviyesi de yabancı yatırımcı sahipliğini artırmaktadır.

Kontrol değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde, aktif büyüklüğü ile *ROA*, *ROE* ve *ALTMAN* arasında pozitif bir ilişki; buna karşın kaldıraç oranı ile *ROA*, *ROE* ve *ALTMAN* arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca firma yaşı azaldıkça işletmelerin finansal başarısızlık riski de azaldığı belirlenmiştir.

Özetle BİST'da hisse senetleri işlem gören imalat sanayi işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile sahiplik yapısının ve yönetim kurulu yapısının işletmenin karlılığı, piyasa değeri ve finansal başarısızlık riski üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar araştırmada geliştirilen ana hipotezleri doğrulamaktadır. Ancak söz konusu yönetim kurulu ve sahiplik yapısı değişkenlerinin bir kısmı firma performansı üzerinde etkili iken, diğer kısmı ise firma performansı üzerinde etkili değildir.⁵

Araştırmada elde edilen bulgular; yatırımcılar, araştırmacılar, finansal düzenleyiciler ve işletmelerin üst yönetimi açısından büyük önem taşımaktadır. Yeni bir kurumsal yönetim modeli oluşturmak amacıyla yapılacak çalışmalarda,

⁵ Yönetim kurulu ve sahiplik yapısı değişkenleri ile ilgili alt hipotezlerin sonuçları Ek 2'de gösterilmiştir.

araştırmacılar kurumsal yönetim modelini bu tezin üzerine inşa etme olanağı sağlayacaktır. Bu tezin sonucunda; kurumsal yönetim uygulamalarının şirketin uzun vadeli değeri üzerindeki etkisi tespit edilmesi ile yatırımcıların karar almaları kolaylaşacaktır. Benzer şekilde bu çalışmanın sonuçları, kurumsal yönetim reformlarına odaklanan üst yönetime katkıda bulunacaktır. Başka bir ifade ile bu araştırma yönetim ve sahiplik yapıları açısından BİST İmalat Sanayi’de işlem gören firmalara ışık tutacaktır.

Kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen bu araştırmanın bir takım kısıtları bulunmaktadır. Öncelikle çalışmanın bulguları; Borsa İstanbul’da imalat sanayide faaliyette bulunan firmalar açısından yorumlanmalıdır. Ayrıca firmaların 2002-2012 yıllarına ait verilerinden yararlanılması çalışmanın başka kısıtıdır. İmalat sanayide 2013 yılı sonu itibariyle 173 adet firma faaliyet göstermektedir. Bu çalışmada 2012-2012 yılları arasında kesintisiz olarak faaliyet gösteren 136 firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Görüldüğü gibi imalat sanayide bulunan tüm firmalar analize dâhil edilmemiş olmaması da çalışmanın bir diğer kısıttır.

Gelecek çalışmalarda kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans arasındaki ilişki farklı sektörler veya imalat sanayide bulunan alt sektörler açısından incelenebilir. Ayrıca yönetim kurulu üyelerinin yaşı, cinsiyeti, eğitimi, tecrübesi gibi değişkenlerin performans üzerindeki etkisi araştırılabilir. Tüm bunların dışında komite sayısının, bazı komitelerin varlığının, kurumsal yatırımcı ve kamu sahipliğinin işletmenin finansal performansına etkisi incelenebilir.

KAYNAKÇA

- Abbasi, M., Kalantari E. & Abbasi H. (2012). Impact of Corporate Governance Mechanisms on Firm Value Evidence from the Food Industry of Iran. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, (5), 4712-4721.
- Abbasoğlu, O. F., Aysan A. F. & Güneş A. (2007). Concentration, Competition, Efficiency and Profitability of the Turkish Banking Sector in the Post-crisis Period. *Banks and Bank Systems*, 2(3), 106-115.
- Abdioğlu, H. (2007). *İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Kapsamında İç Denetimin Rolü Ve İMKB – 100 Örneği*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Abdullah, A. & Page, M. (2009). Corporate Governance and Corporate Performance: UK FTSE 350 Companies, The Institute of Chartered Accountants of Scotland,
http://www.google.com.tr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=2&cad=rja&ved=0CDsQFjAB&url=http%3A%2F%2Fek-dev.icas.org.uk%2Fres%2Fpage_corp_govern_report_2009.pdf&ei=KSgTU7CWCpCrhQeV5oCIBg&usg=AFQjCNEI0sxiCAZ2J8HXA5o9hCPoKgLEFQ&sig2=sjHRtoeTJK8ei7U97qmODA&bvm=bv.62286460,d.ZG4,
02.03.2014.
- Abdullah, S. N. (2004). Board Composition, CEO Duality and Performance Among Malaysian Listed Companies. *Corporate Governance*, 4(4), 47 – 61.
- Abor, J. (2005). The Effect of Capital Structure on Profitability: Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445.
- Abor, J. (2007). Debt policy and performance of SMEs. *Journal of Risk Finance*, 8(4), 364-379, <http://dx.doi.org/10.1108/15265940710777315>, 05.03.2013.
- Abreu, M. & Victor M. (2001). Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Evidence for Some EU Countries, http://pascal.iseg.utl.pt/~cief/uk/conf/session2_CIEF2.pdf, 05.06.2012.

- Açıkgöz, E. (2012). Finansal Sıkıntıyı Belirleyen Faktörlerin Tespiti: İMKB İmalat Sektörü Uygulaması, <http://diyoy.beun.edu.tr/wp-content/uploads/2013/06/Diploma-%C3%87al%C4%B1%C5%9Fmas%C4%B1-%C3%96rne%C5%96.pdf>, 01.06.2014.
- Adams, B. R. & Mehran H. (2005). Corporate Performance, Board Structure and Its Determinants in the Banking Industry. Working Paper Federal Reserve Bank of New York, 1-42.
- Adams, B. R. & Mehran H. (2008). Corporate Performance, Board Structure and Their Determinants in the Banking Industry, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 330.
- Adams, R. B. & Ferreira D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291–309.
- Adusei, M. (2011), Board Structure and Bank Performance in Ghana. *Journal of Money, Investment and Banking*, ISSN 1450-288X, 72- 84.
- Agiobenebo, T. J. & Ezirim C. B. (2002). Impact of Financial Intermediation on the Profitability of Insurance Companies in Nigeria. *First Bank of Nigeria Quarterly Review*, 2(1), 20-31.
- Agoraki, M. E., Delis M. & Staikouras P. (2010). The Effect of Board Size and Composition on Bank Efficiency. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 2(4), 357-386.
- Agrawal, A. & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
- Ahern, K. R. & Dittmar A. K. (2012). The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127, 137-197.
- Ahmad Z., Abdullah N. M. H. & Roslan S. (2012). Capital Structure Effect on Firms Performance: Focusing on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms, <http://www.bizresearchpapers.com/11.%20Zuraidah.pdf>, 05.03.2013.

- Ahmed, K., Hossain, M. & Adams, M. B. (2006). The Effects of Board Composition and Board Size on the Informativeness of Annual Accounting Earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 418-431.
- Ahmed, N., Ahmed, Z. & Ahmed I. (2010). Determinants of Capital Structure: A Case of Life Insurance Sector of Pakistan. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, ISSN 1450-2275 Issue 24, 7-12.
- Ahmed, N., Ahmed, Z. & Ahmad U. (2011). Determinants of Performance: A Case of Life Insurance Sector of Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, No. 61, 123-128.
- Akbaş, H. E. & Karaduman, H. A. (2012). The Effect of Firm Size on Profitability: An Empirical Investigation on Turkish Manufacturing Companies. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 55, 21-27.
- Akdoğan, Y. E. & Boyacıoğlu, M. A. (2010). Corporate Governance In Turkey: An Overview. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24, 11-30.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim* (7. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın Dağıtım.
- Akgül, B. (2009). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyarınca Banka Yönetim Kurulunun Yapısı Ve İşleyişi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Akın, A. (2004). Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Sayı: 22, 127-148.
- Akıncı, G. S. (2011). *Aile İşletmelerinde Yönetim Kurulunun Yapısal Özelliklerinin Firma Performansına Etkisi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Akintoye, I. R. & Adidu A. Felix (2008). Investment Decisions in a Developing Economy: A Case Study of Insurance Business in Nigeria. *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 20, 8-14.

- Aksoy, D. (2011). *Türkiye'deki Mevduat Bankalarının Finansal Performanslarının Ölçümü Üzerine Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Aktan, Ç. C. (2014). Kurumsal Şirket Yönetiminin Amaçları, <http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/amaclar.htm>, 01.09.2014.
- Alacaklıoğlu, H. (2009). *Kurumsal yönetim ve Aile Şirketleri* (1.Baskı). İstanbul: Kaizen Resital Yayıncılık.
- Albayrak, A. S. (2008). Değişen Varyans Durumunda En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Ağırlıklı Regresyon Analizi Ve Bir Uygulama. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, 10(2), 111- 134.
- Alimehmeti G. & Paletta A. (2012). Ownership Concentration and Effects Over Firm Performance: Evidences From Italy. *European Scientific Journal*, 8(22): 39-49.
- Al-Horani, A., Pope, P. F. & Stark, A. W. (2003). Research and Development Activity and Expected Returns in The United Kingdom. *European Finance Review*, 7, 27- 46.
- Almajali, A. Y., Alamro, A. S. & Al-Soub, Y. Z. (2012). Factors Affecting the Financial Performance of Jordanian Insurance Companies Listed at Amman Stock Exchange. *Journal of Management Research*, ISSN 1941-899X, 4(2), 266- 289.
- Alp, A. ve Kılıç S. (2014). *Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli* (1.Baskı). İstanbul: Doğan Kitap.
- Alrashdan, A. (2002). *Profitability Determinants of Jordanian Commercial Banks*. (Master Degree Project). Al al-Bayt University, Mafraq, Jordan.
- Al-Shami, H-A. A. (2008). *Determinants of Insurance Companies Profitability in UAE*. (Master Thesis). College of Business University Utara, Malaysia.

- Altman, E. I. (2000). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting The Z-Score and Zeta Models, <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf>, 03.08.2014.
- Amba, S. M. (2013). Does CEO Duality Enhance Firms Business Performance? Empirical Evidence from Bahrain. *International Journal of Business and Social Science*, 4(6), 88- 91.
- Anderson, R., Mansi S. & Reeb, D. (2004). Board Characteristics, Accounting Report Integrity and the Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 341- 342.
- Andersson, J., Jacob N. & Salomonsson D. (2004). The Link Between Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Sweden's Listed Companies, https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/2266/1/gbs_thesis_37.pdf, 02.03.2014.
- Andres, de P. A., Azofra, V. & Lopez, F. (2005). Corporate Boards in Some OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness. *Corporate Governance. An International Review*, 13, 197- 210.
- Andres, P. & Vallelado E. (2008). Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors. *Journal of Banking and Finance*, 32, 2570– 2580.
- Anindita K., Prashant K. & Anantha M. N. K. (2008). Advertising and Firm Value: Mapping The Relationship Between Advertising, Profitability and Business Strategy in India, <http://www.iitk.ac.in/infocell/announce/convention/papers/Strategy-05-Anindita%20Kundu%20Prashant%20Kulkarni%20Anantha%20Murthy%20N.K%20.pdf>, 20.12.2013.
- Anne, H. C. & Williams, M. S. (2003). International Comparative Analysis of the Association Between Board Structure and The Efficiency of Value Added by a Firm from its Physical Capital and Intellectual Capital Resources. *The International Journal of Accounting*, 38, 465- 491.
- Anselin, L. (1988). *Spatial Econometrics, Methods and Models*. Boston: Kluwer Academic.

- Ararat, M. A., Çetin M. & Tansel A. (2010). Impact of Board Diversity on Boards's Monitoring Intensity and Firm Performance: Evidence From The Istanbul Stock Exchange., 17th Annual Conference of The Multinational Finance Society, New Jersey: Multinational Finance Society, 1- 33.
- Ararat, M. & Uğur M. (2003). Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations. *Corporate Governance*, 3(1), 58- 75.
- Aras, G. ve Müslümov, A. (2003). Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği. *Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği*, İstanbul.
- Archarungroj, P. & Hoshino Y. (1998). The Impact of Firm Size on Export Performance and Attitudes: An Empirical Study on Thailand Exporters. *Japanese Journal of Administrative Science*, 12(2), 79 - 88.
- Arellano, M. (1987). Computing Robust Standard Errors for Within-Group Estimators. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 49, 431- 434.
- Argüden, Y. (2007). *Yönetim Kurulu Sırları: Yaşam Kalitesi İçin Kurumsal Yönetişim*. Rota Yayınları, İstanbul.
- Arif, A. & Anees A. N. (2012). Liquidity Risk and Performance of Banking System. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20(2), 182- 195.
- Arosa, B., Iturralde T. & Maseda A. (2010). Ownership Structure and Firm Performance In Non-Listed Firms: Evidence From Spain. *Journal of Family Business Strategy.- Elsevier*. 1 (2), 88- 96.
- Arosa B., Iturralde T. & Maseda A. (2010). Outsiders on The Board of Directors and Firm Performance: Evidence from Spanish Non-Listed Family Firms. *Journal of Family Business Strategy*, 1, 236– 245.
- Arosa B., Iturralde T. & Maseda A. (2013). The Board Structure and Firm Performance in Smes: Evidence from Spain. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 19, 127– 135.

- Ataay, A. (2006). *Aile Şirketlerinde Başkacılık ve Koruma: Vekâlet Maliyetleri*, 2. Aile İşletmeleri Kongre Kitabı, İstanbul Kültür Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- Athanasoglou, P. P., Delis D. M. & Staikouras C. (2006). Determinants of Bank Profitability in the South Eastern European Region. *Journal of Financial Decision Making*, 2, 1- 17.
- Aydın, N., Başar M. ve Çoşkun M. (2010). *Finansal Yönetim* (1.Baskı). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aygün, M. ve İç, S. (2010). Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 47, 192- 201.
- Aygün, M., İç, S. & Sayın, C. (2011). Yönetim Kurulu Büyüklüğünü Belirleyen Faktörler ve Yönetim Kurulu Büyüklüğü İle Firma Performansı Arasındaki İlişki. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10 , 77-92.
- Aysan, M. A. (2007). Muhasebe ve Kurumsal Yönetim. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 35, 17-24.
- Aytekin, S. ve İbiş, A. (2014). Mülkiyet Yapısının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi: BİST Metal Eşya, Makina Endeksi (Xmesy) Üzerinde Bir Uygulama. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 40, 119- 129.
- Badar, R. & Saeed A. (2013). Impact of Capital Structure on Performance Empirical Evidence from Sugar Sector of Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 5(5), 78- 86.
- Bai C-E., Liu Q., Lu J., Song, F. M. & Zhang J. (2004). Corporate Governance and Market Valuation in China. *Journal of Comparative Economics* 32, 599– 616.
- Bai, J. & S. Ng (2004). A Panic on Unit Root Tests and Cointegration. *Econometrica*, 72, 1127- 1177.

- Bakal, T. (2013). *Aile Şirketlerinde Tutuculuk Kavramı Ve Kurumsal Yönetim Açısından Önemi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Celalbayar Üniversitesi, Manisa.
- Baliga, B. R., Moyer, R. C. & Rao, R. S. (1996). CEO Duality and Firm Performance: What's The Fuss?. *Strategic Management Journal*, 17, 41- 53.
- Ballinger, G. A. & Marcel, J. J. (2010). The Use of an İnterim CEO During Succession Episodes and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 31, 262- 283.
- Banchuenvijit, W. (2012). Determinants of Firm Performance of Vietnam Listed Companies. Academic and Business Research Institute, <http://aabri.com/SA12Manuscripts/SA12078.pdf>, 03.04.2014.
- Barney, J. & Ouchi, W. (1986). *Organizational Economics*, Jossey-Bass, San Francisco.
- Başat, R. (2010). *İşletmelerde Yönetim Kurulunun Yapısı, İşleyişi ve Performans Üzerine Etkisi: Denizli İli Örneği*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Afyon Kocatepe Üniversitesi, Afyon.
- Baptista, M. A. A., Klotzle, M.C. & Melo, M.A.C. (2011). Ceo Duality and Firm Performance in Brazil: Evidence From 2008. *Revista Persamento Contemporaneo em Aministracao, UFF*, 11, 36- 55.
- Baraz, B. (2004). Yönetim Kurullarının Kurumsal Yönetişim Açısından Kritik Önemi: Eskişehir'de Bir Araştırma. 3.Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi, Osmangazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, Eskişehir.
- Barnhart, S. W. & Roseinstein, S. (1998). Board Composition, Managerial Ownership and Firm Performance: An Empirical Analysis. *The Financial Review*, 33, 1- 16.
- Barth, J. R., Nolle D. E., Phumiwasana T. & Yago G. (2003). A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 12, 67- 120.

- Bashir, M. A-H. & Hassan K. M. (2003). Determinants of Islamic Banking Profitability, Paper, *The Economic Research Forum (ERF) 10th Annual Conference*, Marrakesh, Morocco, <http://www.nzibo.com/IB2/Determinants.pdf>, 02.06.2012.
- Batra, G. (1999). Job Bank Policy and Research; Reallocation, the Export Market and Firm Performance: Evidence. *World Business Environment* Unit; Ref, 683-26, Vol. 10, No. 1.
- Baum, C. F. (2006). The Effects of Short-Term Liabilities on Profitability: The Case of Germany, http://www.diw.de/documents/dokumentenarchiv/17/44613/baum_s_chaefer_talavera_paper_eea.pdf, 05.03.2013.
- Bayrakdaroğlu A. (2009). *Hissedar Değeri ile Geleneksel ve Çağdaş Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki: İMKB şirketleri Üzerine Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Erciyes Üniversitesi, Kayseri.
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11- 20.
- Beaty, R. P. & Zajac, E. (1994). Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive's Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39, 313- 316.
- Beck N. & Katz, J. N. (1995). What To Do (and Not To Do) with Times-Series–Cross-Section Data in Comparative Politics. *American Political Science Review*, 89(3), 634– 647.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F. & Zimmermann, H. (2003). Is Board Size Anindependent Corporate Governance Mechanism?. *Kyklos*, 57, 327- 356.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M. & Zimmermann, H. (2006). An İntegrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation, *European Financial Management*, 12, 249- 283.
- Belkhir, M. (2005). Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Banking. [Applied Financial Economics](http://www.ebsconline.com/ViewFullText.aspx?ArticleId=1111), 19(19), 1581- 1593.

- Belkhir, M. (2009). Board of Directors' Size and Performance in the Banking Industry. *International Journal of Managerial Finance*, 5(2), 201– 221.
- Ben Naceur, S. & Goaid, M. (2008). The Determinants of Commercial Bank Interest Margin and Profitability: Evidence from Tunisia. *Frontiers in Finance and Economics*, 5(1), 106- 130.
- Ben-Zion, U. (1978). The Investment Aspect of Nonproduction Expenditures: An Empirical Test. *Journal of Economics and Business*, 30, 224- 229.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C. & Nielsen, K. M. (2008). The Causal Effect of Board Size in the Performance of Small and Medium-Sized Firms. *Journal of Banking & Finance*, 32, 1098- 1109.
- Berezneak, E. (2007). *Bankalarda Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi: Türkiye Uygulaması*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Yıldız Teknik Üniversitesi, İstanbul.
- Berg, S. & Smith K. (1978). CEO and Board Chairman: A Quantitative Study of Dual Vs Unitary Board Leadership. *Directors & Boards*, 3(1), 34- 39.
- Berle, A. A. & Gardiner C. M. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan, in Robert A.G. Monks, Nell Minow, *Corporate Governance*, Blackwell Publishers, Massachusetts, USA.
- Berríos, M. R. (2013). The Relationship Between Bank Credit Risk And Profitability and Liquidity. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(3), 105- 119.
- Bhagat, S. & Black, B. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence And Long Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231– 274.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2013). Director Ownership, Governance and Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 1- 33.
- Bhargava, A., Franzini, L. & Narendranathan, W. (1982). Serial Correlation and the Fixed Effects Model. *Review of Economic Studies*, 49, 533– 549.

- Bilkey, W. J. & George T. (1977). The Export Behavior of Smaller-Sized Wisconsin Manufacturing Firms. *Journal of International Business Studies*, 8(1), 93- 98.
- Bino, A. & Tomar, S. (2012). Corporate Governance and Bank Performance: Evidence from Jordanian Banking Industry. *Journal of Business Administration*
<http://www.ju.edu.jo/Resources/EconomicObservatory/Lists/Conferences/Attachments/6/1>
 CORPORATE%20GOVERNANCE%20AND%20BANK%20PERFORMANCE.pdfJordan, 10.04.2012.
- Birnbaum, P. H. (1984). The Choice of Strategic Alternatives Under Increasing Regulation in High Technology Industries. *Academy of Management Journal*, 27, 489- 510.
- Bjuggren, P., Eklund, J. E. & Wiberg, D. (2007). Ownership Structure, Control and Firm Performance: The Effects of Vote-Differentiated Shares. *Applied Financial Economics* - LA English, vol. 17, no. 16, http://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/09603100600993737#.U9pZ6v1_v5M, 01.07.2014.
- Black, B. S., Jang H. & Kim, W. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics and Organization*, 22, 366- 413.
- Black, B. S. & W. Kim (2007). The Value of Board Independence in an Emerging Market: IV, Did and Time Series Evidence From Korea. *University of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 89*.
- Bøhren, Ø. (2013). Board Size in Private Firms. Master of Science in Business & Economics, Major in Finance, BI Norwegian Business School.
- Bonaccorsi, A. (1992). On the Relationship between Firm Size and Export Intensity. *Journal of International Business Studies*, 23(4), 605- 636.
- Bonna, K. A. (2012). *The Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance*. Walden University, Applied Management & Decision Sciences: Finance, Doctor of Philosophy.

- Bothwell, J. L., Cooley, T. F. & Hall, T. E. (1984). A New View of the Market Structure – Performance Debate. *Journal of Industrial Economic*, 32(4), 397–417.
- Bouaziz, Z. & Triki, M. (2012). The Impact of The Board of Directors on the Financial Performance of Tunisian Companies. *Universal Journal of Marketing and Business Research*, 1(2), 56- 71.
- Bourke, P. (1989). Concentration and other Determinants of Bank Profitability in Europe, North America and Australia. *Journal of Banking and Finance*, 13(1), 65- 79.
- Boyd, K. B. (1995). CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model. *Strategic Management Journal*, 16, 301– 312.
- Bozec, R. (2005). Boards of Directors, Market Discipline and Firm Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(9), 1921- 1960.
- Bozec, R. & Dia, M. (2007). Board Structure and Firm Technical Efficiency: Evidence from Canadian State-Owned Enterprises. *European Journal of Operations Research*, 177, 1734– 1750.
- Böhren, Ö. & Ström, R. Ö. (2010). Governance and Politics: Regulating Independence and Diversity in the Board Room. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9), 1281– 1308.
- Breitung, J. (2000). The Local Power of Some Unit Root Tests for Panel Data, in: B. Baltagi (ed.), *Nonstationary Panels, Panel Cointegration and Dynamic Panels. Advances in Econometrics*, Vol. 15, 161- 178.
- Brickley, J., Coles, J. & Jarrell, G. (1997). Leadership Structure: Separating The CEO and Chairman of the Board. *Journal of Corporate Finance*, 4, 189- 220.
- Brigham, E. F & Houston Joel F. (2011). *Fundamentals of Financial Management Concise 7th Edition*.
- Bulut, H. İ., Çankaya, F. ve Er, B. (2009). Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11(1), 101- 120.

- Büber, H. (2008). *Kurumsal Yönetim İlkelerin Uygulama Derecesi ile Performans Arasındaki İlişki: İMKB’de Faaliyette Bulunan Aile İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Dumlupınar Üniversitesi, Kütahya.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R. ve Sevil, G. (2011). *Finansal Yönetim* (7. Baskı). Ankara: Sözkese Matbaacılık.
- Büyükdereli, M. (2007). *İMKB’de Faaliyet Gösteren Reel Sektör Firmalarının Mülkiyet Yapısının, Bu Firmaların Finansal Performansları Üzerine Etkisi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Cadbury, A. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee Publishing.
- Campbell, K. & Mínguez-Vera, A. (2010). Female Board Appointments and Firm Valuation: Short And Long-Term Effects. *Journal of Management and Governance*, 14, 37- 59.
- Canbaş, S., Doğukanlı, H. ve Düzakın, H. (2004). Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(2), 57-73.
- Carter, D. A., Simskins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396–414.
- Carter, D. A., Souza, F. S., Betty, J. S. & Gary W. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396-414.
- Casmir C. O. & Anthony O. (2012). Impact of Capital Structure on the Financial Performance of Nigerian Firms. *Arabian Journal of Business and Management Review*, 1(12), 43- 61.
- Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Reberiou, A. & Roudaut, G. (2013). Board Independence and Operating Performance: Analysis On (French) Company

and Individual Data. Departement D'economie, Ecole Polytechnique Centre National De La Recherche Scientifique, <http://econpapers.repec.org/paper/drmwpaper/2014-2.htm>, 01.07.2014.

- Cavusgil, S. T. & Jacob N. (1987). Firm and Management Characteristics as Discriminators for Export Behavior. *Journal of Business Research*, 15 (3), 221- 235.
- Chakroun, R. (2013). Family Control, Board of Directors' Independence and Extent of Voluntary Disclosure in the Annual Reports; Case of Tunisian Companies. *Journal of Business Studies Quarterly*, 5(1), 22- 42.
- Chauvin, K. & Hirschey, M. (1993). Advertising, R&D Expenditures and The Market Value Of The Firm. *Financial Management*, 22(4), 128- 140.
- Chauvin, K.W. & Hirschey, M. (1994). Goodwill Profitability and The Market Value of the Firm. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13, 159– 180.
- Chauvin, K. W. & Hirschey, M. (1997). Market Structure and The Value of Growth. *Managerial and Decision Economics*, 18, 247– 254.
- Chen, E-T. & Nowland, J. (2010). Optimal Monitoring in Family-Owned Companies? Evidence from Asia. *Corporate Governance: An International Review*, 18, 3- 17.
- Chen, L. (2012). *The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Non-financial Listed Companies in Scandinavia*. Msc in Finance & International Business, Aarhus School of Business. Aarhus University.
- Chen, Z.L., Cherung, Y.L., Stouraitis & Wong, A. W. S. (2005). Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13 (4), 431- 449.
- Cheng, C.S.A. & Chen, C. J. P. (1997). Firm Valuation of Advertising Expense: An Investigation of Scaler Effects. *Managerial Finance*, 23, 41– 62.
- Cheng, S., Evans III J. H. & Nagarajan, N. (2008). Board Size and Firm Performance: The Moderating Effects of the Market for Corporate Control,

- Review of Quantitative Finance and Accounting*, forthcoming, DOI: 10.1007/s11156-007-0074-3, 31(2), 121-145.
- Cheng, S. (2008). Board Size and the Variability of Corporate Performance. *Journal of Financial Economics*, 87, 157– 176.
- Cheung, Y.L., Connelly J. T., Limpaphayom, P. & Zhou L. (2007). Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18(2), 86-122.
- Cho, D. S. & Kim, J. (2007). Outside Directors, Ownership Structure and Firm Profitability in Korea. *Corporate Governance: An International Review*, 15, 239- 250.
- Cho, M. H. (1998). Ownership Structure, Investment and the Corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 47, 103– 121.
- Choi, I. (2001). Unit Root Tests for Panel Data. *Journal of International Money and Finance*, 20, 249– 272.
- Choi, I. (2002). Combination Unit Root Tests for Cross-Sectionally Correlated Panels. In *Econometric Theory and Practice: Frontiers of Analysis and Applied Research, Essays in Honor of Peter C. B. Phillips*. Corbae D, Durlauf SN, Hansen B (eds.). Cambridge University Press: Cambridge, UK, 311– 333.
- Choi, J. J., Park, S.W. & Yoo, S. S. (2007). The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. [*Journal of Financial and Quantitative Analysis*](#), 42(4), 941- 962.
- Chung, H. K. & Pruitt S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70- 74.
- Chung, K. H. & Pruitt, S.W. (1996). Executive Ownership, Corporate Value and Executive Compensation: A Unifying Framework. *Journal of Banking and Finance*, 20(7), 1135- 1159.

- Clarke, T. (2004). *Theories of Corporate Governance. The Philosophical Foundations of Corporate Governance*, Routledge, Taylor & Francis Group, London, New York.
- Claessens, S. & Fan, J. P. (2002). Corporate Governance in Asia: A Survey. *International Review of Finance*, 3(2), 71- 103.
- Cockburn, I. & Griliches, Z. (1988). Industry Effects and Appropriability Measures in the Stock Market's Valuation of R&D and Patents. *American Economic Review*, 78, 419- 423.
- Coles, J. L., Daniel, N. D. & Naveen, L. (2008). Boards: Does One Size Fit All?. *Journal of Financial Economics*, 87, 329- 356.
- Conyon, J. M. & Peck, I. S. (1998). Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries. *The European Journal of Finance*, 4, 291- 304.
- Cook, R. (2013). *The Relationship between Corporate Governance Practices and Firm Performance in the Junior Canadian Life Sciences Sector*, Saint Mary's University, Master of Business Administration, Halifax, Nova Scotia, Canada.
- Core, J. E., Guay, W. R. & Buskirk, A.V. (2003). Market Valuations in the New Economy: an Investigation of What Has Changed. *Journal of Accounting and Economics*, 34, 43– 67.
- Cornett, M. M., Marcus A. J., Saunders, A. & Tehranian, H. (2007). The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance. *Journal of Banking & Finance*, 31, 1771– 1794.
- Craswell, A.T., Taylor, S. L. & Saywell, R. A. (1997). Ownership Structure and Corporate Performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 5, 301- 323.
- Cummins, J. D. & Sommer W. D. (1996). Capital and Risk in Property-Liability Insurance Markets. *Journal of Banking and Finance*, 20, 1069- 1092.
- Cyert, R. M. & March, J. G. (1963). *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall.

- Çağlayan, E. (2006). Sermaye Yapısı Bileşenleri: Kantil Regresyon Modeli. *İktisat İşletme ve Finans*, 21 (248), 66- 76.
- Çakalı, K. R. (2008). *Role of Internal Auditing in Corporate Governance: Two Case Studies From Turkey*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Işık Üniversitesi, İstanbul.
- Çarkcı, A. (2014). *Güçlendirilmiş Ceo'nun Finansal Performans Üzerindeki Etkisi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Karadeniz Teknik Üniversitesi, Trabzon.
- Çatıkkaş, Ö. (2013). *Eğitim Alanı: Kurumsal Yönetim İlkeleri*. Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi, http://www.google.com.tr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0OCAQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.kgk.gov.tr%2Fcontents%2Ffiles%2Fpdf%2Fegitim%2Fmarmara%2Fkurumsalyonetim.pdf&ei=NkvyVLjHloOsUZ2UgbAD&usg=AFQjCNEmodt4xDMsmlBemaNn6v9IHAbi_Q&sig2=FYLn8KyoF_6_x1luxpYt1Tw, 01.11.2014.
- Çemberci, M. (2013). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türk Aile İşletmelerinin Yönetim İlkelerine Adaptasyonunun Değerlendirilmesi. *Akademik Bakış Dergisi*. Sayı: 34, 1-15.
- Çetenak E. H. (2012). *İşletme Grubu İlişkisinin Firma Performansına Etkisi: İMKB'de Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Çukurova Üniversitesi, Adana.
- Çiftçi, U. S. (2011). *Örgüt Teorilerinde Yöneticinin Yeniden Konumlandırılması İçin Bir Araç Olarak Sosyal Ağlar*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Sakarya Üniversitesi, Sakarya.
- Dahya, J., Dimitrov, O & McConnell, J. (2008). Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics*, 87, 73- 100.
- Daily, C. M. & Dalton, D. R. (1992). The Relationship Between Governance Structure And Corporate Performance in Entrepreneurial Firms. *Journal of Business Venturing*, 7, 375- 386.

- Daily, C. M. & Dalton, D. R. (1993). Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 17, 65- 81.
- Daily, C. & Schwenk, C. (1996). Chief Executive Officers, Top Management Teams and Boards of Directors: Congruent or Countervailing Forces?. *Journal of Management*, 22, 185- 202.
- Dalğar, H. (2006). *Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları Ve Performanslarının Değerlendirilmesi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta.
- Dalton, R. D., Daily, M. C., Johnson, L. J. & Ellstarnd, A. E. (1999). Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674- 686.
- David, A. C., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value. *The Financial Review*, 38, 33- 53.
- Davies, J. R., Hillier, D. & McColgan, P. (2002). Ownership Structure, Managerial Behaviour and Corporate Value, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.202.5202&rep=rep1&type=pdf>, 02.03.2014.
- Davila, J. P. (2013). Board Characteristics and Firm Value: Evidence from Colombia. http://world-finance-conference.com/papers_wfc2/329.pdf, 11.02.2014.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20– 47.
- Davydenko, A. (2010). Determinants of Bank Profitability in Ukraine. *Undergraduate Economic Review*, 7(1), 1- 30.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 387- 405.

- Dehaene, A., Vuyst, V. D. & Ooghe, H. (2001). Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies. *Long Range Planning*, 34, 383- 393.
- Demir Y. (2001). Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB’de Bir Uygulama. *SDÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 109-130.
- Demirel, D. (2005). Kamusal Retorikte Moda Trend: Yeni Kamu Yönetimi. *Sayıştay Dergisi*, Sayı: 58, 105-135.
- Demirgüç, K. A. & Huizinga, H. (1999). Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence. *World Bank Economic Review*, 13, 379- 408.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 95(6), 1155- 1177.
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209- 233.
- Desai, A., Kroll, M. & Wright, P. (2003). CEO Duality, Board Monitoring and Accounting Performance: A Test of Competing Theories. *Journal of Business Strategies*, 20(2), 137- 155.
- Di Pietra, R., Grambovas, C., Raonic, V. & Riccaboni, A. (2008). The Effects Of Board Size and ‘Busy’ Directors on The Market Value of Italian Companies. *Journal of Management and Governance*, 12, 73– 91.
- Diane, K. D. (2001). Twenty-Five Years of Corporate Governance Research and Counting. *Review of Financial Economics*, 10, 191-212.
- Doan, N.P.A. & Nguyen, J. D. K. (2011). Firm Characteristics, Capital Structure and Operational Performance: A Vietnamese Study. <http://www.apeaweb.org/confer/bus11/papers/Doan-Nguyen.pdf>, 05.03.2013.
- Doğan, M. (2007). *Kurumsal Yönetim*. Ankara: Siyasal Yayınevi.
- Doğan, M. (2013). Sigorta Firmalarının Sermaye Yapısı İle Karlılık arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 57, 121- 136.

- Doğan, M., Elitaş, B. L., Ağca, V. & Ögel, S. (2013). The Impact of CEO Duality on Firm Performance: Evidence From Turkey. *International Journal of Business and Social Science*, 4(2), 149- 155.
- Doğanay, M. (2010). *Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Tercihleri Ve Stratejilerinin Analizi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Doğru, C. (2011). Karlılığın Belirleyicileri Analizi: Teori ve Orta Ölçekli Bir Banka Uygulaması. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 25(91), 47- 75.
- Donaldson, L. & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16 (1), 49- 64.
- Driscoll, J. C. & Kraay, A.C. (1998). Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data. *Review of Economics and Statistics*, 80: 549– 560.
- Dutta, P. & Bose, S. (2006). Gender Diversity in the Boardroom and Financial Performance of Commercial Banks: Evidence from Bangladesh. *The Cost and Management*, 34(6), 70- 74.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria. *Corporate Governance*, 9(3), 231- 243.
- Eicker, F. (1967). *Limit Theorems for Regression with Unequal and Dependent Errors*, Proceedings of the Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability. Berkeley: University of California Press.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M. T. (1998). Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35- 54.
- Eisenhardt, K. H. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14 (1), 57- 74.
- Eklund, J. E. (2007). Corporate Governance and Investments in Scandinavia - Ownership Concentration and Dual-Class Equity Structure, Electronic

Working Paper Series, <https://static.sys.kth.se/itm/wp/cesis/cesiswp98.pdf>,
03.07.2014.

- Ekşi, C. (2009). *Yönetim Kurulu Üyeliği ve Şirket Performansı: Türk Firmaları İçin Bulgular*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Hacettepe Üniversitesi, Ankara.
- Elitaş B. L. & Doğan M. (2013). Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İmkb Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 15(2), 41-57.
- Elitaş, C., Yıldız, F., Karakoç, M. ve Özdemir, S. (2012). *Kurumsal Yönetim Endeksi: Kredi Derecelendirmesi Üzerine Bir Model Önerisi* (1. Baskı). Ankara: Gazi Kitapevi.
- Elsayed, K. (2011). Board Size and Corporate Performance: The Missing Role of Board Leadership Structure. *Journal of Management & Governance*, 15(3), 415- 446.
- Elsayed, K. (2007). Does CEO Duality Really Corporate Performance?. *Corporate Governance*, 15(7), 1203- 1214.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim* (4. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erdoğan, Ş. (2009). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Şeffaflık Ve Türkiye Uygulaması*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Afyon Kocatepe Üniversitesi, Afyon.
- Erdoğmuş, N. (2007). *Aile İşletmeleri: Yönetim Devri Ve İkinci Kuşağın Yetiştirilmesi* (2. Baskı). İGİAD Yayınları: İstanbul.
- Ergyun, S. (2013). *Stratejik İşbirliklerinde Kurumsal Yönetimin Önemi Ve Bir Araştırma*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Erhardt, N. L., Werbel, D. J. & Shrader, B. C. (2003). Board Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance*, 11(2), 102–111.
- Erickson, G. & Jacobson, R. (1992). Gaining Comparative Advantage Through Discretionary Expenditures: The Returns To R&D and Advertising. *Management Science*, 38, 1264– 1279.

- Ertuğrul, F. (2008). Paydaş Paydaşları Teorisi ve İşletmelerin İle İlişkilerinin Yönetimi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı:31, 199- 223.
- Escalona, R. (2002). *Value-Based Management an Analysis of the EVA Model*. (MBA Dissertation). University of Cambridge, England.
- Faccio, M. & Larry, H.P. Lang. (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, 365- 396.
- Faleye, O. (2007). Does One Hat Fit All? The Case of Corporate Leadership Structure. *Journal of Management &Governance*, 11, 239- 259.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fauzi, F. & Locke, S. (2012). Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(2), 43– 67.
- Fettahoğlu, A. ve Okuyan, H. A. (2009). İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama. *Eskişehir: Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*.
- Fındıkçı, İ. (2005). *Aile Şirketleri*. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti.
- Fiegenbaum, A. & Karnani, A. (1991). Output Flexibility – A Competitive Advantage for Small Firms. *Strategic Management Journal*, 12, 101- 114.
- Filatotchev, I. & Nakajima C. (2010). Internal and External Corporate Governance: An Interface between an Organization and its Environment. *British Journal of Managment*, 21(3), 591- 606.
- Filatotchev, I., Yung-Chih. L. & Piesse, J. (2005). Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22, 257- 283.
- Finkelstein, S. & D'Aveni, R. A (1994). CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command. *Academy of Management Journal*, 37, 1079- 1108.

- Fishman, J., Gannon, G. & Vinning, R. (2008). Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence. *Corporate Ownership & Control*, 6(2), 114- 131.
- Friend, I. & Lang, L. H. P. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, 43 (2), 271- 281.
- Froot, K. A. (1989). Consistent Covariance Matrix Estimation with Cross-Sectional Dependence and Heteroskedasticity in Cross-Sectional Financial Data. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(3), 333– 355.
- Gao, S. (2002). China Stock Market in a Global Perspective. Research Report, Dow Jones Indexes, <http://people.stern.nyu.edu/jmei/b40/ChinaIndexCom.pdf>, 20.01.2014.
- Ghabayen, M. A. (2012). Board Characteristics and Firm Performance: Case of Saudi Arabia. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), 168- 200.
- Ghosh, S. (2006). Do Board Characteristics Affect Firm Performance? Firm Level Evidence from India. *Applied Economic Letters*, 13, 435- 443.
- Gill, A. (2002). Corporate Governance in Emerging Markets- Saints & Sinners: Who's Got Religion?. *Symposium on Corporate Governance and Disclosure: The Impact of Globalization, The School of Accountancy, The Chinese University of Hong Kong*, http://info.worldbank.org/etools/docs/library/154716/domestic2003/pdf/CreditLyonnais_Gill.pdf, 01.09.2014.
- Gill, A. & Mathur, N. (2011a). Board Size, CEO Duality, and the Value of Canadian Manufacturing Firms. *Journal of Applied Finance & Banking*, 1(3), 1- 13.
- Gill, A. & Mathur, N. (2011b). The Impact of Board Size, CEO Duality and Corporate Liquidity on the Profitability of Canadian Service Firms. *Journal of Applied Finance & Banking*, 1(3), 83- 95.

- Ginglinger, E. & Hamon, J. (2007). Ownership, Control and Market Liquidity. *Finance International Meeting Paper*, http://www.europacefinance.com/files/financed_paper_1347.pdf, 18.01.2014.
- Goodstein, J., Gautam, K. & Boeker, W. (1994). The Effects Of Board Size and Diversity on Strategic Change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250.
- Gordon, J. N. (2006). The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices. ECGI – Law Working Paper, No: 74.
- Gökbulut R. İ. (2009). *Hissedar Değeri İle Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki Ve İMKB Üzerine Bir Araştırma*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Gönenç, H. ve Arslan, Ö. (2003). Uluslararası ve Yurtiçi Türk Reel Sektör Firmalarının Sermaye Yapısı. *İMKB Dergisi*, 7, 41- 63.
- Graham, R. C. JR & Frankenberger, K. D. (2000). The Contribution Of Changes in Advertising Expenditures To Earnings and Market Values. *Journal of Business Research*, 50, 149–155.
- Greene, W. H. (2000). *Econometric Analysis*. New Jarsey: Prentice Hall.
- Gregory, H. J. (2009). *Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice: United States*, Weil Gotshal and Manges LLP, New York.
- Gregory H. J. & Lilien, J. R. (2000). *Corporate Governance and the Role of the Board of Directors*. Great Britian, Egon Zehnder International.
- Guest, P. M. (2009). The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence From The UK. *The European Journal of Finance*. 15(4), 385- 404.
- Gugler, K., Mueller, D.C. & Yurtoglu, B. B. (2004). Corporate Governance and The Return on Investment. *Journal of Law and Economics*, 47(2), <file:///C:/Users/%C3%A7%C3%B6z%C3%BCm/Downloads/SSRN-id299520.pdf>, 01.07.2014.

- Guillet, B. D., Seo K., Küçükusta D. & Lee, S. (2013). CEO Duality and Firm Performance in The U.S. Restaurant Industry: Moderating Role of Restaurant Type. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 339– 346.
- Gupta, P., Srivastava A. & Sharma, D. (2011). Capital Structure and Financial Performance: Evidence from India. <http://www.wbiconpro.com/319-Gupta.pdf>, 05.03.2013.
- Güngör A. (2014). *Futbol Endüstrisinde Sportif Başarı İle Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Analizi Ve Türkiye Uygulaması*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Gür, A. (2011). *Profesyonel Yöneticilerin Aile Şirketlerinin Kurumsallaşmasına Etkisi: Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Beykent Üniversitesi, İstanbul.
- Güriş, S., Çağlayan, E. ve Güriş, B. (2013). *Eviews ile Temel Ekonometri* (2.Baskı). İstanbul: Der Yayınları.
- Güvençer, Ü. C. (2008). *Vekâlet Teorisi: Firma Performansına Etkisi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Uludağ Üniversitesi, Bursa.
- Hadri, K. (2000). Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data. *Econometrics Journal*, 3, 148– 161.
- Hall, J. (1993). The Stock Market's Valuation of R&D Investments During The 1980s. *American Economic Review*, 83(2), 259- 264.
- Hall, M & Weiss, L. (1967). Firm Size and Profitability. *The Review of Economics and Statistics*, 49 (3), 319 – 331.
- Hamilton, S. F., Richards T. J. & Stiegert, K. W. (2013). How Does Advertising Affect Market Performance? A Note On Generic Advertising. *Western Economic Association International*, 2 (04), 1183- 1195.
- Hampel Raporu. (1998). *Committee on Corporate Governance-Final Report*. London: The Committee on Corporate Governance & Gee Publishing Ltd.

- Han, B. H. & Manry, D. (2004). The Value-Relevance Of R&D and Advertising Expenditures: Evidence From Korea. *International Journal of Accounting*, 39, 155– 173.
- Hanel, P. & Pierre, ST-A. (2002). Effects of R&D Spillovers on the Profitability of Firms. *Review of Industrial Organization*, 20: 305– 322.
- Haniffa, R. & Hudaib, M. (2006). Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, 1034- 1062.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46, 297- 355.
- Harris, R. D .F. & Tzavalis E. (1999). Inference for Unit Roots in Dynamic Panels Where the Time Dimension is Fixed. *Journal of Econometrics*, 91, 201- 226.
- Harrison, J. R. (1987). The Strategic Use of Corporate Board Committees. *California Management Review*, 30, 109- 125.
- Haslam, S. A., Ryan M. K., Kulich C., Trojanowski G. & Atkins, C. (2010). Investing with Prejudice: The Relationship Between Women’s Presence on Company Boards and Objective and Subjective Measures of Company Performance. *British Journal of Management*, 21, 484– 497.
- Hassan, S. U. (2011). Determinants of Capital Structure in The Nigerian Listed Insurance Firms, http://www.internationalconference.com.my/proceeding/icm2011_proceeding/054_160_ICM2011_PG0697_0708_CAPITAL_STRUCTURE.pdf, 10.07.2014.
- He, J. & Huang, Z. (2011). Board Informal Hierarchy and Firm Financial Performance: Exploring a Tacit Structure Guiding Boardroom Interactions. *Academy of Management Journal*, 54(6), 1119- 1139.

- He, J. Y. & Wang, H. C. (2009). Innovative Knowledge Assets and Economic Performance: the Asymmetric Roles of Incentives and Monitoring. *Academy of Management Journal*, 52, 919- 938.
- Heenetigala, K. & Armstrong, A. (2011). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance in an Unstable Economic and Political Environment: Evidence From Sri Lanka, *3rd Conference on Financial Markets and Corporate Governance*, 1-17.
- Hermalin, E. B. & Weisbach M. S. (1991). The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 20, 101-112.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1988). The Determinants of Board Composition. *The Rand Journal of Economics*, 19(4), 589- 606.
- Herman, E. (1981). *Corporate Control, Corporate Power*. New York: Cambridge University Pres.
- Higgs Raporu. (2003). *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*. London: The Department of Trade and Industry.
- Hillman, A. J., Cannella, J. A. & Paetzold, R. L. (2000). The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change. *Jornal of Management Studies*, 37(2), 235- 255.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A. & Paetzold, R. L. (2000). The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change. *Journal of Management Studies*, 37, 235– 254.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G. & Palia, D. (1999). Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353- 384.

- Hirschey, M. (1982). Intangible Capital Aspects of Advertising And R&D Expenditures. *The Journal of Industrial Economics*, 30(4), 375- 390.
- Hirschey, M. & Weygandt, J. (1985). Amortization Policy for Advertising and Research and Development Expenditures. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 326- 335.
- Hoffmann, P. (2011). Determinants of the Profitability of the US Banking Industry. *International Journal of Business and Social Science*, 2(22), 255- 269.
- Holzmuller, H. H. & Helmut, K. (1991). On a Theory of Export Performance. *Management International Review*, 31, 45- 70.
- Horváth, R. & Spirollari, P. (2012). Do the Board of Directors' Characteristics Influence Firm's Performance? The U.S. Evidence. *Prague Economic Papers*, 4, 470- 486.
- Hrechaniuk, B. & Stefan L. & Talavera, O. (2007). Do the Determinants of Insurer's Performance in EU and Non-EU Members Differ?. <http://www.webmeets.com/files/papers/EARIE/2007/155/Ins-GLT-EARIE.pdf>, 20.04.2014.
- Huang, G. & Song, F.M. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence From China. *China Economic Review*, 17, 14- 36.
- Huber, P. J. (1967). The Behavior of Maximum Likelihood Estimates under Nonstandard Conditions, In Proc. *Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*, University of California Press, Berkeley, 221- 233.
- Hurdle, G. (1974). Leverage Risk, Market Structure and Profitability. *Review of Economics and Statistics*, 56, 478- 485.
- Huse, M. (2004). *Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Huther, J. (1997). An Empirical Test of The Effect of Board Size on Firm Efficiency. *Economics Letters*, 54, 259- 264.

- Ingle, C. & Van der Walt, N. (2005). Do Board Processes Influence Director and Board Performance? Statutory and Performance Implications. *Corporate Governance: An International Review*, 13 (5), 632- 653.
- Iqbal, A. (2012). Liquidity Risk Management: A Comparative Study between Conventional and Islamic Banks of Pakistan. *Global Journal of Management and Business Research*, 12(5), 54-64.
- İlarslan, K. (2011). *Birleşme ve Satın Almaların Finansal Oranlar Yoluyla İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Afyon Kocatepe Üniversitesi, Afyon.
- İskenderoğlu, Ö. (2008). *İşletmelerin Büyümesinde Büyüklüğün Etkisi: Türkiye İçin Bir İnceleme*. (Yayınlanmış Doktora Tezi). Çukurova Üniversitesi, Adana.
- İsmayilov, M. (2007). *Kurumsal Yönetim: Azerbaycan'daki Anonim Şirketlerin Kurumsal Yönetim Düzeylerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- İzciler, D. (2014). *Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Şirketlerin Performansları Üzerine Etkileri*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Javaid, S., Anwar, J., Zaman, K. & Gafoor, A. (2011). Determinants of Bank Profitability in Pakistan: Internal Factor Analysis. *Mediterranean Journal Of Social Sciences*, 2(1), 59-78.
- 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- 359.
- Jensen, C. M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48, 831– 880.
- Jensen, M. C. (2005). *Self-Interest, Altruism, Incentives and Agency Theory*. Corporate Governance At The Crossroads, McGraw-Hill Companies, New York.

- Joecks, J., Pull, K. & Vetter K. (2013). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a “Critical Mass”? *Journal of Business Ethics*, 118(1), 61- 72.
- John, K. & Senbet, L. W. (1998). Corporate Governance and Board Effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22, 371- 403.
- Johnson, J. L., Daily, C. M. & Ellstrand, A.E. (1996). Boards of Directors: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409– 438.
- Jónsson, B. (2007). Does the Size Matter? The Relationship Between Size and Profitability of Icelandic Firms. *Bifröst Journal of Social Sciences*, 1, 43- 55.
- Judge, W. Q. & Zeithaml, C. P. (1992). Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in The Strategic Decision Process. *Academy of Management Journal*, 35, 766- 794.
- Julizaerma, M. K. & Sori, Z. M. (2012). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance of Malaysian Public Listed Companies. *Journal of Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 1077- 1085.
- Kalaycıoğlu, O. (2011). *Kurumsal Yönetim Bağlamında Yönetim Kurulu Yapılarının İhracat Performansına Etkileri: Türkiye Örneği*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Karadeniz Teknik Üniversitesi, Trabzon.
- Kang, Y. S. & Kim, B. Y. (2012). Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the Chinese Corporate Reform. *China Economic Review*, 23, 471– 481.
- Karabıyık, H. (2011). *Türkiye’de Firma Büyüklüğü Ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: İMKB’de Sektörel Karşılaştırma*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Atılım Üniversitesi, Ankara.
- Karadeniz, E. & İskenderoğlu Ö. (2011). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Aktif Kârlılığını Etkileyen Değişkenlerin Analizi. *Turizm Araştırmaları Dergisi*, 22(1), 65- 75.

- Karayel, M. (2006). *Türkiye’de İşletmelerde Kurumsal Yönetişim Bilincinin Ölçülmesine İlişkin Batı Akdeniz Bölgesi’nde Bir Araştırma*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta.
- Karayel M. ve Doğan M. (2014). Yönetim Kurulunda Cinsiyet Çeşitliliği ve Finansal Performans İlişkisi: BİST 100 Şirketlerinde Bir Araştırma. *SDÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(2), 75-88.
- Karayormuk, K. (2010). *İşletme Gruplarında Sahiplik Yapısı İle Strateji Arasındaki İlişki: Türkiye’de İşletme Grupları Üzerinde Bir Araştırma*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Afyon Kocatepe Üniversitesi, Afyon.
- Kargın, S. (2006). *Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Celal Bayar Üniversitesi, Manisa.
- Karşlıoğlu, O. (2014). *Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunun Marka Değeri Üzerindeki Etkisinin Analizi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara.
- Kasharma, A. & Kashish, M. (1998). Factors Affecting Profitability of Insurance Companies in Jordan, Alyarmouk University, <http://macrothink.org/journal/index.php/jmr/article/download/1482/1331>, 10.09.2014.
- Kaya, Y. T. (2002). Türk Bankacılık Sektöründe Karlılığın Belirleyicileri: 1997-2000. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Mali Sektör Politikaları Dairesi Çalışma Raporları, https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/12762002, 20.06.2014.
- Kayagil, S. Ö. (2012). *Kurumsal Yönetim Düzeyinin Belirleyicileri ve Etkileri Üzerine İmkb’de Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Gebze Yüksek Teknoloji Üniversitesi, Kocaeli.

- Keasey, K., Thompson, S. & Wright, M. (1997). *Corporate Governance: Economic, Management and Financial Issues*. U.S.A. Oxford University Press.
- KGK, (2014). Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Finansal Yönetim, <http://eogren.istanbul.edu.tr/bagimsizdeneticilik/kurumsalyonetim.pdf>, 02.11.2014.
- Khatab, H., Masood, M., Zaman, K., Saleem, S. & Saeed, B. (2011). Corporate Governance and Firm Performance: A Case Study of Karachi Stock Market. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2(1), 39– 43.
- Kır, K. C. (2009). *Türkiye’deki Mevduat Bankalarının Kurumsal Yönetim Uygulamaları Üzerine Bir Araştırma ve Öneriler*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Kıyılar, M. ve Belen, M. (2005). Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi. *İSMMM 1. Uluslararası Muhasebe Denetimi ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu*, Antalya.
- Kiel, G. C. & Nicholson, G. J. (2003). Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 189- 205.
- Kim, K. H. (2013). Deep Structures in CEO Duality-Firm Performance Linkage. *International Management Review*, 9(2), 11- 23.
- Kim, Y. (2007). The Proportion and Social Capital of Outside Directors and Their Impacts on Firm Value: Evidence from Korea. *Corporate Governance*, 15(6), 1168- 1176.
- Klein, A. (1998). Firm performance and Board Committee Structure. *Journal of Law and Economics*, 41, 275– 303.
- Kmenta, J. (1986). *Elements of Econometrics* (2nd edn). New York: Macmillan Publishing Company.

- Kocabıyık, T. (2006). *Portföy Oluşturmada Kurumsal Yatırımcı Yaklaşımı*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta.
- Koçel, T. (2014). *İşletme Yöneticiliği* (15. Baskı). İstanbul: Beta Yayım Dağıtım.
- Koçer, B. (2006). *İçsel Bir Yönetişim Mekanizması Olarak Yönetim Kurulları: İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşlevleri Üzerine Bir Araştırma*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Koerniadi, H. & Tourani-Rad A. (2012). Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 6(2), 3- 18.
- Kondrunina, K. (2013). International Diversity of Boards in Ukraine: Implications for Corporate Governance and Performance. http://www.eerc.ru/Selected/Selected_WS35/Proposal_Kondrunina, 11.02.2014.
- Korkmaz, M., Alacahan, N.D. ve Taştan, S. (2013). Sermaye Piyasalarında Yönetim Kavramı ve Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri ve Uygulaması. *Akademik Bakış Dergisi*, 35, 1- 21.
- Kosmidou, K. (2008). The Determinants of Banks’ Profits in Greece during the Period of EU Financial Integration. *Managerial Finance*, 34(3), 146- 159.
- Kosmidou, K., Tanna, S. & Pasiouras, F. (2005). Determinants of Profitability of Domestic UK Commercial Banks: Panel Evidence from the Period 1995-2002. <http://repec.org/mmfc05/paper45.pdf>, 10.03.2013.
- Kula, V. (2005). The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence from Turkey. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 265-276.
- Kula, V. (2006). *Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği*. İstanbul: Papatya Yayıncılık Eğitim.

- Kula, V. ve Mühsürler, L. (2003). İşletmelerde Yönetim Kurulu Üye Özellikleri İle Yönetim Kurulu Etkinliği İlişkisi Üzerine Bir Araştırma. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 1, 17- 30.
- Kumar, K. B., Rajan, R. G. & Zingales, L. (2001). What Determines Firm Size? Yale School of Management's Economics Research Network, <http://www.nber.org/papers/w7208.pdf>, 25.04.2014.
- Kumar, N. & Singh, J.P. (2013). Effect of Board Size and Promoter Ownership on Firm Value: Some Empirical Findings from India. *Corporate Governance*, 13(1), 88- 98.
- Kurumsal Yönetimin Birleştirilmiş Kuralları Raporu. (2003). *The Combined Code on Corporate Governance*. London: Financial Reporting Council.
- Kurt, E. S. (2008). *Kurumsal Yönetimin Halka Açık İşletmelerde Mevzuat Ve Uygulama Yönünden İncelenmesi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Trakya Üniversitesi, Edirne.
- Kutlar, A. ve Babacan, A. (2012). *Stata Uygulaması ile Ekonometriye Giriş* (1. Baskı). Ankara: Orion Kitapevi.
- Kyereboah-Coleman, A. (2007). Corporate Governance and Firm Performance in Africa: A Dynamic Panel Data Analysis, <http://wuhjkw.ific.org/wps/wcm/connect/2768a80048a7e7cbad47ef6060ad5911/Kyereboah-Coleuhjkman%2B%2BCorporate%2BGovernance.pdf?MOD=AJPERES&ContentCache=NONE>, 13.01.2014.
- Kuznetsov, P. & Muravyev, A. (2001). Ownership Structure and Firm Performance in Russia: The Case of Blue Chips of the Stock Market, <http://dev3.cepr.org/meets/wkcn/7/748/papers/kuznetsov-muravyev.pdf>, 05.03.2014.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54, 471-517.

- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3- 27.
- Lam, T. Y. & Lee, S. K. (2008). CEO Duality and Firm Performance: Evidence From Hong Kong. *Corporate Governance*, 8(3), 299- 316.
- Larmou, S. & Vafeas, N. (2009). The Relation Between Board Size and Firm Performance in Firms with a History of Poor Operating Performance. *Journal of Management Governance*, 14(1), 61- 85.
- Lasfer, M. A. (2004). On the Monitoring Role of the Board of Directors: The Case of the Adoption of Cadbury Recommendations in the UK. *Advances in Financial Economics*, 9, 287- 326.
- Latif, B., Shahid, M. N., Haq, M. Z. U., Waqas, H. M. & Arshad, A. (2013). Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Sugar Mills of Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 5(1), 51- 59.
- Lau, J. P. (2004). *Ultimate Corporate Ownership and Firm Performance in Britain, France and Germany*. Paper presented at the BAA Conference, New York, England.
- Lee, S. (2009). *Corporate Governance and Firm Performance*. (Doctor of Philosophy). The University of Utah.
- Lefort, F. & Urzúa, F. (2008). Board Independence, Firm Performance and Ownership Concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*, 61, 615-622.
- Lev, B. & Zarowin, P. (1998). The Market Valuation of R&D Expenditures. Working Paper, New York University, New York.
- Levin, A., Lin, C. & Chu, C-J. (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-sample Properties. *Journal of Econometrics*, 108, 1– 24.

- Linck, J. S., Netter, J. M. & Yang, T. (2008). The Determinants of Board Structure. *Journal of Financial Economics*, 87, 308- 328.
- Lins, K. V. (2002). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. Working Paper Series, University of Utah.
- Liao, J. & Young, M. (2013). Firm Uncertainty and Board Size in China, <http://economics.finance.massey.ac.nz/documents/seminarseries/manawatu/Firm%20Uncertainty%20and%20Board%20Size%20in%20China.pdf>, 14.12.2013.
- Lindstaedt H., Wolff, M. & Fehre, K. (2011). Frauen in Führungspositionen- Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg', German Federal Ministry of Family, Senior Citizens, Women and Youth, http://www.bmfsfj.de/RedaktionBMFSFJ/Abteilung4/Anlagen_binaer/frauen-in-f_C3_BChrungspositionen-langefassung.property=blob,bereich=bmfsfj,sprache=de,rwb=true.pdf, 01.02.2014.
- Lipton, M. & Lorsch, W. J. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59- 77.
- Liu, Y., Wei Z. & Xie F. (2013). Do Women Directors Improve Firm Performance in China? *Journal of Corporate Finance*, http://cbt2.nsuok.edu/kwok/conference/submissions/swfa2013_submission_159.pdf, 02.06.2014.
- Lixin, X. & Lin, C. (2008). *The Relationship Between Debt Financing and Market Value of Company: Empirical Study of Listed Real Estate Company of China*. Proceedings of the 7th International Conference on Innovation& Management 2043-2047.
- Lm, K. S., Pesaran, M. H. & Shin Y. (1997). *Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels*. Manuscript, Department of Applied Economics, University of Cambridge, UK.

- Loderer, C. & Peyer, U. (2002). Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices. *European Financial Management*, 8, 165– 192.
- Loderer, C. & Waelchli, U. (2011). Firm Age and Governance, [https://www.wi.tum.de/fileadmin/w00bpt/www/downloads/Research/Research_Seminars/Loderer_Waelchli - Firm age and governance.pdf](https://www.wi.tum.de/fileadmin/w00bpt/www/downloads/Research/Research_Seminars/Loderer_Waelchli_-_Firm_age_and_governance.pdf), 03.08.2014.
- Lu, Y. & Chang, S. (2009). Corporate Governance and Quality of Financial Information on the Prediction Power of Financial Distress of Listed Companies in Taiwan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 32, 121- 139.
- Lückerath-Rovers, M. (2010). Women on Board and Firm Performance. *Journal of Corporate Governance*, 1– 30, DOI 10.1007/s10997-011-9186-1, http://download.springer.com/static/pdf/96/art%253A10.1007%252Fs10997-011-9186-1.pdf?auth66=1416167068_199cc40999f7e7d4a7f2ca741f611a7b&ext=.pdf, 20.05.2014.
- Lumpkin, G. T. & Dess, G. (1999). Linking Two Dimensions of Entrepreneurial Orientation to Firm Performance: The Moderating Role of Environment, Firm Age, and Industry Life Cycle. *Journal of Business Venturing*, 16(5), 429– 451.
- Mahadeo, J. D., Soobaroyen, T. & Hanuman, V. O. (2012). Board Composition and Financial Performance: Uncovering the Effects of Diversity in an Emerging Economy. *Journal of Business Ethics*, 105, 375- 388.
- Majumdar, S. K. (1997). The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India. *Review of Industrial Organization*, 12 (2), 231- 241.
- Mak, Y. T. & Kusnadi, Y. (2005). Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 301- 318.

- Malik, H. (2011). Determinants of Insurance Companies Profitability an Analysis of Insurance Sector of Pakistan. *Academic Research International*, 1(3), 312-321.
- Masulis, R. W., Wang, C. & Xie, F. (2012). Globalizing The Boardroom-The Effects of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 527– 554.
- Mathiesen, H. (2002). *Managerial Ownership and Financial Performance*. Copenhagen Business School, Department of International Economics and Management, Ph.D. Thesis.
- McConnell, J. J. & Servaes, H. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595- 612.
- Mehran, H. (1992). Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 539- 560.
- Mehran, H. (1995). Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 38, 163– 184.
- Menteş, S. A. (2011). Gender Iversity at the Board and Financial Performance: A Study on ISE (Istanbul Stock Exchange). *Middle Eastern Finance and Economics*, 14, 6- 15.
- Meşe, B. (2005). *Aile Şirketlerinin Kurumsallaşması*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Gebze İleri teknoloji Üniversitesi, Kocaeli.
- Metiner, B. (2006). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Doğrultusunda Halka Açık Şirketlerde İdeal Yönetim Kurulu Yapılanması*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Mirza, H., Mahmood H., Andleeb S. & Ramzan, S.F. (2012). Gender Iversity and Firm Performance: Evidence From Pakistan. *Journal of Social and Development Science*, 3(5), 161- 166.

- Mizruchi M. S. (1993). Who Controls Whom? An Examination of The Relation Between Management and Boards of Directors In Large American Corporations. *Academy of Management Review*, 8(3), 426-435.
- Mollah S., Al Farooque O. & Karim W. (2012). Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance Evidence from an African Emerging Market. *Studies in Economics and Finance*, 29(4), 301- 319.
- Molyneux, P. & Thornton, J. (1992). Determinants of European Bank Profitability: A note. *Journal of Banking and Finance*, 16, 1173- 1178.
- Moon, H. R. & Perron, B. (2004). Testing for a Unit Root in Panels with Dynamic Factors. *Journal of Econometrics*, 122, 81- 126.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation an Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293- 315.
- Morck, R. & Yeung, B. (1991). Why Investors Value Multinationality. *Journal of Business*, 64, 165– 187.
- Morin, R. A. & Jarrell, S. L. (2001). *Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth*. New York: McGraw-Hill.
- Moscu, R. G. (2013). The Relationship between Firm Performance and Bord Characteristics in Romania. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 2(1), 167- 175.
- Muhammad, F., Khizerand, A. & Shama, S. (2011). Liquidity Risk Management: A Comparative Study Between Conventional and Islamic Banks of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, 1, 35- 44.
- Mura, R. (2007). Do Non-Executive Directors and Institutional Investors Have Minds of Their Own? Evidence on Performance of UK Firms, http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/179-mura_paper.pdf, 02.03.2014.
- Muth, M. & Donaldson, L. (1998). Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5- 28.

- Naceur, B. S. & Goaid M. (2008). The Determinants of Commercial Bank Interest Margin and Profitability: Evidence from Tunisia. *Frontiers in Finance and Economics*, 5(1), 106-130.
- Najjar, N. (2012). The Impact of Corporate Governance on the Insurance Firm's Performance in Bahrain. *International Journal of Learning & Development*, 2(2), 1- 17.
- Najjar, N. & Petrov, Krassimir (2011). Capital Structure of Insurance Companies in Bahrain. *International Journal of Business and Management*, 6(11), 138-145.
- Nelson, J. (2005). Corporate Governance Practices, CEO Characteristics and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 197- 228.
- Newey, W. K. & West, K. D. (1987). A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroscedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. *Econometrica*, 55, 703- 708.
- Newey, W. K. & West, K. D. (1994). Automatic Lag Selection in Covariance Matrix Estimation. *Review of Economic Studies*, 61, 631- 654.
- Notta, O. & Oustapassidis, K. (2001). Profitability and Media Advertising in Greek Food Manufacturing Industries. *Review of Industrial Organization*, 18, 115-126.
- Obradovich, J. D. & Gill, A. (2013). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue: 91, 1- 13.
- Ocak, M. (2013). Yönetim Kurulu ve Üst Yönetimde Yer Alan Kadınların Finansal Performansa Etkisi: Türkiye'ye İlişkin Bulgular. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 60, 107- 126.
- O'Connell, V. & Cramer, N. (2010). The Relationship Between Firm Performance and Board Characteristics In Ireland. *European Management Journal*, 28, 387– 399.

- Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Uygulamalar* (1. Baskı). Ankara: Nobel Yayınevi.
- Okur, M. R. (2014). *Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Performansına Etkisi: Borsa İstanbul Üretim Sektörü Üzerinde Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Yaşar Üniversitesi, İzmir.
- Oswald, S. L. & Jahera, J. J. S. (1991). The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study. *Strategic Management Journal*, 12, 321- 326.
- Oxelheim, L. & Randøy, T. (2003). The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value. *Journal of Banking & Finance*, 27, 2369– 2392.
- Ozgulbas, N., Koyunçugil, A. S. & Yılmaz, F. (2006). Identifying the Effect of Firm Size on Financial Performance of SMEs. *The Business Review, Cambridge*, 6 (1), 162- 167.
- Özder C. G. A. (2011). *Türk Döküm Firmaları ve Yabancı Partnerleri Arasındaki Ortak Girişim Ve Satın Alma Nedenleri: Kaynak Bağımlılığı Teorisi Ve Rakip Görüşler Çerçevesinde Bir Değerlendirme*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Özkan, M. (2005). Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu Denetçi Yardımcıları İçin Hazırlanan “Kamu İktisadi Teşebbüsleri’nin Tabi Olduğu Mevzuat ve TBMM’ce Denetlenmesi Hakkında Mevzuatla İlgili Ders Notu.”, www.ydk.gov.tr, 21.09.2014.
- Özsalih, A. (2009). *Yönetim Kurulu Yapısının İşletmelerin Finansal ve Sosyal Sorumluluk Performansı Üzerindeki Etkisi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Karadeniz Teknik Üniversitesi, Trabzon.
- Öztürk, S. (2013). *Küçük Ve Orta Büyüklükteki İşletmelerde Kurumsal Yönetim Uygulamaları: Karabük İlinde Bir Araştırma*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Karabük Üniversitesi, Zonguldak.
- Padron, Y., Aplinario, G., Santana, O. M., Martel, M. C. V. & Sales, L. J. (2005). Determinants Factors of Leverage: An Empirical Analysis of Spanish Corporations. *Journal of Risk Finance*, 6 (1), 60- 68.

- Padron, Y., Apolinario, R., Santana, O., Martel, M. & Sales, J. (2005). Determinant Factors of Leverage: An Empirical Analysis of Spanish Companies. *Journal of Risk Finance*, 6(1), 60- 68.
- Pamukçu, F. (2011). Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi. *Muhasebe Finansman Dergisi*, 50, 133- 148.
- Parks, R. (1967). Efficient Estimation of a System of Regression Equations When Disturbances Are Both Serially and Contemporaneously Correlated. *Journal of the American Statistical Association*, 62(318), 500– 509.
- Pathan, S., Skully, M. & Wickramanayake, J. (2007). Board Size, Independence and Performance: An Analysis of Thai Banks. *Asia-Pacific Financial Markets*, 14(3), 211- 227.
- Pearce, J. A. & Zahra, S. A. (1991). The Relative Power of CEOs and Boards of Directors: Associations with Corporate Performance. *Strategic Management Journal*, 12(2), 135- 153.
- Pedersen, T. & Thomsen, S. (1997). European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study. *Journal of International Business Studies*, 28, 759- 778.
- Peng, M. W. (2004). Outside Directors and Firm Performance during Institutional Transitions. *Strategic Management Journal*, 25, 453- 471.
- Peng, M. W., Zhang, S. & Li, X. (2007). CEO Duality and Firm Performance during China's Institutional Transitions. *Management and Organization Review* 3(2), 205– 225.
- Perotti, E. (2004). State Ownership: A Residual Role? World Bank Research Paper, <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-3407>, 08.07.2014.
- Perrow, C. (1986). *Complex Organizations: A Critical Essay*. New York: Random House.
- Pesaran, M. H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels. Cambridge Working Papers in Economics, Faculty of Economics, University of Cambridge, No. 0435.

- Pfeffer, J. (1972). Size and Composition of Corporate Boards of Directors. *Administrative Science Quarterly*, 21, 218– 228.
- Pfeffer, J. (1973). Size, Composition and Function on Hospital Board of Directors: A study of Organization-Environmental Linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18(3), 349-356.
- Pfeffer, J. & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- Phillips, P. & Sul, D. (2003). Dynamic panel Estimation and Homogeneity Testing under Cross Section Dependence. *Econometrics Journal*, 6, 217– 259.
- Phung, D. N. & Hoang T. P. T. (2013). Corporate Ownership and Firm Performance in Emerging Market: A Study of Vietnamese Listed Firms. *Proceedings of World Business and Social Science Research Conference 24-25 October, 2013, Novotel Bangkok on Siam Square, Bangkok, Thailand*, ISBN: 978-1-922069-33-7.
- Pitelis, C. N. (1991). The Effects of Advertising (And) Investment on Aggregate Profits. *Scottish Journal of Political Economy*, 38, 32-40.
- Ponce A. T. (2011). What Determines the Profitability of Banks? Evidence from Spain. *Accounting & Finance*, Early View, DOI: 10.1111/j.1467-629X.2011.00466.x, http://www.aecal.org/pub/on_line/comunicaciones_xvicongresoaeaca/cd/75b.pdf, 14.02.2014.
- Postma, T. J. B. M., Ees H. V. & Sterken, E. (2003). Board Composition and Firm Performance in the Netherlands. *Eastern Economic Journal*, 29, 41- 58.
- Praptiningsih, M. (2009). Corporate Governance and Performance of Banking Firms: Evidence from Indonesia, Thailand, Philippines and Malaysia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 11(1), 94-108.
- Priya, K. & Nimalathan, B. (2013). Board of Directors' Characteristics and Financial Performance: A Case Study of Selected Hotels and Restaurants in Sri Lanka. *Merit Research Journal of Accounting, Auditing, Economics and Finance*, 1(2), 018- 025.

- Provan, K. G. (1980). Board Power and Organizational Effectiveness Among Human Service Agencies. *Academy of Management Journal*, 23, 221- 236.
- Pulaşlı, H. (2003). *Kurumsal Yönetim İlkeleri. Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model*. Ankara: Sözkese Matbaacılık.
- Qureshi M. (2007). Asset Value of UK Firms Advertising Expenditures. *Global Journal of International Business Research (GJIBR)*, 1(1), 12- 23.
- Rad F. H., Rajeh K. Z. S., Botyari E. & Bezminabadi G. N. (2013). The Impact of Corporate Governance on Firm's Financial Performance: A Comparison between Iranian and Malaysian Listed Companies. *Life Science Journal*, 10(6s), 49- 55.
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50 (5), 1421- 1460.
- Rakshit, D. (2006). EVA Based Performance Measurement: A Case Study of Dabur India Limited. *Vidyasagar University Journal of Commerce*, 11, 40-59.
- Ramdani, D. & Witteloostuijn, A. (2010). The Impact Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: A Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand. *British Journal of Management*, 21, 607- 626.
- Ramezani A., Pouraghajan A., Mansourinia E. & Kheili M. K. M. (2013). The Impact of Board of Director Size and Managing Director Duality on Market Value of Firms: Evidences from Tehran Stock Exchange. *World of Sciences Journal*, 04, 217- 215.
- Ramlall, I. (2009). Bank-Specific, Industry-Specific and Macroeconomic Determinants of Profitability in Taiwanese Banking System: Under Panel Data Estimation. *International Research Journal of Finance and Economics*, <http://www.researchjournali.com/pdf/151.pdf>, 24.07.2014.
- Randøy, T., Thomsen, S. & Oxelheim, L. (2006). A Nordic Perspective on Corporate Board Diversity, Nordic Innovation Centre, 1- 32, <http://www.nordicinnovation.org/Global/Publications/Reports/2006/The%20>

[performance%20effects%20of%20board%20diversity%20in%20Nordic%20Firms.pdf](#), 01.01.2014.

- Rashid A., Zoysa A. D., Lodh S. & Rudkin K. (2010). Board Composition and Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 4(1), 76- 95.
- Rechner, P. L. & Dalton, D. R. (1991). CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis. *Strategic Management Journal*, 12, 155- 160.
- Rehman, A. & Shah S. Z. A. (2013). Board Independence, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, 5(3), 832- 845.
- Reid, R., Morrow, T., Kelly, B., Adams, J. & McCartan, P. (2000). Human Resource Management Practices in SMEs: A Comparative Analysis of Family and Non-Family Businesses. *Journal of the Irish Academy of Management*, 21(2), 157- 181.
- Reyna, J. M. S. M. & Encalada, J. A. D. (2012). Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunities Set: Evidence from Mexican Firms. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation (JEMI)*, 8(3), 35- 57.
- Robinson, G. & Dechant K. (1997). Building a Business Case for Diversity. *Academy of Management Executive*, 11(3), 21- 31.
- Rogers, W. H. (1993). sg17: Regression Standard Errors in Clustered Samples. Stata Technical Bulletin 13: 19-23. In Stata Technical Bulletin Reprints, 3, 88–94. College Station, TX: Stata Press, <http://www.stata.com/products/stb/journals/stb13.pdf>, 04.06.2014.
- Rose, C. (2007). Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence. *Journal of Corporate Governance: An International Review*, 15, 404-413.
- Rubach, M. & Picau, A. (2005). The Enactment of Corporate Governance Guidelines: An Empirical Examination. *Corporate Governance*, 5(5), 30-38.

- Ryan, H. J. & Wiggins, R. I. (2004). Who is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence and Barriers to Effective Monitoring? *Journal of Financial Economics*, 73, 497- 524.
- Sadeghian, N. S., Latifi, M. M., Soroush, S. & Aghabagher, Z. T. (2012). Debt Policy and Corporate Performance: Empirical Evidence from Tehran Stock Exchange Companies. *International Journal of Economics and Finance*,4(11), 217- 224.
- Sakınç, İ. (2008). *Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İle İlişkisi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Saliha, T. & Abdessatar A. (2011). The Determinants of Financial Performance: An Empirical Test Using the Simultaneous Equations Method. *Economics and Finance Review*, 10(1), 01 – 19.
- Salteh, H. M., Ghanavati, E., Khanqahand, V. T. & Khosroshahi, M. A. (2009). Capital Structure and Firm Performance; Evidence from Tehran Stock Exchange. (2009).<http://www.ipedr.com/vol43/046-ICFME2012-X10025.pdf>, 05.03.2013.
- Samuel, E. A. (2013). The Impact of Bigger Board Size on Financial Performance of Firms: The Nigerian Experience. *Journal of Research in International Business and Management*, 3(3), 85- 90.
- Saravanan, P. (2012). Corporate Governance and Company Performance- A Study With Reference to Manufacturing Firms in India. http://www.nfcgindia.org/pdf/cor_gover_manu_firms.pdf, 10.12.2013.
- Sayılır, A. (2003). Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurulan Uluslararası Çok Ortaklı Girişimlerde Bilgi Edinimi ve Yerel Ortağa Yansıması, <http://www.sbe.deu.edu.tr/dergi/cilt1.say%C4%B11/say%C4%B11%C4%B1r%201.1.pdf>, 02.09.2014.
- Sayman, Y. (2012). *Sahiplik Yapısının Firma Performansı Ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İmkb'de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi, Ankara.

- Schwizer, P., Soana M-G. & Cucinelli, D. (2013). The Relationship between Board Diversity and Firm Performance: The Italian Evidence, [http://www.adeimf.it/new/images/stories/Convegno/Novara/Soana Schwizer Cucinelli Board diversity.pdf](http://www.adeimf.it/new/images/stories/Convegno/Novara/Soana_Schwizer_Cucinelli_Board_diversity.pdf), 11.02.2014.
- Serinkaya, İ. (2008). *Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi Ekonometrik Bir Analiz*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Niğde Üniversitesi, Niğde.
- Serrasqueiro, Z. S. & Nunes, P.M. (2008). Performance and Size: Empirical Evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31 (2), 195 – 217.
- Sevinç, V. (2013). Türkiye'ye Gelen Yabancı Turist Sayısı, Amerikan Doları Kuru ve Ekonomik Kriz Yılları Arasında Bir Granger Nedensellik İlişkisi Analizi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 9(2), 233- 249.
- Shah, Z. & Stark, A. W. (2004). On the Value Relevance of Costly Information on Major Media Advertising Expenditures in the UK, Working Paper, *Warwick Business School*, UK.
- Sheikh, A. S. & Wang, Z. (2012). Effects of Corporate Governance on Capital Structure: Empirical Evidence from Pakistan. *Corporate Governance*, 12(5), 629-641.
- Shen, C. H., Chen, Y. K., Kao, L. F. & Yeh. C. Y. (2009). Bank Liquidity Risk and Performance, <http://www.finance.nsysu.edu.tw/SFM/17thSFM/program/FullPaper/083-231345511.pdf>, 10.03.2013.
- Shepherd, W. G. (1972). The Elements of Market Structure. *The Review of Economics and Statistics*, 54 (1), 25- 37.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737- 783.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461- 488.

- Short, H. & Keasey, K. (1999). Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 5, 79- 101.
- Shrader, B. C., Blackburn B. V. & Iles, P. (1997). Women in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study. *Journal of Managerial*, 9(3), 355- 376.
- Shubita, M. F. & Alsawalhah, J. M. (2012). The Relationship between Capital Structure and Profitability. *International Journal of Business and Social Science*, 3(16), 104- 112.
- Shukeri, S. N., Shin, O. W. & Shaari, M. S. (2012). Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence From Malaysian Public Listed Companies. *International Business Research*, 5(9), 120- 127.
- Simon, L. J. (1962). Size, Strength and Profit, Proceedings of the Casualty Actuarial Society Casualty Actuarial Society - Arlington, Virginia, XLIX: 41-48, <http://www.casact.org/pubs/proceed/proceed62/1962.pdf>, 01.06.2014.
- Singh, V., Terjesen, S. & Vinnicombe, S. (2008). Newly Appointed Directors in the Boardroom: How Do Women and Men Differ?. *European Management Journal*, 26(1), 48– 58.
- Sougiannis, T. (1994). The Accounting Based Valuation of Corporate R&D. *Accounting Review*, 69, 44– 68.
- Soumadic, M. M. & Hayajneh, O. S. (2012). Capital Structure and Corporate Performance Empirical Study on the Public Jordanian Share holdings Firms Listed in the Amman Stock Market. *European Scientific Journal*, 8(22), 173- 189.
- Sönmez, A. ve Toksoy, A. (2011). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türkiye'deki Aile İşletmelerine Uygulanabilirliği. *Maliye Finans Yazıları*, 25(92), 51- 90.
- SPK (2011). SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri. <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf&submenuheader=null>, 01.04.2014.

- SPK (2011). <http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=435>.
01.08.2014.
- Stapledon, G. P. (1996). *Institutional Shareholders and Corporate Governance*.
Oxford: Clarendon Pres.
- Stierwald, A. (2009). Determinants of Firm Profitability – The Effect of Productivity
and its Persistence. Melbourne Institute of Applied Economic and Social
Research. [https://editorialexpress.com/cgi
bin/conference/download.cgi?db_name=ESAM09&paper_id=152](https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=ESAM09&paper_id=152),
05.05.2014.
- Staikouras, P., Christos S. & Agoraki M-E. (2007). The Effect of Board Size and
Composition on European Bank Performance. *European Journal of Law and
Economics*, 23, 1-27.
- Stulz, R. M. (1988). Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the
Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 1(2), 25-54.
- Sueyoshi T., Goto M. & Omi Y. (2010). Corporate Governance and Firm
Performance: Evidence from Japanese Manufacturing Industries after the
Lost Decade. *European Journal of Operational Research*, 203, 724–736.
- Swastika, D. L. T. (2013). Corporate Governance, Firm Size, and Earning
Management: Evidence in Indonesia Stock Exchange. *IOSR Journal of
Business and Management (IOSR-JBM)*, e-ISSN: 2278-487X, p-ISSN: 2319-
7668, 10(4), 77-82.
- Şener, İ. (2011). *Örgütsel Çevre Bağlamında Yönetim Kurulları Ve Yönetim Kurulu
Üyelerini Özelliklerinin Örgüt Performansına Etkisi*. (Yayınlanmamış
Doktora Tezi). Başkent Üniversitesi, Ankara.
- Şenturan, Ş. (2006). Basel II Standartları ve Kurumsal Yönetişim. *Muhasebe ve
Denetime Bakış Dergisi*, 6(20), 45 -56.
- Taghizadeh, M. & Saremi S. Y. (2013). Board of Directors and Firms Performance:
Evidence from Malaysian Public Listed Firm. DOI: 10.7763/IPEDR. . 59. 37,
178- 182, <http://www.ipedr.com/vol59/037-ICEMM2013-P10030.pdf>,
03.07.2014.

- Taliyev, R. (2011). *Kamuyu Aydınlatma Ve Firma Değeri; Rusya Menkul Kıymetler Borsasında Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Tandırıcıoğlu, H. (2002). Geçiş Ekonomilerinde Özelleştirme. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(3), 198- 226.
- Tanrıöven, C., Küçük Kaplan, İ. ve Başçı, E. S. (2006). Kurumsal Yönetim Açısından Sahiplik Ve Kontrol Yapısı İle Üst Düzey Yönetici Durumunun İMKB’de Faaliyet Gösteren Bankalarda İncelenmesi. *İktisat İşletme ve Finans*, 21(241), 87- 104.
- Tanrıöven, C. ve Aksoy, E. E. (2010). İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Ortaklık Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkileri. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46, 216- 231.
- Taşkın, F. D., Durak, M. G. ve Aktaş, M. (2013). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Üzerindeki Etkileri: Bist Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama. *17. Finans Sempozyumu/23-26 Ekim 2013/Muğla*, <http://efinans.co/wp-content/uploads/2013/11/12-22.pdf>, 25.01.2013.
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *Panel Veri Ekonometrisi* (2. Baskı). İstanbul: Beta Yayınevi.
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *İleri Panel Veri Analizi* (2.Baskı). İstanbul: Beta Yayınevi.
- TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu (2002). *Şeffaflığın Önemi Üzerine Bir Değerlendirme*. Türkiye Bankalar Birliği.
- The Dey Report. (1994). Where Were the Directors? Guidelines for Improved Corporate Governance. Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance.
- Tian, J. J. & Lau, C. M. (2001). Board Composition, Leadership Structure and Performance in Chinese Shareholding Companies. *Asia Pacific Journal of Management*, 18, 245– 263.
- TKYD (2007). Anonim Ortaklıkta Yönetim Organının Yapılanması ve İşlevleri http://www.tkyd.org/files/downloads/bilgi_merkezi/kyd_yayinlari/anonim_ortakliklarda_yonetim_organinin_yapilanmasi_ve_islevleri.pdf, 20.09.2014.

- TKYD. (2010). Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Aile Şirketleri Yönetim Rehberi. İstanbul: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, http://www.tkyd.org/files/downloads/Bilgi_Merkezi/TKYD_Yayinlari/Aile_Sirketleri_Yonetim_Rehberi_2013_2.pdf, 03.09.2014.
- Topcu, A. (2007). *Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerine Etkileri*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Yıldız Teknik Üniversitesi, İstanbul.
- Tsai, S. C. (2001). Valuation of R&D and Advertising Expenditures. *Journal of Contemporary Accounting*, 2, 41– 76.
- Tunay, K. B. ve Silpar A. M. (2006). Türk Ticari Bankacılık Sektöründe Karlılığa Dayalı Performans Analizi-I' Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Tebliğleri Serisi, Research Papers, No:1, https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/TBB_2.pdf, 08.06.2014.
- Turaboğlu, T. T. (2002). *Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Çukurova Üniversitesi, Adana.
- TÜSİAD (2002). Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi. (Yayın No. TÜSİAD-T/ 2002-12/ 336), (TKYD – Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, http://www.tusiad.org.tr/_rsc/shared/file/kurumsalyonetim.pdf, 18.09.2014.
- TÜSİAD (2005). Haziran 2005 tarihli rapor, <http://www.tkyd.org/tr/>, 03.09.2014.
- Uchida, K. (2011). Does Corporate Board Downsizing Increase Shareholder Value? Evidence from Japan. *International Review of Economics and Finance*, 20, 562– 573.
- Ujunwa, A. (2012). Board Characteristics and the Financial Performance of Nigerian Quoted Firms. *Corporate Governance*, 12(5), 1- 30.
- Uludağ, B. K. ve Gökmen, H. (2010). Türk Bankacılık Sektörünün Kârlılığının Dinamik Yaklaşımla Test Edilmesi, 14. *Ulusal Finans Sempozyumu*, Selçuk

- Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 3 – 6 Kasım 2010 – Konya, 135- 152.
- Uşul, H. (2005). Modern Yönetim Muhasebesi Anlayışına Post-Modern Bir Yaklaşım. *Review of Social, Economic & Business Studies*, 5/6(4), 423- 435.
- Ülgen, H. ve Mirze, S. K. (2007). İşletmelerde Stratejik Yönetim (4. Baskı). İstanbul: Arıkan Basım.
- Ünal, S. (2011). *Kamuyu Aydınlatma İlkesi Açısından Kurumsal Yönetimin Önemi ve İMKB’nda Bir İnceleme*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Ünlü, U., Bayraktaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011). Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 66(2), 201- 214.
- Vafeas, N. & Theodorou, E. (1998). The Relationship between Board Structure and Firm Performance in the UK. *British Accounting Review*, 30, 383- 407.
- Valenti, M.A., Luce, R. & Mayfield, C. (2011). The Effects of Firm Performance on Corporate Governance. *Management Research Review*, 34(3), 266- 283.
- Velampy, T. (2013). Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 4(3), 228- 235.
- Vo, D. & Phan, T. (2013). Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnam, <http://www.murdoch.edu.au/School-of-Management-and-Governance/document/Australian-Conference-of-Economists/Corporate-governance-and-firm-performance.pdf>, 03.12.2013.
- Vong, A. P. I. & Chan, H. S. (2006). Determinants of Bank Profitability in Macao, http://www.amcm.gov.mo/publication/quarterly/July2009/macaoprof_en.pdf, 10.03.2013.
- Wang, Y-C., Tsai J-J. & Lin H-W. W. (2013). The Influence of Board Structure on Firm Performance. *The Journal of Global Business Management*, 9(2), 7- 14.

- Wang, Y. & Clift, B. (2009). Is There a “Business Case” for Board Diversity?. *Pacific Accounting Review*, 21(2), 88-103.
- Wellalage, N. H. & Locke, S. (2012). Ownership Structure and Firm Financial Performance: Evidence from Panel Data in Sri Lanka. *Journal of Business Systems, Governance & Ethics*, 7(1), 52- 65.
- White, H. (1980). A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity. *Econometrica*, 48, 817- 838.
- White, M. (2005). Economic Analysis of Corporate and Personal Bankruptcy Law, NBER Working Paper 11536, National Bureau of Economic Research
- Whittington, G. (1980). The Profitability and Size of United Kingdom Companies. *The Journal of Industrial Economics*, 28 (4), 335- 352.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S. & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 105, 581- 606.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 371- 403.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge: MIT Press.
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185- 221.
- Yıldırım, A. F. (2007). *Türk Aile İşletmelerinde Kurumsallaşmayı Engelleyen Aile Değerleri Üzerine Isparta İlinde Bir Çalışma*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta.
- Yıldirtan, D. Ç. (2011). *E-Views Uygulamalı Temel Ekonometri* (2. Baskı). İstanbul: Türkmen Kitapevi.
- Yılğör, A. G. ve Yücel, E. (2012). İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik Ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8(16), 41- 58.

- Younas, Z.I., Mahmood, H. & Saeed, A. (2013). Effect of Firm Performance on Corporate Governance a Panel Data Analysis. *Asian Journal of Empirical Research*, 3(1), 1- 8.
- Young, G. J., Stedham, Y. & Beekun, R. I. (2000). Boards of Directors and The Adoption of a CEO Performance Evaluation Process: Agency and Institutional – Theory Perspectives. *Journal of Management Studies*, 37(2), 277- 295.
- Yu, M. (2008). CEO Duality and Firm Performance for Chinese Shareholding Companies. *19th Chinese Economic Association (UK) Annual Conference*, <http://www.ceauk.org.uk/2008-conference-papers/YU-mei-CEO-duality-firm-performance-Chinese-shareholding-companies.pdf>, 07.01.2014.
- Zahra, S. A. & Pearce, J. A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15, 291-334.
- Zeitun, R. & Tian, G. G. (2007). Does Ownership Affect a Firm's Performance and Default Risk in Jordan? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7 (1), 66- 82.
- Zulkafli, A. H. & Samad A. F. (2007). Corporate Governance and Performance of Banking Firms: Evidence from Asian Emerging markets. *Advances in Financial Economics*, 12, 49– 74.
- <http://www.yenitk.com/tr/kurumsal-yonetim-kurumsallasma-kurumsal-yonetim-kurumsal-yonetim-ilkeleri-spk-kurumsal-yonetim-ilkeleri-ek-sermaye-piyasasi-kurulu-kurumsal-yonetim-ilkeleri-2-kamuyu-aydinlatma-ve-seffaflik.html>, 10.06.2014.
- <http://www.saharating.com/Page.aspx?PageId=34>, 18.10.2014

EKLER

Ek 1. Analizlerde Kullanılan Firmalar

Şirket Adı	Şirket Kodu	Şirket Adı	Şirket Kodu
ALTINYAĞ	ALYAG	ÇİMSA	CIMSA
ANADOLU EFES	AEFES	DENİZLİ CAM	DENCM
BANVİT	BANVT	ECZACIBAŞI YAPI	ECYAP
DARDANEL	DARDL	EGE SERAMİK	EGSER
ERSU GIDA	ERSU	GÖLTAŞ ÇİMENTO	GOLTS
FRİGO PAK GIDA	FRIGO	HAZNEDAR REFRAKTER	HZNDR
KENT GIDA	KENT	İZOCAM	IZOCM
KEREVİTAŞ GIDA	KERVT	KONYA ÇİMENTO	KONYA
KONFRUT GIDA	KNFRT	KÜTAHYA PORSELEN	KUTPO
KRİSTAL KOLA	KRSTL	MARDİN ÇİMENTO	MRDIN
MERKO GIDA	MERKO	NUH ÇİMENTO	NUHCM
PENGUEN GIDA	PENGD	TRAKYA CAM	TRKCM
PINAR ET VE UN	PETUN	UŞAK SERAMİK	USAK
PINAR SU	PINSU	ÜNYE ÇİMENTO	UNYEC
PINAR SÜT	PNSUT	BORUSAN BORU	BRSAN
SELÇUK GIDA	SELGD	BURÇELİK	BURCE
ŞEKER PİLİÇ	SKPLC	ÇELİK HALAT	CELHA
TAT KONSERVE	TATKS	ÇEMTAŞ	CEMTS
T.TUBORG	TBORG	DEMİSAŞ DÖKÜM	DMSAS
TUKAŞ	TUKAS	ERBOSAN	ERBOS
VANET	VANET	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	EREGL
AKAL TEKSTİL	AKALT	FENİŞ ALÜMİNYUM	FENIS
AKIN TEKSTİL	ATEKS	İZMİR DEMİR ÇELİK	IZMDC
ALTINYILDIZ	ALTIN	KARDEMİR	KRDMA
ARSAN TEKSTİL	ARSAN	SARKUYSAN	SARKY
BERDAN TEKSTİL	BERDN	ALARKO CARRIER	ALCAR
BİSAŞ TEKSTİL	BISAS	ANADOLU ISUZU	ASUZU
BOSSA	BOSSA	ARÇELİK	ARCLK
DERİMOD	DERIM	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	BFREN
ESEM SPOR GİYİM	ESEMS	DİTAŞ DOĞAN	DITAS
GEDİZ İPLİK	GEDIZ	EGE ENDÜSTRİ	EGEEN
İDAŞ	IDAS	EMEK ELEKTRİK	EMKEL
KARSU TEKSTİL	KRTEK	EMİNİŞ AMBALAJ	EMNIS
KORDSA SABANCI DUPONT	KORDS	F-M İZMİT PİSTON	FMIZP
LÜKS KADİFE	LUKSK	FORD OTOSAN	FROTO

Şirket Adı	Şirket Kodu	Şirket Adı	Şirket Kodu
MENDERES TEKSTİL	MNDRS	İHLAS EV ALETLERİ	IHEVA
MENSA MENSUCAT	MEMSA	KARSAN OTOMOTİV	KARSN
SÖKTAŞ	SKTAS	KLİMASAN KLİMA	KLMSN
SÖNMEZ FİLAMENT	SONME	MUTLU AKÜ	MUTLU
VAKKO TEKSTİL	VAKKO	OTOKAR	OTKAR
YATAŞ	YATAS	PARSAN	PARSN
YÜNŞA	YUNSA	PİRELLİ KABLO	PRKAB
GENTAŞ	GENTS	T.DEMİR DÖKÜM	TUDDF
KELEBEK MOBİLYA	KLBMO	TOFAŞ OTO. FAB.	TOASO
ALKİM KAĞIT	ALKA	VESTEL	VESTL
BAK AMBALAJ	BAKAB	ADEL KALEMCİLİK	ADEL
DENTAŞ AMBALAJ	DENTA	GOLDAS KUYUMCULUK	GOLDS
DOĞAN BURDA	DOBUR	SERVE KIRTASIYE	SERVE
HÜRRIYET GZT.	HURGZ	ADANA ÇİMENTO	ADANA
KAPLAMİN	KAPLM	AFYON ÇİMENTO	AFYON
KARTONSAN	KARTN	AKÇANSA	AKCNS
OLMUKSA	OLMKS	ANADOLU CAM	ANACM
TİRE KUTSAN	TIRE	BATI ÇİMENTO	BTCIM
VİKİNG KAĞIT	VKING	BATISÖKE ÇİMENTO	BSOKE
AKSA	AKSA	BOLU ÇİMENTO	BOLUC
ALKİM KİMYA	ALKİM	BURSA ÇİMENTO	BUCİM
AYGAZ	AYGAZ	ÇİMBETON	CMBTN
BAGFAŞ	BAGFS	ÇİMENTAŞ	CMEN
BRİSA	BRISA	MARSHALL	MRSHL
ÇBS BOYA	CBSBO	PETKİM	PETKM
ÇBS PRİNTAŞ	PRTAS	PETROL OFİSİ	PTOFS
DEVA HOLDİNG	DEVA	PİMAŞ	PİMAS
DYO BOYA	DYOBY	SASA	SASA
ECZACIBAŞI İLAÇ	ECİLC	SODA SANAYİİ	SODA
EGE GÜBRE	EGGUB	TURCAS PETROL	TRCAS
EGE PROFİL	EGPRO	TÜPRAŞ	TUPRS
EGEPLAST	EPLAS	GÜBRE FABRİK.	GUBRF
GOOD-YEAR	GOODY	HEKTAŞ	HEKTS

Ek 2. Alt Hipotezlerin Kabul-Red Edilme Durumları

DEĞİŞKENLER	ROA	ROE	TOBIN'S Q	ALTMAN
YKB	KABUL	RED	RED	KABUL
BYKU	RED	RED	RED	RED
KYKU	KABUL	RED	RED	RED
YYKU	RED	RED	KABUL	RED
İKİLİK	RED	RED	KABUL	KABUL
ORTSAY	KABUL	KABUL	RED	RED
BUYUK1	KABUL	RED	KABUL	KABUL
BUYUK2	RED	RED	RED	KABUL
CEOPAYI	RED	KABUL	KABUL	RED
YKPAYI	RED	RED	RED	KABUL
YABPAYI	RED	KABUL	KABUL	RED
HAO	RED	RED	KABUL	KABUL

ÖZGEÇMİŞ

Ad Soyad: Mesut DOĞAN

Kişisel Bilgiler

Doğum Tarihi: 01/01/1985

Eğitim

Yüksek Lisans: Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı-2011

Lisans: Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü-2008

İş/İstihdam

Öğretim Görevlisi: Afyon Kocatepe Üniversitesi Bayat M.Y.O. (2010- devam ediyor)

Araştırma Görevlisi: Tunceli Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü (2009-2010)