



BAĞIMLI VE BAĞIMSIZ YÖNETİM KURULU ÜYE SAYISININ İŞLETMENİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ

Ali Korhan ÖZEN*

Tuncer YILMAZ**

Özet

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), SPK'ya bağlı Anonim şirketler için “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin” (Seri:IV, No:56) 30 Aralık 2011 tarihinde resmi gazetede bir tebliğ yayımlanmıştır. Bu tebliğ ile SPK, borsada faaliyet gösteren tüm şirketlerin yönetim kurulunda bağımlı (icracı) üyelerin yanında, bağımsız (icracı olmayan) üyelerinde bulunması zorunluluğunu getirmiştir. Bu zorunluluk aslında işletmelerde hesap verilebilirlik, politika ve strateji belirleme, menfaat sahiplerinin haklarının korunması, şeffaflık ve objektifliği sağlamak açısından borsa şirketleri için oldukça önemli bir gelişme olduğunu söylemek mümkündür. Burada bahsedilen bağımsız üye, şirketle organik bir bağı ve icra yetkisi olmayan, dışarıdan atanan ve hiçbir baskı altında kalmadan görevini tam bağımsız bir şekilde yapabilme yetkisine sahip kişidir.

Borsa şirketlerine gelen bu zorunluluk ile birlikte bizde bu çalışmada, 2012-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören ve verileri süreklilik arz eden 140 imalat sanayi işletmesinin üç yıllık verilerini kullanarak, bağımlı ve bağımsız üye sayısının işletmenin finansal performansına olan etkisini geleneksel ve modern tabanlı çeşitli performans ölçütleri kullanarak analiz etmek istedik.

Anahtar Kelimeler: İmalat Sanayi, Bağımlı Üye, Bağımsız Üye, Finansal Performans, SPK.

Jel Sınıflandırması: G32, M21, M19.

THE EFFECT OF NUMBERS OF EXECUTIVE AND NON-EXECUTIVE DIRECTORS ON FIRM'S FINANCIAL PERFORMANCE

Abstract

On 30th December 2011 a declaration was published in the official gazete by CMB in regard to Determining and Practicing Corporate Governance Principles (Serial : IV , No: 56) for Publicly-Traded Companies affiliated to Capital Markets Board (CMB). CMB imposed an obligation for the companies' management boards to participate executive and non-executive members. It is possible to say that this obligation is highly important development for publicly-traded companies in terms of accountability , determination of policy and strategy, protecting the rights of stakeholders , providing transparency and objectivity in managements. The non-executive member mentioned here is the person appointed externally , handing the authority of executing the task fully independent under no pressure and has no organic bond and execution authorisation.

In reference to this obligation for the publicly-traded companies, using three-year data of 140 manufacturing industry managements publicly-traded in İstanbul stock market which have continuous data between 2012-2014 years , we wanted to analyse the effect of the number of executive and non-executive members on financial performance of the management using modern based performance criterion.

Key Words: Manufacturing Industry, Executive Member, Non-executive Member, Financial Performance, SPK.

Jel Classification: G32, M21, M19.

* Doktora Öğrencisi, Gebze Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, akorhanozen2002@yahoo.com

** Öğretim Görevlisi, Kafkas Üniversitesi, Susuz MYO, Finans Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, yilmaz-tuncer@hotmail.com



1. GİRİŞ

Borsada halka arz edilen işletmeler, finans kuruluşları ve sermaye piyasasına tabi şirketler her hesap dönemi sonunda faaliyetlerinin sonucunu çeşitli yasal yükümlülükler ve standartlara göre raporlamaktadır. Bu raporlamalarda işletmelerin finansal performansı, işletme sahiplerini, hissedarları, yöneticileri, çalışanları, bireysel ve kurumsal yatırımcıları, kamu ve finans kuruluşlarını, kısacası çıkar gruplarını (stakeholders) yakından ilgilendirmektedir. İşletme ya da organizasyonların sürdürülebilirliği ise kârlılık, büyüme ve dolayısıyla firma değerinin artırılması ile yakından ilişkilidir. Yüksek finansal performansın yatırımcıların ve diğer ilgi gruplarının ilgisini çekmekte olması nedeniyle finansal performans göstergeleri sosyal bilimlerde çalışmalarında yoğun bir şekilde kullanılmaktadır.

İşletmeler yeni iş kollarına veya yeni pazarlara girdikçe yönetim fonksiyonu daha da zor ve karmaşık bir hal almaktadır. Gerek yasal zorunluluklar gerekse işletmeye özgü birtakım nedenlerden dolayı yönetim kurullarının da yapısı, büyüklüğü ve bileşimi firmadan firmaya, sanayiden sanayiye ve hatta ülkeden ülkeye değişebilmektedir. Bu anlamda, yönetim kurullarının nitelik ve niceliğinin de işletmelerin finansal performansına etki etmesini beklemek doğaldır. Gerçekten de, hissedarlar tarafından seçilen yönetim kurullarının bileşimi ve bu bileşimin işletmelerin finansal performansları üzerine etkileri hakkında geniş bir yazın bulunmaktadır.

Kavramsal olarak bakıldığında, işletmelerin yönetim kurullarında yer alan bağımlı ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin işletme lehine sonuçlar doğurduğu fikri yaygındır. Ancak şimdiye kadar bu konuda yapılan çalışmalarda ortaya çıkan sonuçlarda yazarların ortak bir noktada buluştuğu da söylenemez.

SPK'nın 31 Aralık 2011 tarihinde yayınladığı tebliğde borsada faaliyet gösteren şirketler yönetim kurullarında bağımlı ve bağımsız olmak üzere en az 5 üye bulundurmaları zorundadır. Bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az ve yarısından fazla olamaz. Bağımsız yönetim kurulu üyesi, şirket yönetim kurulu üyeliği dışında başka bir görevi olmayan, düşünce ve davranış bakımından tam bağımsız, şeffaf ve objektif bir bakış açısı ile şirketin denetlenmesine ve yönlendirilmesine katkı sunan kişidir. Bağımlı üye ise, tam zamanlı, idari bir görevi olan ve şirketin olağan ve olağan olmayan işlerin yönetilmesinde sorumlu olan üyedir.

Bizde akademik çalışmalara katkı sağlamak amacıyla bu konuyu ele alarak BIST tüm endekslerinde faaliyet gösteren imalat sanayi işletmelerinin yönetim kurullarında yer alan bağımlı ve bağımsız üyelerin işletmenin finansal performansına olan etkisini inceledik. Bu kapsamda öncelikle bu konuyla ilgili literatür taraması yapılmış, daha sonra araştırma kapsamında bulunan 140 imalat sanayi işletmesinin 2012-2014 dönemine ait verilerinden yola çıkılarak oluşturulan bağımsız değişkenlerin işletmenin finansal performansını ne kadar ve hangi düzeyde etkilediği çoklu doğrusal regresyon modeli ile ayrı ayrı analiz edilerek elde edilen sonuçlar karşılaştırmalı olarak ortaya konulmuştur.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde yönetim kurulu üyeliği, üyelerin işletme içinden (insider director) ya da dışından (outside director) olmasına göre genellikle iki farklı şekilde yer almaktadır. İşletme içi yönetim kurulu üyeleri hali hazırda işletmenin yönetiminde yer alan, bazı tanımlarda ise



icracı üyelerdir. İşletme dışı üyelerin ise işletme ile direkt olarak ilişkisi bulunmayan (Pfeffer, 1972: 218-228), icracı olmayan üyelerdir (Peng, 2004: 453-471). İşletme dışı üyelerin işletmeden bağımsızlığı ölçüsünde yönetim kurulu üyelerini farklı kategorilerde ele alan çalışmalar yer almaktadır. Baysinger ve Butler (1985: 1-101) tarafından geliştirilen üye sınıflandırılmasında ise işletme içi üye ve bağımsız üyenin yanında tam zamanlı çalışan olmayıp işletme ile ilişkisi bulunan üyelere ele alınmaktadır (Byrd & Hickman, 1992; Bhagat & Black 1999: 921-963; Peng, 2004: 453-471). İşletme ile organik bağı olan, ancak işletme içinde yer almayan üyelere gri üyeler denmektedir.¹ Buna göre işletmenin tam zamanlı çalışanlarını işletme içi yönetim kurulu üyesi; eski çalışanlar, kurul üyelikleri dışında firmalarla aile bağı ya da iş ilişkisi bulunanları gri (yarı-bağımsız); bunların dışında yer alanları ise bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak sınıflandırmaktadır (Core & Holthausen & Larcker, 1999: 371-406; Fich, 2005: 1943-1972). Peng (2004: 453-471) işletme dışı (icracı) üyeleri de kendi arasında kamu çalışanı, kurumsal (yasal kişi) yatırımcı ve bireysel yatırımcı olarak ayırmaktadır. İcracı olmayan bir üyenin karakter ve yargılama bakımından bağımsız olduğunun ve yargılamasını etkileyecek ilişki ya da durumların bulunmadığının kurul tarafından belirlenmesiyle bağımsız olduğu düşünülmektedir (Financial Reporting Council, September 2012; Higgs, 2003: 1-120). Bağımsız üyeler, bir firmanın yaptığı finansal raporlamanın dürüstlüğünü denetleme rolünü üstlenmektedir (Bhagat & Black, 1999: 921-963).

Fich (2005: 1943-1972), işletmelerin bağımsız yönetim kurulu ya da icra kurulu başkanı (Chief Executive Officer ya da kısaca CEO) bulundurmanın nedenlerini 6 hipotez altında toplamaktadır: yönetim becerisi, işletme içi CEO'ya dışarıdan destek, kurul içi dengelerin sağlanması, yeterli üyeye sahip olmama ve bağımsız üyeliğin kabulü ile işletmenin büyüme potansiyelinin belgelenmesi (burda 6 tane var). Bağımsız üye ya da CEO'ya sahip olmak işletmelere çeşitli faydalar da sağlamaktadır. Bağımsız üyelerin genellikle kurulu izlemede önemli rol oynadığı düşünülmektedir. (Hermalin & Weisbach, 1991: 101-112). Diğer dikkat çekici katkısı ise objektifliğindedir. İşletme içinden gelen yönetim kurulu üyeleri yeterince objektif olmayabilmekte, bu da etkili kurumsal denetimi kısıtlamaktadır. İşletme dışından gelen bağımsız yönetim kurulu üyeleri ise firma performansını bağımsız bir şekilde değerlendirebilme yeteneğine sahiptir (Ahmed & Hossain & Adams, 2006: 418-431). Bhagat ve Black (1999: 921-963) ise en iyi kurulun işletme içi, ilişkili ya da yarı bağımsız ve bağımsız üyelerin karışımından oluşacağını savunmaktadır. Yazarlara göre, işletme içi (Bağımsız olmayan) üyeler işletmenin faaliyetleri hakkında yeterince bilgiye sahiptir ancak çatışmaktadır. İşletme dışındaki bağımsız üyeler kriz dönemlerinde hızlı karar alabilirler, ancak işletme içini önemsemedikleri için yanlış yapma ihtimalleri yüksektir. Yarı bağımsız üyeler ise bağımsızlara göre işletmenin güçlü ve zayıf yönlerini daha iyi tanımaktadır.

Bununla birlikte, bağımsız üye tercihinin vekâlet teorisiyle de açıklayan çalışmalar mevcuttur. Dalton, Daily, Ellstrand ve Johnson (1998: 269-290)'a göre, bağımsız üyelerin baskın olmasının tercih edildiği yönetim kurulları çoğunlukla vekalet teorisine dayanmakta, bu teoriye göre de etkili kurullar bağımsız üyeleri bünyesinde bulundurmaktadır. Fama ve Jensen (1983: 301-325), işletmenin piyasa değerinde meydana gelecek düşmenin bağımsız üyelerin imajının zedelenmesine yol açacağını ve onlara olan ihtiyacın azalacağını, bu

¹ Literatürde gri (gray) yada ilişkili (affiliated) üye olarak geçse de bu çalışmada tam bağımsız üye ile ayırmak için yarı-bağımsız üye kavramı kullanmak uygun görülmüştür.



nedenle üyelerin işletme yönetimine uygun olmayan davranışları engellemeye çalıştığını savunmaktadır.

New York Borsası 1978'den beri, NASDAQ ise 1989'dan beri hisseleri işlem gören işletmelerde hissedarların çıkarlarını gözetmek için dışarıdan bağımsız olarak izlemelerin yapılmasını gerekli görmüş ve bu işletmelerin yönetim kurullarında en az iki dışarıdan direktörün yer almasını gerekli kılmıştır (Fich, 2005: 1943-1972).

Tablo1. Literatür Taraması Tablosu

Yazar(lar)	Veri	Veritabanı/Değişkenler	Model/Analiz Yöntemi	Finansal Ölçüt
Byrd ve Hickman (1991)	1980-87 arasında New York yada Amerikan borsasına kote 111 firmanın verdiği 128 hisse senedi alım teklifi	<u>Açıklayıcı değişkenler</u> İşletme içi, yarı bağımlı ve bağımsız üyelerin yüzdesi ve bunları hisse payı.	Kesit veri analizi için OLS regresyon modelleri, kalın kuyruk hata terimi-iteratively reweighted least squares (IRLS), doğrusal piecewise regresyon testleri	Teklif veren firmanın ve hedef hisse senedinin piyasa değeri (İlan tarihinden 30 gün önce) Teklifin toplam değeri=İlan edilen teklif fiyatı * satılan hisse adedi Teklif primi = (Teklif fiyatı-hedef hisse)/hedef hisse fiyatı
Hermalin ve Weisbach (1988)	New York Borasına kote 1971-1983 arasında 142 firma	COMPUSTAT Kar verileri, CRSP Hisse senedi getiri verileri	Çoklu Poisson Tahmin modeli (kurula ekleme için)	(Önceki senenin) hisse senedi getiri verileri, FAVÖK / Aktif toplamının defter değeri
Dalton vd. (1998)	54 ampirik çalışma (kurul bileşimi-performans ilişkisi) 31 ampirik çalışma (Kurul liderlik yapısı-performans)	Moderator (Ara değişkenler) Firma büyüklüğü, performans göstergeleri ve kurul yapısı (bileşimi)	Meta Analizi (Hunter and Schmidt (1990) Meta Dos paket programı (Stauffer, 1994): (Hunter and Schmidt, 1990) istatistiksel hata dağılımı kullanılmıştır) Moderator analizi	iyasa performans göstergeleri Muhasebe performans göstergeleri
Bhagat ve Black (1998)	Hizmet, finansal, ulaşım ve sanayi firması (660-692 örneklem)	<u>Bağımlı değişken:</u> Bağımsızlık COMPUSTAT veritabanı	Eş anlı denklem yöntemleri.	<u>Karlılık değişkenleri</u> Tobin q, ROA (Faaliyet karı/Aktif toplamı),Varlık devir hızı, Faaliyet karlılığı Çalışan başına satış tutarı, Piyasaya göre ayarlanmış, hisse senedi getirileri <u>Büyüme değişkenleri</u> (1988-1991 yüzde büyüme) Varlık, satışlar, faaliyet karı, çalışanlar, nakit akışı (faaliyet kârı+amortisman ve itfa)
Millstein ve MacAvoy, (1998)	300 CalPERS (California Public Employees' Retirement System) örnekleminden 222 firma	COMPUSTAT veritabanı (ER değişkenleri için)	Regresyon	Ekonomik katma değer, Fazla getiri (Excess Return) = Toplam sermaye * (Yatırılan sermaye getiri oranı – ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti)
Bhagat ve Black (1999)	957büyük ölçekli ABD kamu kuruluşu	COMPUSTAT 1985-1995 arasındaki finansal performans verileri CRSP 1985-1995 arasındaki hisse senedi performans verileri	Regresyon Bağımsız değişkenler Kurul bağımsızlığı, kurul büyüklüğü, CEO hissesi, bağımsız üye hissesi, %5 hisse sahibi bağımsız üyeler, 1990 yılı satışları (log), endüstri kontrol (bağlı sanayideki bağımlı değ. ort.) Kukla değişkenler (bağımsızlık çeşidi için)	<u>Bağımlı Değişkenler</u> Tobin q (Ortalama değer in ortalaması=means average), ROA, Varlık devir hızı, Faaliyet karlılığı, Çalışan başına satış tutarı
Peng, 2004		<u>Bağımsız değişkenler</u> Yarı bağımsız (çoğunlukla kurumsal) üyeler, bağımsız	Bağımsız üye oranındaki artışın performansına	



	Shanghai ve Shenzhen borsalarına kote 530 firma	(çoğunlukla bireysel) <u>Kontrol değişkenleri</u> Firma büyüklüğü (log varlık toplamı), firma yaşı, CEO ikiliği, önceki performans, işletme içi üye hisseleri, bağımsız hisseleri, devlet hisseleri, kamusal üye, endüstri kukla değişkeni	olumlu etkisi - GLS (Genelleştirilmiş Kareler Yöntemi) ve Likelihood model Düşük firma performansı ile bağımsız üye ataması ilişkisi - Proportional Hazards Regresyon Modeli (Geçiş olasılığı için)	(Bir önceki yılın) Özsermaye karlılığı (ROE) ve Satış büyüme oranı
Fich (2005)	1997-99 yılların süresince 1998 Fortune 1000 listesi	Dışarıdan atamaların tahmini Yatırımcı tepkileri COMPUSTAT	Probit model Çift kuyruk Wilcoxon signed rank testi (Ortanca testi) Standart çift kuyruk testi (Ortalama testi) CARS Tek ve Çoklu Regresyon analizi	<u>Kısa dönem firma performansı</u> Aktif karlılığı (log[1+(FVÖK/Aktif Top.)]) Uzun dönem: Amortisman öncesi faaliyet karı Kümülatif normal olmayan hisse senedi getirileri (Cumulative abnormal stock returns = CARs)
Andres, Azofra ve Lopez (2005)	1996 yılı Belçika, Kanada, Fransa, Almanya, Hollanda, İtalya, İspanya, İsviçre, İngiltere ve ABD'deki finansal olmayan 450 büyük firma verileri	Spencer Stuart Board Endeksi – Kurul büyüklüğü, işletme içi ve bağımsız üye oranı, yıllık toplantı sayısı, üyelerin sağladığı faydalar, finansal performans bilgileri Global Vantage Veritabanı – finansal tablolar	(Tek denklem modeli) OLS Regresyon analizi, hassaslık analizi Eş-zamanlı denklemler modeli (Endojenlik problemi nedeniyle)	<u>Piyasa tabanlı ölçütler</u> Piyasa değeri/defter değeri Tobin q <u>Muhasebe tabanlı ölçütler</u> Aktif karlılığı (ROA) Finansal kaldıraç oranı, Satışlar (işletme büyüklüğü için)
Ahmed ve Hossain ve Adams (2006)	Yeni Zelanda Borsasına kote firmaların 1991-1997 arasındaki verileri ile 604 firma-yıl gözlemi	Hisse senedi getirileri= f (Hisse başı kar, bağımsız üye oranı, kurul büyüklüğü, işletme içi üyelerin hisse payı, en büyük 20 hissedarın payı, finansal kaldıraç oranı, toplam aktif tutarı (log), tobin' s q (büyüme) ² , CEO=YK Başkanı kukla değ.	Basit ve havuzlanmış kesit veri zaman serisi analizleri	Hisse senedi getirileri (bilanço gününden 9 ay sonra) Hisse başı kar, Tobin q (piyasa değeri/defter değeri)
Kaymak ve Bektaş (2008)	Türkiye Bankalar Birliği web sitesinden alınmış 2001-2004 arasında Türkiye'deki 27 Ticari bankaya ait veri	<u>Bağımlı değişkenler</u> ROA ve mevduat artış oranı <u>Bağımsız değişkenler</u> Kurul büyüklüğü, icracı olmayan bağımsız üye oranı, az yetkili bağımsız üye oranı, kurulun görev süresi, kukla değ.(YK başkanı ve genel müdür aynı kişiye 1), kukla değ. (YK işletme içinden yada az yetkili ise 1), varlık toplamı	Yatay kesit veri regresyon	Aktif Karlılığı (ROA) = Vergi sonrası kar/Varlıkların defter değeri Varlıklardaki büyüme oranı (Ortalama satış büyümesi, Mevduat artışı) Kredi değer düşüklüğü karşılığı/Aktif toplamı Net faiz marjı, Likit varlıklar/Aktif toplamı

Bağımsız yönetim kurul üyesi ya da üyeleri ile işletmelerin finansal performansı arasındaki ilişki incelenirken çeşitli finansal ölçütlerden yararlanılmaktadır. Bunlardan yönetim kurullarında bağımsız üyelerin oranı ile işletmenin muhasebe performansı arasındaki ilişki inceleyen çalışmalar olup, ancak yapılan çalışmalarda bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmeyen sonuçlarda elde edilmiştir. Dalton ve diğerleri (1998: 269-290) yönetim kurulunun bileşimi ve sahip olduğu liderlik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkide tutarlı sonuçlar bulunmamasını öne sürerek mevcut ilişkiyi incelemek için meta

² Tobin's q oranı varlıkların piyasa değeri/yerine koyma maliyeti olarak bilirse de özellikle finans literatüründe piyasa değeri/defter değeri hesaplamada yoğun olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada da firmanın sene sonu piyasa değeri/defter değeri olarak hesaplanmıştır.



analizi³ gerçekleştirmiş, ancak kurul bileşimi/finansal performans ve kurul liderlik yapısı/finansal performans değişkenleri arasında anlamlı ilişkilere rastlamamıştır.

Core ve diğerleri (1999: 371-406) bağımsız üyelerin işletme içi üyelere oranla daha etkili kurul oluşturduğuna dair herhangi bir kanıt bulamamıştır. Hermalin ve Weisbach (1991: 101-112), Klein (1998), Bhagat ve Black (1999: 921-963) de muhasebe performans göstergeleri ile kurul içerisinde bağımsız üye varyasyonları (tam bağımsız, yarı bağımsız vs.) arasında anlamlı ilişkilere rastlamamaktadır. Bhagat ve Black (1999: 921-963), yüksek orandaki bağımsız üye oranının (örneğin, 11 üye içerisinde 0.4 bağımsızlık seviyesi ve 8 ya da 9 bağımsız üye; 2-3 işletme içi üye) yavaş büyüme ile ilişkili olduğunu bu nedenle de diğer firmalardan daha kötü finansal performans gösterdiğini ortaya koymaktadır. 450 Batı Avrupa ve Kuzey Amerika firma örnekleminde yararlanan Andres ve diğerleri (2005: 197-210) de benzer şekilde bağımsız üye oranı ile temsil edilen kurul bağımsızlığı ile firma değeri arasında dirençli bir ilişki yakalayamamıştır. Toplam üye sayısının fazlalığının ise daha düşük performansa yol açtığını ortaya koymuştur.

Hermalin ve Weisbach (2001), bütün firmalar için optimal bir kurul yapısından bahsetmenin doğru olmadığı için kullanılan modellerde işletmeye özgü etkilerin kontrol edilmesinin kritik olduğunu; bu yüzden de kurul bileşiminin firma performansına etkisini kesit veri analizi şeklinde (cross-sectionally) ifade etmenin zor olduğunu savunmaktadır. Yazarlara göre firma karakterinin (büyüklük ya da bileşimi) kurumsal performansa etkisini ölçen bir modelin tahmininde anlamlı performans ve bağımsız üyelik ilişkisine günlük faaliyetlerde rastlamak mümkün değilken, nadir olarak gerçekleşen ya da sadece kriz dönemlerindeki belirli kurul faaliyetlerinde bu ilişki yakalanabilmektedir.

Ahmed ve diğerleri (2006: 418-431), kârın bilgi vericiliği (earnings informativeness) ve kurul yapısı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada kurulda bağımsız üyelerin bulunması ile kârın bilgi vericiliği (çalışmada getiri-kar ilişkisi ile ölçülmektedir) arasında anlamlı pozitif ilişkiye rastlamamakta, buna karşın toplam üye sayısı daha düşük olan işletmelerde kârın kalitesinin daha etkin şekilde izlenebildiğini ortaya koymaktadır.

Düşük firma performansı vekalet teorisi ile de açıklanmaktadır. Düşük firma performansı zayıf yönetim göstergesi olup, bu da yönetimin daha fazla izlenmesi gereğini doğurmaktadır. Bu nedenle hissedarlar yönetim kurulunda daha fazla bağımsız üye atamakta ya da CEO'ların atamasını istemektedir (Fama & Jensen, 1983: 301-325).

Bağımlı ve bağımsız üye/üyeler ile işletmenin finansal performansı arasında anlamlı ilişkisi tespit edilmeyen çalışmaların yanında, zayıf ya da dirençli anlamlı ilişkiler yakalayan çalışmalara da mevcuttur. Pfeffer (1972: 218-228), yönetim kurullarını işletmelerin çevreleriyle olan ilişkilerini yürütmekte kullandıkları enstrümanlara benzetmektedir. Yazara göre bu enstrümanların uygun bir şekilde kullanılmaması daha düşük kârlar ile karşılaşılmasına yol açmaktadır. Regüle edilen piyasalarda faaliyet gösteren işletmelerde düzenleyici kuruluşlar karşısında politik, ekonomik ya da sosyal güce sahip olan kişilerin;

³ Meta analizi, analiz yapılan çalışmalardaki örneklem hataları, güvenilirlik ve aralık sınırlamalarını dikkate almakta, öyküleyici yaklaşıma göre daha rahat sonuçlar çıkarılmaktadır. Bu analiz yöntemi, çeşitli istatistiksel eseri düzeltirken ana kütledeki iki değişken arasındaki doğru ilişkinin bir tahminini elde etmek için çalışmalar arasında deneşik sonuçların ortaya çıkmasına imkân veren istatistiksel bir tekniktir. Buna göre gözlenen her bir ilişki örneklem büyüklüğü ile ağırlıklandırılarak analizde yer alan çalışmalar için ağırlıklandırılmış ortalama ilişki hesaplanmaktadır (Bkz. Dalton vd., 1998: 269-290).



sermaye piyasalarında faaliyet gösteren işletmelerde de finansman kolaylığı sağlayan ve finansal çevrelerde etkin yöneticilerin yönetim kuruluna dâhil edilmesi işletme faaliyetlerine olumlu yansıtılmaktadır. Yazar bu nedenle böyle piyasalarda faaliyet gösteren işletmelerin yönetim kurullarında bağımsız üyelere sahip olma eğiliminde olduğu hipotezini öne sürmüştür. Kurul yapısının firma performansına etkisini ise iki finansal oran ile ölçmüştür. Bunlar net karlılık (Net Kâr/Net Satışlar) ve mali rantabilite (Net Kâr/Özsermaye) oranları olup, araştırma sonucuna göre optimal kurul yapısından⁴ sapmanın işletmenin daha düşük bir finansal performans sergilemesine yol açmakta olduğu sonucu elde edilmiş (Pfeffer, 1972: 218-228).

Baysinger ve Butler (1985:1-101), bağımsız üye oranı/sayısının şirket performansını olumlu etkilediğini tespit etmiştir. Yazarlar, daha fazla bağımsız üyeye sahip olmanın daha fazla özsermaye getirisine (bağlı sanayi ortalaması üzerinde getiri) yol açtığını ortaya koymuş⁵; bağımsız üyelerin firma performansını dolayısıyla da firma değerini artırdığı sonucunu çıkarmıştır. Fich (2005: 1943-1972), 1997-1999 yılları arasında Fortune 1000 listesindeki 432 işletme bilgisinden yararlanılarak yaptığı çalışmada bağımsız CEO atamanın firma özellikleri ve yatırımcı tepkisi ile ilişkisi ve firmanın uzun dönem performansına etkisini araştırmıştır. Bağımsız CEO atamanın kısa dönemde firma performansına etkisi için aktif kârlılığı (Finansman faaliyetleri öncesi esas faaliyet kârı/Aktif toplamı ya da diğer bir ifadeyle FVÖK=EBIT/Aktif Toplamı), büyüme imkânı için ise piyasa değeri/defter değeri oranlarını kullanmıştır. Yatırımcıların bağımsız yönetim kurulu üyesi tayin edilmesine olumlu tepki verdiği ortaya koyulmaktadır. Uzun dönem etkisi ise piyasadan ziyade muhasebe bilgisine dayanan kanıt içeren amortisman ve itfa öncesi faaliyet kârındaki⁶ atama yıllarındaki değişimle ölçülmektedir. Firma büyüklüğünü kontrol etmek için bu kâr toplamı aktive bölünmüştür (Atama öncesi iki, sonrası için ise bir yıllık verilere sahip firmalar alınmıştır). Sonuç olarak bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak başka bir firma CEO'sunun dışarıdan atanmasının işletmenin muhasebe performansı üzerinde pozitif uzun dönem bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Peng (2004: 453-471) Shanghai ve Shenzhen borsalarına kote 530 firma verisini kullandığı çalışmada kurul bileşimi ile kurumsal değişim sırasındaki firma performansı arasındaki ilişki incelenmiş, yarı bağımsız üyelerin satış büyümesine katkı sağladığı ancak özsermaye kârlılığına etki etmediği yönünde kanıt elde etmiştir.

Müller (2014: 969-975), 2010 ve 2011 yılları arasında Londra borsasına kote büyük işletmeleri örneklem olarak aldığı çalışmada, 9 farklı kurul bileşen özelliğinin hem eş zamanlı hem de bir sonraki yıl performansına (faaliyet kârlılığı) etkisini ölçmüş ve performans ile kurul bileşimi arasında anlamlı sonuçlar bulmuştur. Yazarlar, özellikle yabancı üyelerin bağımsızlığının firmanın eş zamanlı ve takip eden faaliyet performansı arasında anlamlı güçlü ve pozitif bir ilişki yakalamıştır.

⁴ Optimal yönetim kurulu üyesi sayısı ve işletme içi yönetim kurulu üyesi sayısı yazarın çalışmasında iki bağımlı değişken olarak modellenmekte olup; sermaye yapısı, firmanın regüle piyasada olup olmaması (kukla değişken) ve firma büyüklüğü modellerde yer almaktadır.

⁵ 1970 yılındaki bağımsız üye oranı ile 1980 yılındaki özsermaye ilişkilidir (Baysinger ve Butler, 1985: 1-101).

⁶ Ülkemizde finansal tablolarda esas faaliyet karı, amortisman giderleri dahil edilerek hesaplandığı için bu kara amortisman giderlerinin eklenmesiyle amortisman öncesi faaliyet karı (operating income before depreciation) elde edilmektedir.



Literatürde yer alan bağımsızlık ve performans ilişkine yönelik çalışmalarda finans kuruluşları ve düzenleyici kuruluşların yoğun şekilde etkisinde olan sektörlerdeki şirketler ve devlet kurumları çalışma örneğinde genellikle yer almamaktadır. Bu da bahsi geçen sektörlerde ve şirketlerde yönetim kurul yapılarının farklı olmasına dayandırılmaktadır. Bununla birlikte bu işletmelerin yer aldığı çalışmalar da mevcuttur. Örneğin, Kaymak ve Bektas (2008: 550-561), Türkiye’de faaliyet gösteren ticari bankalar üzerinde yaptıkları çalışmada bağımsız üyelerin sayısının işletmenin aktif kârlılığı ile negatif olarak ilişkili olduğuna yönelik sonuçlar elde edilmiştir. Yazarlar bağımsız üyeliğin karar alma fonksiyonu geliştirdiğine, dolayısıyla hissedarların haklarını daha fazla koruduğuna yönelik beklentinin ortaya çıkmamasını iki farklı nedenle açıklanabileceğini savunmaktadırlar. Bunlardan ilki işletme ve sanayiye iyi tanıyan işletme içi üyelerin daha iyi yönetim ve yönlendirme ile alacağı kararların daha etkili ve iyi zamanlamaya sahip olacağı, bunun da firma performansını güçlendireceği şeklindedir. Bir diğer açıklama ise bağımsız üyelerin işletme ile ilişkisinin bulunabileceğidir (yazarlar, bağımsız üyelerin işletme ile bağlarını mevcut verilerden tespit edememiştir).

Bağımsız kurul üyeliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçmede kullanılan diğer bir yöntem ise Tobin q yaklaşımıdır (Bhagat & Black, 1999: 921-963; Ahmed ve diğerleri 2006: 418-431). Agrawal ve Knoeber (1996: 377-397) bağımsız üye oranı ile Tobin q arasında arasındaki ilişkiyi ortaya koymak için yaptıkları çalışmada da, bu iki değişken arasında negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu yaklaşım, yönetim gibi maddi olmayan faktörlerin işletmeye kattığı değeri göstermektedir (Hermalin ve Weisbach, 2001).

Hisse senedi fiyatı ve getirileri de ilişkiyi incelemede ölçüt olarak kullanılmaktadır. Bazı çalışmalarda hissedarların bağımsız üyelerin bulunduğu yönetim kurullarından yatırımcıların fayda sağladığı ortaya koyulmaktadır. Diğer bir gösterge olan hissedar getirileri ise hisse başı gelir, temettü artışı, indirgenmiş gelecek kazançlar (kâr, temettü, vs.) ve ekonomik katma değer (ortalamadan fazla getiri = excess return’ de kullanılmaktadır) gibi göstergelerle ölçülmektedir (Millstein & MacAvoy, 1998: 1283-1322). Rosenstein ve Wyatt (1990: 175-191) bağımsız yönetim kurulu üyesinin atanma ilanına hisse senedi fiyatlarının olumlu tepki verdiğini öne sürerek hissedarların servetinin bağımsız üyelerin oranı ile etkilendiğine dair kanıt ortaya koymaktadır. Yazarlar, işletmeler ek bağımsız üye atadıklarında hisse senedi fiyatlarında ortalama olarak % 0,2 artış yakalamıştır. Ancak bu anlamlı küçük artış Bhagat ve Black (1999: 921-963)’ a göre kurul yapısı ve performans arasında gerçek bir ilişkiden ziyade sinyalleme etkisini göstermektedir. Örneğin, bağımsız bir üyenin eklenmesi bir işletmenin sorunlarının üzerine gitmeyi planladığını göstermektedir (kurul bileşiminin bu sorunlara eğilme yeteneği üzerinde bir etkisi olmasa bile). Byrd ve Hickman (1992), yönetim kurullarının en az yarısının firma yönetiminden bağımsız olan üyelerden oluşması halinde hisse alım ihalesi⁷ (satın alma teklifleri) tarihindeki normal olmayan getirilerin diğer teklif veren firmalara göre daha yüksek olduğunu, bu nedenle de hissedarların servetlerinin etkilendiğini öne sürmektedir. Yönetim kurulunun çok yüksek bir kısmının bağımsız üyeler tarafından oluşması durumunda ise (örneğin, %60’ından fazlası bağımsız üye olan kurul), ilişki negatif yönlü olarak değişmekte; %70’den fazla bağımsız üyeye sahip teklif veren işletme, %40’dan az bağımsız üyenin bulunduğu işletme kadar düşük

⁷ Bu tip ihaleler özellikle gazeteler aracılığıyla duyurulmakta olup halka açıktır (bkz. Tender offer bids).



performans sergilemektedir. Bu nedenle bağımsız üyelikle tekliflerin hissedar servetine etkisi arasında doğrusal olmayan bir ilişki saptanmaktadır.

Yönetim kurulu yapısının endojen olarak yer aldığı modeller mevcuttur. Bu modellerde işletmelerin finansal performansının yönetim kurulu yapısına etkisi incelenmektedir. (Bhagat & Black, 1999). Kurul yapısına etki eden faktörleri araştıran Hermalin ve Weisbach (1988: 589-606), düşük kurumsal performansın bağımsız üyelerin kurula katılma olasılığını arttırdığını⁸, ürün piyasasından ayrılan işletmede de yine işletme içinden gelen üyelerin kuruldandan ayrılma, bağımsız üyelerin ise kurula katılma eğiliminde olduğuna yönelik istatistikî olarak anlamlı kanıt sunmaktadır. Hermalin ve Weisbach (2001)' a göre firma performansı, kurul yapısını etkileyen önemli faktörlerden bir tanesidir. Klein (1998), 1991 yılında hisse senedi getirileri en alt grupta bulunan işletmelerin 2002 ve 2003 yıllarında diğer işletmelere oranla daha fazla bağımsız üye atadığına yönelik bir eğilim tespit etmemiştir.

Bhagat ve Black (1999: 921-963), bağımsız üyelerin firma performansı üzerindeki etkisini incelemiş, bağımsız üyelerin çoğunlukta olduğu işletmelerin diğerlerine göre daha düşük kârlılığa sahip olduğu sonucuna ulaşılmış. Yazarlar, beklenenden düşük performans sergileyen işletmelerin firma performansı ile bağımsız üye ilişkisinin nedensellik yönünün belirli olmadığını ortaya koymaktadır. Düşük olan finansal performansını arttırmak için işletmelerin bağımsız yöneticileri işe alması buna örnek gösterilmektedir. Millstein ve MacAvoy (1998: 1283-1322) bağımsızlık göstergesi olan CalPERS derecelendirmesine dayanarak kurul yapısı ile muhasebe tabanlı ölçütler kullanarak kurumsal performans arasında istatistikî olarak anlamlı ilişki bulmuş, ancak bunun nedensellik ilişkisinin varlığını kanıtlamadığını savunmuştur.

Yönetim kurulunun firma performansına etkisi endojenlik problemi⁹ nedeniyle etkilenebilmektedir. (Andres vd. 2005: 197-210 ; Hermalin & Weisbach, 2001). Firma karlılığı ile bağımsızlık arasında endojen bir ilişki mevcut ise, kurul bileşiminin performans gibi diğer endojen değişken üzerine etkisinin nasıl değerlendirileceği sorusunu ampirik olarak cevaplamak zordur (Bhagat & Black, 1999: 921-963). Bağımsızlığın gözlemlenememesi (Hermalin ve Weisbach, 2001) de diğer bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Endojenlik problemi için OLS analizi eğilimli katsayı tahminlerine yol açması nedeniyle fazla tatmin edici bulunmamakta, ancak test edilen belirli model karşısında çok hassas olması nedeniyle eş zamanlı denklemler bu sorunun çözümünde güvenilir sonuç vermemektedir (Bhagat & Black, 1999: 921-963). Andres ve diğerleri (2005: 197-210), endojenlik problemini aşmak için yönetim kurulu yapısı ve bileşimi kurulan modellerde çeşitli değişkenlerin fonksiyonu olarak yer vermiş ve test etmiştir.

Bağımsız üyelik ile firma performansı arasındaki ilişki incelenirken kullanılan piyasa temelli ölçütler piyasanın modundan etkilenebilmekte, öngörü problemleri yaşabilmekte ve piyasa gücü gibi diğer konularla muhatap olmaktadır. Ancak muhasebe temelli göstergeler bahsedilen bu sorunlardan etkilenmemektedir (Andres vd. 2005: 197-210). Peng (2004: 453-

⁸ Yazarlar 1972-1983 arasında düşük performans gösteren firmalar, bir sonraki yıl diğer firmalara göre bağımsız üye oranını yaklaşık olarak %1 oranında arttırdığını ortaya koymaktadır (Hermalin and Weisbach, 1988, s. 589-606).

⁹ Kurul bileşiminin geçmiş performans verilerinden etkilenebilmesi, bağımsızlık-performans ilişkisini incelerken endojenlik problemini ortaya çıkarmaktadır.



471) sermaye piyasalarının yeterince gelişmediği ve oynak olduğu Çin’de işletmelerin gerçek performansını yansıtmadığı için piyasa temelli oranları kullanmamıştır.¹⁰ Yazarlar bunun yerine özsermaye getirisini (mali rantabilite) tercih etmiş, ayrıca satış büyüme oranından yararlanmışlar.

3. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ VE BULGULAR¹¹

Bu çalışmanın hazırlanmasının sebebi, 2011 yılı sonunda SPK tarafından borsada yer alan şirketlere bağımsız yönetim kurulu üyesi bulundurma zorunluluğu getirildikten sonra Türkiye’de bu konuda akademik bir çalışmanın yapılmamış olmasıdır.

Bu çalışmada, 2012-2014 döneminde BİST’de işlem gören ve verileri süreklilik arz eden imalat sanayi işletmelerinin yönetim kurulunda yer alan bağımlı ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin işletmenin finansal performansına olan etkileri muhasebe tabanlı ve değer tabanlı performans ölçüm yöntemleri kullanarak analiz edilmiştir. Yapılan bu analizlerde Hisse Başlı Kâr, MVA (Market Value Added), ROA (Return on Assets), ROE (Return on Equity) ve TOBİN Q değişkenleri bağımlı, işletmelerin yönetim kurulunda yer alan bağımlı ve bağımsız üye sayısı değişkenleri ise regresyon analizinde bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Analiz döneminde borsada verileri sürekli arz eden 171 imalat sanayi işletmesi olduğu tespit edilmiştir. Ancak verilerin normal dağılım göstermesi için 31 işletme inceleme kapsamı dışında tutularak geriye kalan 140 işletmenin üç yıllık verilerine çoklu doğrusal regresyon analizi uygulayarak bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında %5 anlamlılık düzeyinde ilişki olup olmadığı incelenmiştir. Analizlerden elde edilen sonuçlar ve bunlara ilişkin tablolar aşağıda sunulmuştur.

Bağımlı ve bağımsız yönetim kurulu üyeleri ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırırken çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Hisse Başlı Kâr = Net Kâr/Toplam Hisse Adedi

(1)

MVA = (Piyasa Değeri – Defter Değeri)/Ödenmiş Sermaye

(2)

ROA = Net Kâr/Toplam Aktifler

(3)

ROE = Net Kâr/Özsermaye

(4)

TOBİN Q = (Borcun Yıl Sonu Defter Değeri + Firmanın Yılsonu Piyasa Değeri) / Varlıkların Yıl Sonu Defter Değeri

(5)

Tablo2. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu

¹⁰ Çin’de her iç senede bir pozitif özsermaye karlılığı elde edemeyen firmaların kotasyonunun iptal edilmektedir. (Peng, 2004)

¹¹ Bu makalede yer alan bütün analizlerde SPSS 18.0 programı kullanılmıştır.



Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Bağımlı Üye Sayı	420	2	12	5,04	1,80
Bağımsız Üye Sayısı	420	0	6	2,00	0,78
Hisse Başı Kâr	420	-2,11	4,52	0,26	0,66
Mva	420	-12,88	29,00	2,33	4,23
Roa	420	-0,33	0,28	0,03	0,08
Roe	420	-1,19	0,79	0,03	0,19
Tobin q	420	0,00	3,12	1,17	0,46

Tablo 2’de ortalama sütunu da yer alan istatistiksel sonuçlara göre şirketlerin bağımlı üye ortalaması 5,04, bağımsız üye ortalaması 2, performans ölçütlerinde ise ortalaması en fazla Mva’nın olduğu, daha sonra sırasıyla Tobin q, Hisse Başı Kâr, Roe ve Roa geldiği tespit edilmiştir.

Tablo3. Değişkenlere Ait Korelasyon Katsayıları Tablosu

Değişkenler	Pearson Korelasyon Değeri	Sig. (1-tailed) Değeri
Hisse Başı Kâr - Bağımlı Üye Sayısı	,145	,001
Hisse Başı Kâr - Bağımsız Üye Sayısı	,137	,002
Bağımlı Üye Sayısı - Bağımsız Üye	,128	,004
Mva - Bağımlı Üye Sayısı	,147	,001
Mva - Bağımsız Üye Sayısı	,108	,013
Roa - Bağımlı Üye Sayısı	,184	,000
Roa - Bağımsız Üye Sayısı	,158	,001
Roe - Bağımlı Üye Sayısı	,181	,000
Roe - Bağımsız Üye Sayısı	,108	,014
Tobin q - Bağımlı Üye Sayısı	-,011	,408
Tobin q - Bağımsız Üye Sayısı	,026	,298

Tablo 3’te değişkenlere ait korelasyon katsayıları değerlendirildiğinde, Tobin q ile bağımlı üye arasında negatif yönlü çok düşük düzeyde, bağımsız üye ile pozitif yönlü çok düşük düzeyde anlamsız Sig. (1-tailed >0,05), diğer bağımlı ve bağımsız değişkenler



arasındaki ilişki ise anlamlı (Sig. (1-tailed) $>0,05$) olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, bağımsız değişkenler olan bağımlı üye sayısı ve bağımsız üye sayısı arasındaki korelasyon katsayısı da 0,128 gibi düşük bir değer elde edildiği için, bu durum aynı zamanda analizlerde kullandığımız bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı problemi olmadığını bir göstergesidir.

Eğer bağımsız değişkenler arasında 0,80 ve üzerinde korelasyon varsa, bu durum değişkenler arasında çoklu bağlantı problemi olduğunu bir göstergesidir. Çalışmamızda çoklu bağlantı problemi olmadığını bir diğer göstergesi de Tablo 5'te yer alan Tolerans ve VIF değerleridir. Çünkü elde edilen yüksek tolerans ve düşük VIF değerleri de bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı problemi olmadığını bir ayrı göstergesidir (Kalaycı ve diğerleri, 2010: 267-267).

Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında yapılan çoklu regresyon analizinde aralarında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilen değişkenler ve regresyon katsayıları aşağıda Tablo 4'de verilmiştir.

Tablo 4. Regresyon Modeline Ait Katsayılar Tablosu

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişkenler	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Durbin-Watson
Bağımlı ve Bağımsız Üye Sayısı	Hisse Baş Kâr	,188	,035	,031	1,951
Bağımlı Üye Sayısı	Mva	,147	,022	,019	2,027
Bağımlı ve Bağımsız Üye Sayısı	Roa	,228	,052	,048	2,093
Bağımlı Üye Sayısı	Roe	,181	,033	,030	2,017

Yukarıdaki tabloda bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait çoklu regresyon analizi özet değerleri yer almaktadır. Çoklu regresyon analizinde elde edilen bu değerlere göre modele dahil edilen her iki bağımsız değişken birlikte hisse başına kâr ve Roa arasındaki ilişki anlamlı bulunurken, Mva ve Roe'de ise çoklu regresyon modeli katsayıları tablosunda bağımsız üye sayısı değişkenine ait anlamlılık değeri (Sig.) 0,05'ten büyük çıktığından dolayı analizden çıkarılmıştır. Çünkü çoklu regresyon analizindeki temel amaç, bağımlı değişkeni en fazla açıklayan (R²) bağımlı değişkenleri tespit etmektir. Tobin q ile bağımsız değişkenler arasında ise anlamlı bir ilişki tespit edilmediğinden analizden çıkarılmıştır.

Bu tablodan elde edilen R² değeri bağımlı değişkenin yüzde kaçlık kısmının bağımsız değişken/değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Buna göre, bağımlı değişken olan Hisse Baş Kâr'daki değişimin %3,5'i, Mva'nın %2,2'si, Roa'nın %5,2'si ve Roe'nin %3,3'ü modele dâhil edilen bağımsız değişkenler, geriye kalan kısımlar ise hata terimi vasıtasıyla modele dâhil edilmeyen değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Bu tabloda yer alan önemli bir test de Durbin-Watson testidir. Bu testin değeri 1,5-2,5 arasında olduğu zaman modelde otokorelasyon olmadığını gösterir. Bu anlamda tablodaki Durbin-Watson değerlerine bakıldığında kurulan regresyon modellerinde otokorelasyona rastlanmadığını söylemek mümkündür.



Tablo 5. Regresyon Analizine Ait Anova Tablosu

Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişkenler	Model	Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Bağımlı ve Bağımsız Üye Sayısı	Hisse Başı Kâr	Açıklanan Açıklanmayan Toplam	6,499 176,822 183,321	2 417 419	3,250 ,424	7,663	,001
Bağımlı Üye Sayısı	Mva	Açıklanan Açıklanmayan Toplam	162,354 7349,326 7511,680	1 418 419	162,354 17,582	9,234	,003
Bağımlı ve Bağımsız Üye Sayısı	Roa	Açıklanan Açıklanmayan Toplam	,143 2,600 2,743	2 417 419	,072 ,006	11,474	,000
Bağımlı Üye Sayısı	Roe	Açıklanan Açıklanmayan Toplam	,517 15,302 15,819	1 418 419	,517 ,037	14,114	,000

Anova tablosu, her bir bağımlı değişken için kurulan regresyon modelinin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığı test etmeye yarayan önemli tablolardan biridir. Bu yüzden Anova tablosunda göz önünde bulundurulması gereken en önemli değer kurulan modelin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığını gösteren F değeri ve bu değer anlamlılık düzeyini gösteren Sig. değeridir.

Bu tabloda elde edilen F değeri ve Sig. değerine bakıldığında, hisse başına kâr ve Roa ile bağımlı ve bağımsız üye sayısı arasında, Mva ve Roe ile bağımlı üye sayısı değişkeni arasında kurulan modelin bir bütün olarak her düzeyde anlamlı (Sig.<0,05) olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla değişkenler arasında kurulan çoklu regresyon modelinin her düzeyde güvenli olduğunu söylemek mümkündür.

Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında kurulan regresyon analizinden elde edilen parametre katsayılarına ilişkin değerler ise Tablo 6' daki gibidir.

Çoklu regresyon analizinde yer alan modeller aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

$$Y = \beta_0 + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \epsilon$$

Bu denklemde yer alan değerler sırasıyla;

Y = Bağımlı Değişken

β_0 = Sabit Terim (Bağımlı Değişkenin Regresyon Katsayısı)

β_1 = Bağımlı Üyenin Regresyon Katsayısı

X_1 = Bağımsız Değişken (Bağımlı Üye)

β_2 = Bağımsız Üyenin Regresyon Katsayısı

X_2 = Bağımsız Değişken (Bağımsız Üye)

ϵ = Hata terimi olup, modele dâhil edilmeyen değişkenleri, temsil etmektedir.



Tablo 6. Regresyon Analizine Ait Parametre Katsayıları ve Regresyon Modelleri Tablosu

Bağımlı Değişken	β ₀ (Sabit Terim)		β ₁ (Bağımlı Üye)		β ₂ (Bağımsız Üye)		Regresyon Modeli
	Katsayı		Katsayı		Katsayı		
Hisse Başı Kâr	Katsayı	-,184	Katsayı	,048	Katsayı	,103	Y= -0,184+0,048*X₁+0,103*X₂+E
	t	-1,559	t	2,675	t	2,494	
	Sig.	-	Sig.	,008	Sig.	,013	
			Tolerans	,984	Tolerans	,984	
		VIF	1,017	VIF	1,017		
Mva	Katsayı	0,591	Katsayı	0,346	-	-	Y= 0,591+0,346*X₁+ E
	t	0,970	t	3,039	-	-	
	Sig.	-	Sig.	,003	-	-	
			Tolerans	1,000	-	-	
		VIF	1,000	-	-		
Roa	Katsayı	-,038	Katsayı	,007	Katsayı	,014	Y= -0,038+0,007*X₁+0,014*X₂+ E
	t	-2,643	t	3,463	t	2,841	
	Sig.	-	Sig.	,001	Sig.	,005	
			Tolerans	,984	Tolerans	,984	
		VIF	1,017	VIF	1,017		
Roe	Katsayı	-,066	Katsayı	,020			Y= -0,066+0,020* X₁+ E
	t	-2,390	t	3,757			
	Sig.	-	Sig.	,000			
			Tolerans	1,000			
		VIF	1,000				

Tablo 6’da bağımlı ve bağımsız değişkenlerle ilgili elde edilen t istatistik değeri değişkenlerin ayrı ayrı (%5 anlamlılık düzeyinde) anlamlı olup olmadıklarını test etmek amacıyla kullanılır. Bu tabloda elde edilen verileri özetleyecek olursak;

Hisse Başı Kâr ile bağımsız değişkenler arasında kurulan modelde, bağımsız değişkenler sıfır olduğunda hisse başı kârın -0,184 birim azaldığı, bağımlı üye sayısı 1 arttığında hisse başı kârın 0,048 birim, bağımsız üye sayısı 1 arttığında hisse başı kârın 0,103 birim arttığı ve modelde yer alan değişkenlerin ayrı ayrı anlamlı (sig.<0,05) olduğu,

Mva ile bağımsız değişkenler arasında kurulan modelde, bağımlı üye sayısı sıfır olduğunda Mva’nın 0,591 birim azaldığı, bağımlı üye sayısı 1 arttığında Mva’nın 0,346 birim arttığı ve aralarındaki ilişki anlamlı (sig.<0,05) olduğu,

Roa ile bağımsız değişkenler arasında kurulan modelde, bağımsız değişkenler sıfır olduğunda Roa’nın -0,038 birim azaldığı, bağımlı üye sayısı 1 arttığında Roa’nın 0,007 birim, bağımsız üye sayısı 1 arttığında Roa’nın 0,014 birim arttığı ve her bir değişken ile arasındaki ilişkinin ayrı ayrı anlamlı (sig.<0,05) olduğu,

Roe ile bağımlı üye sayısı değişkeni arasında kurulan modelde, bağımsız değişken sıfır olduğunda Roe’nin -0,066 birim azaldığı, bağımlı üye sayısı 1 arttığında Roe’nin 0,020 birim arttığı ve aralarındaki ilişki anlamlı (sig.<0,05) olduğu yapılan çoklu doğrusal regresyon analizi ile tespit edilmiştir.



SONUÇ

Küresel rekabetin yoğun olduğu bir ortamda, işletme değerinin gerçeğe uygun hesaplanması, performans ölçümünün başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesi, işletme değerini korunması ve ortakların servetlerindeki artışın doğru bir şekilde hesaplanmasının önemi giderek artmaktadır. İşletmelerin performansını analiz etmek için kullanılan ölçütleri muhasebe tabanlı (geleneksel) ve değer odaklı (modern) performans ölçütleri olmak üzere iki farklı şekilde sınıflandırmak mümkündür. Günümüzde ağır rekabet şartlarının getirmiş olduğu zorunluluktan dolayı şirketlerin faaliyet sonuçlarının önemi iyice artmasıyla birlikte işletmelerde geleneksel performans ölçüm yöntemlerinin yanında, değer odaklı ölçüm yöntemlerini de yoğun olarak kullanılmaktadır.

İşletmelerde yönetim kurulları kurumsal yönetimin önemli bir parçası olması nedeniyle yurt dışında yoğun bir şekilde araştırılmaktadır. İncelem kapsamında yer alan imalat sanayi işletmelerinde Hisse Başlı Kâr, Mva, Roe, Roa ve Tobin-q bağımlı değişken, işletmelerin yönetim kurullarında yer alan bağımlı ve bağımsız üye sayısı ise bağımsız değişken olarak kullanılarak yapılan analizlerden elde edilen veriler bir bütün olarak değerlendirildiğinde şu sonuçlar elde edilmiştir; Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında kurulan çoklu doğrusal regresyon modelinde, Hisse Başlı Kâr ile bağımlı ve bağımsız üye sayısı, Mva ile bağımlı üye sayısı, Roa ile bağımlı ve bağımsız üye sayısı ve Roe ile bağımlı üye sayısı değişkeni arasındaki ilişki %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bağımlı ve bağımsız üye sayısı değişkenleri ile yapılan çoklu regresyon analizinde Mva ile bağımsız üye değişkeni, Roe ile bağımsız üye değişkeni ve Tobin q ile bağımlı ve bağımsız üye sayısı değişkenleri arasındaki ilişki %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

KAYNAKÇA

- 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(03), 377-397.
- 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.
- De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197-210.
- Bhagat, S., & Black, B. (2000). Board independence and long-term firm performance. Unpublished paper, University of Colorado.
- Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*, 921-963.
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *JL Econ. & Org.*, 1, 101.



- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195-221.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3), 269-290.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of law and economics*, 301-325.
- Fich, E. M. (2005). Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms*. *The Journal of Business*, 78(5), 1943-1972.
- Higgs, D. (2003). Review of the role and effectiveness of non-executive directors (pp. 1-120). London: DfI.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *Rand Journal of Economics*, 19(4), 589-606.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial management*, 101-112.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2001). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature (No. w8161). National Bureau of Economic Research.
- Kalaycı, Ş. (Editör) ve diğerleri, (2010), SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri, Asil Yayın Dağıtım, 5. Baskı, Ankara.
- Kaymak, T., & Bektas, E. (2008). East meets west? Board characteristics in an emerging market: Evidence from Turkish banks. *Corporate Governance: An International Review*, 16(6), 550-561.
- Klein, A. (1998). An Empirical Analysis of the Relation Between Board of Directors' Composition, Firm Performance, and the Degree of CEO Domination over the Board of Directors, Working Paper.
- Millstein, I. M., & MacAvoy, P. W. (1998). The active board of directors and performance of the large publicly traded corporation. *Columbia Law Review*, 1283-1322.
- Müller, V. O. (2014). The Impact of Board Composition on the Financial Performance of FTSE100 Constituents. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109, 969-975.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 218-228.
- Peng, M. W. (2004). Outside directors and firm performance during institutional transitions. *Strategic Management Journal*, 25(5), 453-471.
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 26(2), 175-191.



AKADEMİK BAKIŞ DERGİSİ
Sayı: 58 Kasım - Aralık 2016
Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi
ISSN:1694-528X İktisat ve Girişimcilik Üniversitesi, Türk Dünyası
Kırgız – Türk Sosyal Bilimler Enstitüsü, Celalabat – KIRGIZİSTAN
<http://www.akademikbakis.org>



İNTERNET KAYNAKLARI

The UK Corporate Governance Code (2012), Financial Reporting Council, September 2012,
(<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.aspx>, 29.05.2014).