

Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değerine Etkisi: Türkiye Uygulaması

Ali Burak Karakılıç¹ , Bengü Vuran² 

¹Uzman, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, İstanbul, Türkiye

²Doç. Dr., İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Finans Anabilim Dalı, İstanbul, Türkiye

ORCID: A.B.K. 0000-0001-6637-2294; B.V. 0000-0002-2428-1543

ÖZ

Bu çalışma kurumsal yönetim değişkenleri ile Türkiye merkezli olan seçilmiş halka açık firmaların firma değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmektedir. Çalışma 2013-2016 dönemi için Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan 78 firmayı kapsamaktadır. Çalışmada uluslararası örneklerde de yaygın şekilde kullanılan yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu kadın üye sayısı, denetimden sorumlu komite üye sayısı ve kurumsal yönetim komitesi üye sayısı bağımsız değişkenleri olarak kullanılmaktadır. Literatürde geniş yer bulan Tobin's Q, ROA ve ROE sermaye karlılığı oranları bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, kurumsal yönetim uygulamaları ve bağımlı değişkenler arasında çok kuvvetli bir ilişki olmadığı, sadece aktif karlılığı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında % 10 anlamlık seviyesinde bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Türkiye'de sermaye piyasalarının istenilen derinlikte olmamasının, halka açık firmaların toplam piyasa değerinin GSYH'ye oranının gelişmiş ülkelere göre oldukça düşük olmasının, firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum konusunda azami dikkati vermemesinin bu çalışmada çıkan sonuçları desteklediği düşünülmektedir.

Anahtar kelimeler: Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri, Türkiye'de Kurumsal Yönetim

ABSTRACT

The Effect of Corporate Governance Practices on Firm Value: Evidence from Turkey

This study analyzes the relationship between corporate governance variables and the firm value in Turkey for selected Turkey based publicly trading companies. The study covers 78 firms that are listed in the Borsa Istanbul Stock Exchange for the period of 2013-2016. A number of male and female independent members of the board of directors, committee members responsible for the audit and members of the corporate governance committee were used as independent variables in this study. Tobin's Q, which is widely used in literature, ROA and ROE were used as dependent variables. As a result of this study, it was found that there is no significant relationship between corporate governance variables and dependent variables, except for a relationship between corporate governance variables and ROA at a 10 % significance level. The supporting evidence for the results of this study are as follows: Turkey's capital markets are not at the desired level of depth, the total market capitalization of public companies over GDP ratio is quite low in Turkey compared to other developed countries, and most firms pay little attention and low compliance to corporate governance principles.

Keywords: Corporate Governance, Corporate Governance and Firm Value, Corporate Governance in Turkey

1. Giriş

Dünya genelinde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde sık sık gündeme gelen ve birçok araştırmaya konu olan kurumsal yönetim kavramı, günümüzde birçok firmanın ajandasında ve yönetim kurulu toplantılarında önemli bir yer edinmiştir.

*Bu makale İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans Bilim Dalı'nda Ali Burak Karakılıç tarafından sunulan aynı adlı yüksek lisans tez çalışmasından elde edilmiştir.

Geliş tarihi/Received: 13.12.2018 **Kabul tarihi/Accepted:** 22.01.2019

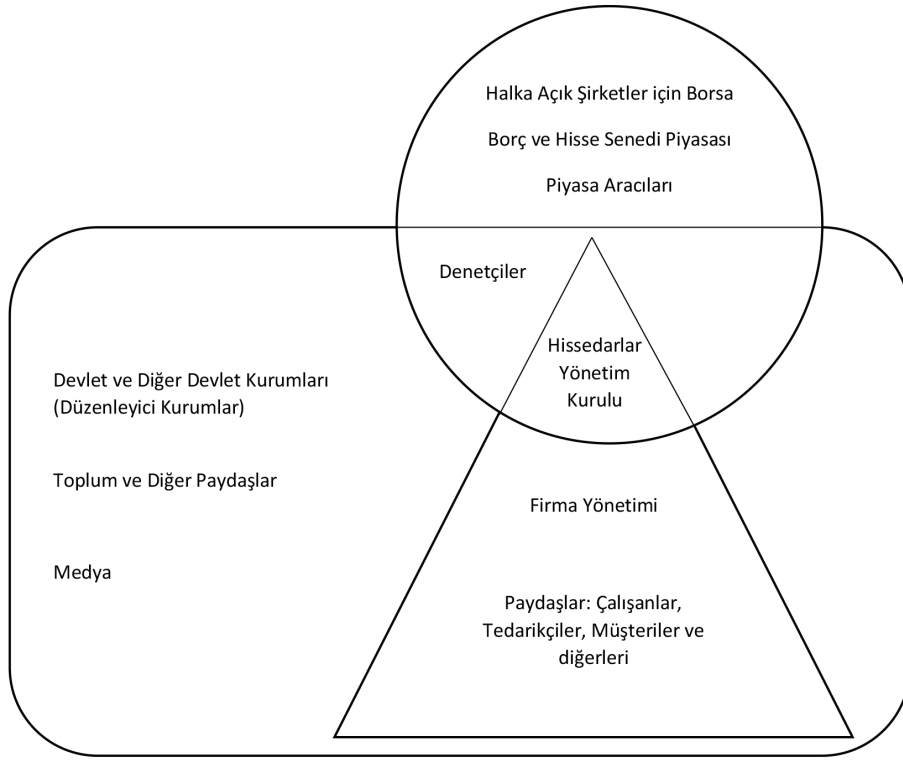


Sorumlu yazar/Corresponding author: Bengü Vuran / benguv@istanbul.edu.tr

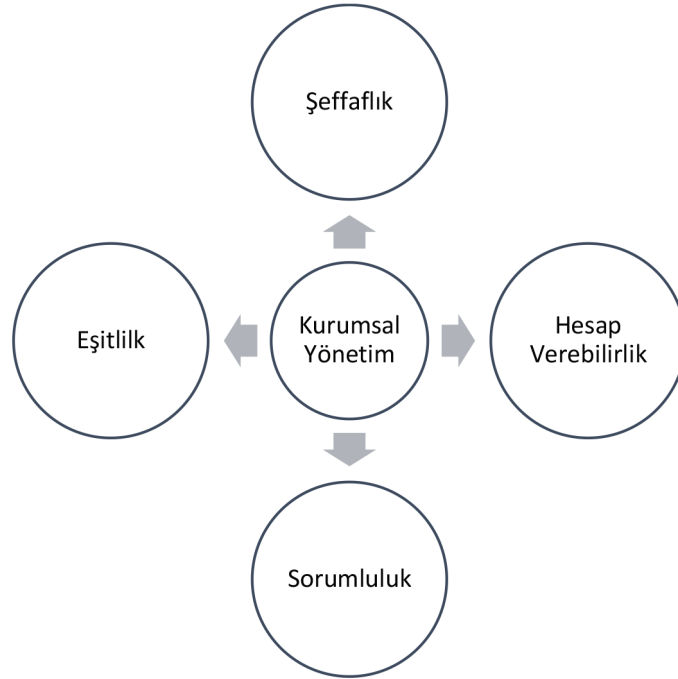
Atıf/Citation: Karakılıç, A. B. ve Bengü, V., (2019). Kurumsal yönetim uygulamalarının firma değerine etkisi: türkiye uygulaması. *Muhasebe Enstitüsü Dergisi - Journal of Accounting Institute*, 60, 9-19. <https://doi.org/10.26650/MED.2019476390>

İlk olarak A.B.D. gibi gelişmiş ekonomilerde özellikle Enron skandalı sonrası konuşulmaya başlanan kurumsal yönetim kavramı, daha sonralarda birçok ülkeye ilham kaynağı olmuş ve bu kapsamda birçok ülke kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin olarak mevzuat ve uyum çalışmaları gerçekleştirmiştir. Gelişmekte olan bir ekonomiye sahip olan Türkiye gibi ülkelerde de kurumsal yönetim kavramı önemli bir yer edinmeye başlamış ve bu ülkeler kurumsal yönetim ilkelerine yönelik mevzuat çalışmalarına hız vermiştir.

Modern anlamda kurumsal yönetim kavramı ilk defa Cadbury (1992) raporunda gündeme gelmiştir. Söz konusu rapor kurumsal yönetimi, işletmelerin yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistem olarak tanımlamış ve işletmelerin yönetim kurullarının işletmelerin yönetiminde asıl sorumlu olduğunu dile getirmiştir. Buna ek olarak raporda, işletmelerin yönetim kurullarının görevlerinin direktörleri ve denetçileri atamak ve kendilerini tatmin edecek düzeyde bir yönetim yapısının yürürlükte olduğundan emin olmak olduğu belirtilmiştir (Tricker ve diğerleri (2015: 12)).



Kurumsal yönetim ilkeleri OECD tarafından 1999 yılında ortaya konmuş olup, Türkiye’de kurumsal yönetimin ilkeleri SPK tarafından düzenlenmiştir. Kurumsal yönetimin ilkeleri Şekil.2’de görülebileceği gibi dört temel prensip altında ifade edilmektedir: SPK tarafından 2011 yılında son hali yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de yer alan söz konusu ilkeler; Sorumluluk İlkesi, Hesap Verebilirlik İlkesi, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi, Eşitlik (Adillik) İlkesi olarak sıralanmaktadır.



Şekil 2. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kaynak: Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, 2011. T.C. Resmî Gazete (Seri: IV, No: 56), 28158, 30/12/2011.

2. Literatür İncelemesi

Kurumsal yönetim ve firma değeri (firma performansı) arasındaki ilişki geçmiş yıllarda birçok farklı çalışmaya konu olmuş ve çeşitli açılardan incelenmiştir. Literatür araştırmasında görüldüğü üzere, birtakım çalışmalar kurumsal yönetim ve firma performansı (değeri) arasındaki ilişkiyi ilk olarak belirli kurumsal yönetim kriterleri üzerinden incelemiştir. Himmelberg, Hubbard ve Palia (1988) tarafından yönetsel sahiplik ile firma performansı ilişkisinin incelendiği bir çalışmada, 200'den fazla firmayı incelemiş ve yönetsel sahiplik ile firma performansı arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Buna karşın Amba (2014) tarafından Bahreyn Borsası'na kote işletmeler üzerinde yapılan bir çalışmada ise kurumsal sahipliğin artmasının işletme performansı üzerinde olumlu etkisi olduğu bulgulanmıştır.

Barontini ve Caprio (2005) tarafından 11 ülkeden halka açık 675 firmanın ortaklık yapısı ve firma performansının incelendiği bir çalışmada, kurucu ortak tarafından veya yönetim kurulunda olmayan aile fertleri tarafından yönetilen firmaların değerlemelerinin ve operasyonel performanslarının diğer firmalara kıyasla önemli oranda yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde Ararat, Orbay ve Yurtoğlu (2010) tarafından yapılan bir başka çalışmada ise; aile işletmelerinde ailelerin işletme yönetimini profesyonel yöneticilere devrettikleri durumda denetim komitesinin daha etkin çalıştığı ve bunun nedeninin söz konusu profesyonel yöneticileri kontrol etme amacından kaynaklandığı vurgulanmıştır.

Meydan ve Basım (2007) tarafından kurumsal yönetim uygulamalarının işletme performansı üzerinde etkisinin incelendiği bir çalışmada, işletmeler yönetim kurulu yapısı, mülkiyet yapısı, denetim kurulu yapısı, yatırımcının hakları ve kamuyu aydınlatma/şeffaflık ilkesi değişkenleri doğrultusunda incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; kurumsal yönetim uygulamaları iyi olan, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkelerine uyum ile yatırımcı haklarını gözetme konularına başarılı olan işletmelerin işletme performanslarının diğer işletmelere kıyasla daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde İzçiler (2014) tarafından BIST 100 endeksinde bulunan işletmeler üzerinde gerçekleştirilen bir başka çalışmadan elde edilen bulgular neticesinde; kurumsal yönetim ilkelerini en iyi şekilde uygulayan işletmelerin kurumsal yönetim prensiplerini uygulamayan işletmelere kıyasla daha iyi işletme performansına sahip oldukları bulunmuştur.

Ersoy ve diğerleri (2011) tarafından 1998-2007 yılları arasında BIST 100 Endeksine kote olan 51 işletme üzerinde gerçekleştirilen bir araştırmada, işletmelerin performansları ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; işletmelerin yönetim kurulu yapıları, CEO ikiliği ve mülkiyet yapıları ile işletme performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, buna ek olarak işletmelerin mülkiyet yapılarında yabancı yatırımcı oranının artmasının işletme performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Buna karşın denetim kurulunun mevcudiyetinin ise işletme performansı üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir.

Leung ve diğerleri (2014) tarafından Hong Kong merkezli işletmeler üzerinde yapılan bir araştırmada işletmelerin yönetim kurulu yapıları ve işletme performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; aile işletmelerinde kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme performansları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, buna ek olarak aile işletmesi olmayan işletmelerde ise yönetim kurulunun bağımsız üyelere sahip olması ile işletme performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Okur (2014) tarafından Türkiye’de borsaya kote olan işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin incelendiği bir araştırmada, söz konusu işletmelerin karlılık verileri, yönetim kurulu üye sayısı, CEO ikiliği ve kurumsal sahiplik kriterleri baz alınmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; işletmelerin karlılığı ile yönetim kurulu üyesi sayısı ve kurumsal sahipliği arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, buna karşın CEO ikiliği ile arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna ek olarak yönetim kurulu üye sayısı ile kurumsal sahiplik ve firma performans arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, buna karşın CEO’nun yönetim kuruluna üye olmasının işletme performansı üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Doğan (2015) tarafından BIST’e kote olan işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performansları arasındaki ilişkinin incelendiği bir çalışmada 136 imalat işletmesi üzerinde bir araştırma gerçekleştirilmiştir. Araştırmada, yönetim kurulu yapısı, mülkiyet yapısı, muhasebe, piyasa esaslı performans verileri ile finansal başarısızlık verileri analize dahil edilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; işletmenin yönetim kurulunun büyüklüğü ile kadın yönetim kurulu üyelerinin sayıca fazla olmasının işletme performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu, buna ek olarak CEO ikiliği ile yabancı yatırımcı sayısının yüksek olmasının Tobin Q oranını yükselttiği tespit edilmiştir. Buna ek olarak işletmelerde yönetim kurulunun sahiplik oranının artmasının işletme performansı üzerinde pozitif yönlü bir etkisi olduğu görülmüştür.

Literatürdeki güncel çalışmalar incelendiğinde önemli sayıda çalışmanın kurumsal yönetim ve firma değeri arasındaki ilişkiyi, hazırlanan bir kurumsal yönetim endeksi ve buna bağlı olarak ölçülen bir firma değeri üzerinden incelenmesi yaklaşımına sahip olduğu görülmektedir.

Kurumsal yönetim üzerine dünyada en çok atıf alan çalışmalardan birinde, Gompers ve diğerleri (2003) tarafından 1990’lı yıllar boyunca incelemek üzere sayısı 1.500 civarında olan büyük ölçekli ABD merkezli firmaların ortaklık haklarının derecesine yönelik bir “Yönetim Endeksi” (G-Endeksi) oluşturularak gerçekleştirilmiştir. Çalışmada yer alan G-Endeksi, ortaklık hakları vb. 24 adet hükümden oluşmaktadır. Yazarlar yaptıkları araştırma sonucunda; daha fazla ortaklık hakkı sunan firmaların daha yüksek firma değerine, daha yüksek net kara, daha yüksek büyüme oranlarına ve daha az yatırım harcamaları yaptıkları sonucuna ulaşımlardır. Çalışmaya göre daha fazla ortaklık hakkı sunan firmaların, daha az şirket birleşme ve devralma işlemine konu olduklarını ortaya konmuştur. Gompers ve diğerleri (2003) ayrıca, inceleme döneminde G-Endeksi skorları ile hisse performansı arasında, istatistiksel olarak yüksek bir ilişki bulmuşlardır. Benzer şekilde, G-Endeksi skorları düşük olan firmaların uzun vadede daha düşük firma değeri sergilediği sonucuna ulaşımlardır. Kurumsal yönetim alanında etkileyici bulguları ile fark yaratan bu çalışma, birçok farklı çalışmaya temel oluşturmuş ve birçok kez atıf almıştır.

Cornett ve diğerleri (2009) tarafından A.B.D. bankacılık sektöründe faaliyet gösteren en büyük bankalar üzerinde gerçekleştirilen bir araştırmada kurumsal yönetim mekanizmalarının kazanç yönetimine etkisi değerlendirilmeye

çalışılmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde kurumsal yönetim mekanizmalarının kazanç yönetimine pozitif yönde etkisi olduğu bulgulanmıştır. Benzer şekilde Krafft ve ark. (2014) tarafından A.B.D. dışındaki işletmelerin A.B.D. işletmelerinin kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen işletmelerin işletme performanslarının incelendiği bir çalışmadan elde edilen bulgulara göre ise; A.B.D. kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen işletmelerin işletme performanslarının pozitif yönde etkilendiği bulgulanmıştır.

Black (2001) tarafından Rusya merkezli 21 firmanın olduğu bir örnekleme kurumsal yönetim uygulamaları ve firmaların pazar değeri arasındaki ilişkinin incelendiği bir araştırmada; hukuksal ve kültürel kısıtlamaların kurumsal yönetim uygulamaları üzerine etkisinin az olduğu bir ülkede, kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerinde güçlü bir etkisi olduğunu tespit etmiştir. Yine de örneklemin küçük olmasından dolayı bulguları kesin bir sonuca işaret etmediği belirtilmiştir.

Black ve diğerleri (2006) tarafından yapılan bir diğer çalışmada ise; Kore Menkul Kıymetler Borsası (Korea Stock Exchange)'nın Kore merkezli 515 firma için yaptırmış olduğu bir araştırmadan yola çıkarak kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur. Bu çalışmada Tobin Q ve piyasa değeri/defter değeri oranı üzerinden ölçümler yaparak kurumsal yönetim endeksi ile Koreli firmaların piyasa değeri arasında önemli ve olası bir nedensel faktör olduğu ortaya konmuştur. Bu çalışma ayrıca, yönetim kurulu üyelerinin % 50'sinin dışarıdan olduğu Kore merkezli firmaların ortalama % 40 daha fazla hisse değerine sahip olduklarını göstermiştir. Ayrıca çalışma, gelişmekte olan pazarlarda, daha yüksek seviyelerde olan yönetim kurulu bağımsızlığının daha yüksek hisse değerine işaret ettiğine dair ilk kanıtları sunmuştur.

Ararat, Orbay ve Yurtoğlu (2010) tarafından yapılan bir başka çalışmada ise yönetim kurulunda bağımsız üyesi olan işletmelerin piyasa değeri (Tobin Q) ve aktif karlılığı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Aynı çalışmada yönetim kurulunda bağımsız üyesi olan işletmelerin daha çok sermaye finansmanı kullanmalarına neden olmadığı ve söz konusu bağımsız üyelerin grup içi işletme işlemlerine engel olamadığı görülmüştür. Buna ek olarak yönetim kurulunda CEO'nun yer aldığı işletmelerin büyümeleri ile pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın Topak (2011) tarafından yapılan bir çalışmada ise Tobin Q, aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı faktörleri ile işletmenin yönetim kurulunun büyüklüğü arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Jia ve Lian (2013) tarafından 2006-2007 yılları arasında Çin'deki 114 işletmenin performansları ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkinin incelendiği bir araştırmada; işletmelerin yönetim kurulu yapıları, yöneticilere ödenen maaşlar, yöneticilerin işletmelerde sahip oldukları hisse yüzdeleri ile işletme performansı araştırma modeline dahil edilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde işletmenin yönetim kurulu yapısının, yönetici maaşlarının ve yöneticilerin işletmede sahip olduğu payların yüzdenin işletmelerin performansları üzerinde önemli bir etkiye haiz olduğu görülmüştür. Ayrıca kurumsal yönetim endeksinin kapsamının genişletilmesi halinde ise kurumsal yönetim uygulamalarının işletme performansı üzerindeki etkisinin olumlu olacağı öne sürülmüştür.

Kula ve Baykut (2014) tarafından 2007-2012 yılları arasında Türkiye'de BIST'e kote olan 14 ticari banka üzerinde gerçekleştirilen bir araştırmada bankaların kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; söz konusu bankaların kurumsal yönetim endeksinde yer almalarının işletme performansları üzerinde pozitif yönde bir etkiye sahip olmadığı; buna karşın aktif karlılığı ve özsermaye büyüklüğünün işletme performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu, mevduat büyüklüğünün ise negatif yönde bir etkiye sahip olduğu bulunmuştur. Benzer şekilde Ege ve diğerleri (2013) tarafından BIST'e kote olan 18 işletmenin mali tabloları baz alınarak TOPSIS yöntemiyle gerçekleştirilen bir araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde ise söz konusu işletmelerin kurumsal yönetim endeksi notlarının işletmelerin finansal performansı üzerinde olumlu bir etkisi olmadığı bulgulanmıştır.

Zengin (2014) tarafından 2008-2013 yılları arasında BIST kurumsal yönetim endeksinde yer alan 48 işletme üzerinde gerçekleştirilen bir araştırmada ise işletmelerin pazar performansları ile kurumsal yönetim uygulamaları ve sermaye yapıları arasındaki ilişki incelenmiştir. Söz konusu araştırmada Tobin Q değeri ise bağımlı değişken olarak analize dahil

edilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; söz konusu işletmelerin borç/öz sermaye oranı, fiyat/kazanç oranı, net temettü oranı, yabancı ortak oranı ile Tobin Q oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmüştür.

Yazgan (2017) tarafından 2011-2015 yılları arasında BIST kurumsal yönetim endeksinde işlem gören 58 işletmenin kurumsal yönetim derecelendirme notu duyurularının söz konusu işletmelerin hisse senedi getirilerine etkisi incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde, kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilan edilmesinin hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı bulgulanmıştır.

3. Veri Seti ve Metodoloji

Bu çalışmanın amacı kurumsal yönetim değişkenleri ile Türkiye merkezli olan seçilmiş halka açık firmaların firma değeri arasındaki ilişkiyi 2013-2016 dönemi için panel data yöntemiyle analiz etmektedir. Araştırma BIST 100 ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 78 firma üzerinde gerçekleştirilmiştir. Başlangıçta veri seti olarak daha büyük bir örneklem hedeflenmesine rağmen, bankalar, sigorta şirketlerinin çalışmaya dahil edilmemesi ve halka açık bazı firmaların borsaya ve Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kote olmakta çıkması nedeniyle örneklem sayısı 30'a düşmüştür. Bankaların ve sigorta şirketlerinin farklı bir finansal raporlama sistemine sahip olmaları ve veri setlerinin çalışmaya ilişkin bulguları etkileme olasılıkları nedeniyle, bu kurumlara ait veriler çalışmada yer almamıştır. Bu çalışmada yer alan firmaların Kurumsal Yönetim Endeksi'nden seçilmesindeki temel amaç bu şirketlerin karşılaştırılabilir, veri açısından güvenilir ve istikrarlı olmasıdır. Bir başka deyişle, bazı diğer halka açık firmalar ile karşılaştırıldığında, Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmalar, Kurumsal Yönetim uygulamalarına ilişkin uygulamaları yıllık faaliyet raporlarında düzenli olarak sağlamakta ve bu çalışmada gerçekleştirilen analizler için tutarlı bir altyapı sunmaktadırlar.

Çalışmanın güncel verilere dayanmasına özen gösterilmiş olmakla beraber, örnekleme ait verilerin temin edilmesinde KAP, SPK, BIST, firma web siteleri ve yıllık faaliyet raporları gibi halka açık platformlar kullanılmıştır. Ayrıca Reuters ve Bloomberg gibi platformlardan da verilerin tutarlılığı açısından faydalanılmıştır.

Çalışmanın bağımsız değişkenleri olarak kullanılan kurumsal yönetim değişkenleri Tablo 1'de verilmiştir. Bu değişkenler; yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulundaki kadın üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi üye sayısıdır. Bu değişkenlere ilişkin veriler çalışmaya konu olan firmaların faaliyet raporlarından ve/veya kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarından elde edilmiştir.

Tablo 1: Kurumsal Yönetim Değişkenleri

Ait Olduğu Grup	#	Değişken Adı	Tanım	Türü	Açıklama
<i>Kurumsal Yönetim Değişkenleri</i>	1	BOSIZE	Yönetim Kurulu Büyüklüğü	Bağımsız Değişken	Yönetim Kurulundaki toplam üye sayısını ifade etmektedir.
	2	BOIND	Bağımsız Yönetim Kurulu Üye Sayısı	Bağımsız Değişken	Yönetim Kurulundaki toplam bağımsız üye sayısını ifade etmektedir.
	3	BOFEM	Yönetim Kurulundaki Kadın Üye Sayısı	Bağımsız Değişken	Yönetim Kurulundaki toplam kadın üye sayısını ifade etmektedir.
	4	BOAUD	Denetim Komitesi Üye Sayısı	Bağımsız Değişken	Denetim Komitesindeki toplam üye sayısını ifade etmektedir.
	5	BOCOG	Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	Bağımsız Değişken	Kurumsal Yönetim Komitesindeki toplam üye sayısını ifade etmektedir.

Çalışmanın bağımlı değişken olarak kullanılan firma performans değişkenleri Tablo 2'de verilmiştir. Bu değişkenler Tobin's Q oranı, özsermaye karlılığı (ROE) ve aktif karlılığı (ROA)'dır. Tobin's Q oranı, özsermaye değeri ve yükümlülüklerin defter değerinin toplamının, varlıkların defter değerine bölünmesi ile hesaplanmıştır. Aktif Karlılığı (ROA), faiz ve vergi öncesi karın toplam varlıklara bölünmesi ile özsermaye Karlılığı (ROE), net kar rakamının özsermayeye bölünmesi ile bulunmaktadır.

Tablo 2: Firma Değeri ve Performansı İlişkin Bağımsız Değişkenler

Ait Olduğu Grup	#	Değişken Adı	Tanım	Türü	Açıklama
<i>Finansal Performans ve Değerlemeye İlişkin Değişkenler</i>	6	Qratio	Q Rasyosu	Bağımlı Değişken	(Sermaye Değeri + Yükümlülüklerin Defter Değeri) / Varlıkların Defter Değeri
	7	ROE	Öz Sermaye Karlılığı	Bağımlı Değişken	Net Kar / Öz Sermaye
	8	ROA	Aktif Karlılık Oranı	Bağımlı Değişken	EBIT / Varlıkların Defter Değeri

Çalışmada toplam 78 firma 2013-2016 dönemi için incelenmiştir. Bu kapsamda toplamda 312 gözlem yapılmış olup ilgili analizlerin tamamı STATA programı kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Bu çalışmada aşağıda yer alan beş araştırma hipotezine yanıt aranmıştır:

H1: Yönetim kurulu büyüklüğü ile firma değeri arasında pozitif ilişki vardır.

H2: Bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile firma değeri arasında pozitif ilişki vardır.

H3: Yönetim kurulundaki kadın üye sayısı ile firma değeri arasında pozitif ilişki vardır.

H4: Denetim komitesi üye sayısı ile firma değeri arasında pozitif ilişki vardır.

H5: Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı ile firma değeri arasında pozitif ilişki vardır.

4. Bulgular

Tablo 3'te modelde kullanılan değişkenlerine ait özet istatistikler yer almaktadır. Tablo 4'te Hausman testi sonuçları her bir bağımlı değişken için paylaşılmıştır. Tablo 5'te ise her bir değişkene ait panel data sonuçları özet bir tabloda paylaşılmıştır.

Tablo 3: Modelde Kullanılan Değişkenlerin Özet İstatistikleri

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Şirket	312	39.5	22.55098	1	78
Sene	312	2014.5	1.11983	2013	2016
Tobin's Q	312	1.179272	0.9567318	0.1641392	6.976757
ROA	312	6.431338	9.136034	-0.167635	53.30087
ROE	312	12.0906	28.22626	-108.2079	254.8933
BOSIZE	312	8.516026	2.293511	5	18
BOIND	312	0.3030211	0.648981	0.133333	0.5
BOFEM	312	0.1329712	0.1232275	0	0.6666667
BOAUD	312	0.2654069	0.0742327	0.111111	0.5555556
BOCOG	312	3.310897	1.062126	0	7

4.1. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ile Tobin's Q Arasındaki İlişki

Tobin's Q değeri için panel analizi yapılmadan önce, regresyon analizinde kullanılacak yönteme ilişkin (sabit veya tesadüfi etkili model) seçim yapmak üzere Hausman testi gerçekleştirilmiştir.

Sabit veya tesadüfi etkili modeller arasında kullanılacak doğru modelin seçilmesinde Hausman test aşağıdaki hipotezleri test etmektedir:

H_0 : Tesadüfi etkili model kullanılmalıdır

H_1 : Sabit etkili model kullanılmalıdır

Hausman testi sonuçlarına göre, p-değeri kritik değer olan % 5'in üzerinde kalmaktadır. H_0 hipotezi reddedilmemekte ve dolayısıyla Tobin's Q ile kurulan regresyon modelinde tesadüfi etkili model kullanılmaktadır. Panel data analizi sonuçlarının incelendiğinde, bağımsız değişkenler ile Tobin's Q oranı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı gözlemlenmektedir.

Tablo 4: Hausman Testi Sonuçları

Hausman Testi	P Değeri
Tobin's Q	0.6778
ROA	0.3324
ROE	0.0006

4.2. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ile Aktif Karlılığı (ROA) Arasındaki İlişki

Tobin's Q değeri için regresyon analizi yapılmadan önce, bir önceki kısımda gerçekleştirilen Hausman testi, ROA üzerinde de gerçekleştirilmiştir. Hausman testi sonuçlarına göre, p-değeri kritik değer olan % 5'in üzerinde kalmaktadır. Dolayısıyla kurulan modelde tesadüfi etkili model kullanılmaktadır.

Panel data sonuçları incelendiğinde, bağımsız değişkenler ile ROA arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar çıktığı görülmektedir. Modelin 0.0858 olan F-değeri ROA ile bağımsız değişkenler arasında % 5 anlamlılık seviyesinde kuvvetli bir ilişki olmadığını, % 10 anlamlılık seviyesinde ise bir ilişki olduğunu göstermektedir.

4.3. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ile Özsermaye Karlılığı (ROE) Arasındaki İlişki

Hausman testi sonuçlarına göre, p-değeri kritik değer olan % 5'in altında kalmaktadır. Dolayısıyla kurulan regresyon modelinde sabit etkili model kullanılmaktadır.

Regresyon analizi detaylı bir şekilde incelendiğinde, bağımsız değişkenler ile özsermaye karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar çıktığı görülmektedir. Kurulan model R² değerine göre incelendiğinde, bağımsız değişkenlerin, açıklama gücünün düşük olduğu görülmektedir.

Tablo 5: Panel Data Sonuçları (Özet)

Panel Data Sonuçları	Model P Değeri
Tobin's Q	0.7171
ROA	0.0858
ROE	0.0001

Tablo 6: Panel Data Sonuçları (Detaylı)

Panel Data Sonuçları	Bağımlı Değişken	P Değeri	Model R ²
BOSIZE	Tobin's Q	0.950	% 4,41
BOIND	Tobin's Q	0.191	
BOFEM	Tobin's Q	0.263	
BOAUD	Tobin's Q	0.719	
BOCOG	Tobin's Q	0.860	
BOSIZE	ROA	0.566	% 2,25
BOIND	ROA	0.044	
BOFEM	ROA	0.563	
BOAUD	ROA	0.243	
BOCOG	ROA	0.142	
BOSIZE	ROE	0.171	% 0,43
BOIND	ROE	0.110	
BOFEM	ROE	0.750	
BOAUD	ROE	0.009	
BOCOG	ROE	0.424	

5. Sonuç ve Öneriler

Bu çalışmada BIST 100 ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 78 firma için kurumsal yönetim kriterleri ile Tobin's Q, Aktif Karlılığı (ROA) ve Özsermaye Karlılığı (ROE) değişkenleri arasındaki ilişki 2013-2016 dönemi için panel data yöntemiyle incelenmiş ve kurumsal yönetim değişkenleri ile firma değeri arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlarda, bağımlı değişkenlerden Tobin's Q ve ROE ile kurumsal yönetim değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bağımlı değişken ROA ile bağımsız değişkenler arasında ise % 5 anlamlılık seviyesinde kuvvetli bir ilişki bulunamamışken, % 10 anlamlılık seviyesinde ise bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Kurulan modellerin bulguları detaylı bir şekilde incelendiğinde, Türkiye'de ilgili sonuçları destekleyici birden fazla faktör ortaya çıkmaktadır. Birçok firma, kurumsal yönetim ilkelerine sadece SPK'nın tavsiye ettiği asgari düzeyde uyum sağlamak ve/veya bu kriterlere uyum sağlamak yeterli çabayı göstermemektedir. Buna paralel olarak, birçok firma Kurumsal Yönetim İlkeleri arasında tavsiye niteliğinde yer alan, bir başka deyişle zorunlu olmayan ilkelere yeterince uyum sağlamamaktadır. Bunun da kurumsal yönetim kriterlerinin uygulanmasındaki temel motivasyonu zedelediği ve bu kriterlerin firmalara değer katacak seviyede etki edememesine yol açtığı düşünülmektedir. Hali hazırda halka açık olan firmalar ve/veya halka açılma planları yapan firmalar için kurumsal yönetim kriterlerine ilişkin gerekliliklerin SPK tarafından daha sıkı uygulanmasının bu kriterlere olan uyumu artıracağı düşünülmektedir.

Halka açık olan ve/veya halka açılma planları yapan firmalarda, yabancı kurumsal yatırımcı oranının kurumsal yönetim ilkelerine olan uyumda etkili olabileceği düşünülmektedir. Yabancı kurumsal yatırımcıların portföyünde bulunan hisse senetlerinde, kurumsal yönetim uygulamalarına olan uyumun arttığı gözlemlenmektedir. Türkiye'de 2018 yılında birçok halka arzın olması beklenmektedir. Beklenen bu halka arzların ağırlıklı olarak hali hazırda çoğunluk sermayesini elinde bulunduran yabancı fonlar tarafından hisse satışı yolu ile yapılması beklenmektedir. Türkiye'de de birçok sektörde ve kurumda yatırımları bulunan özel sermaye fonları, halka arz yoluyla çıkış yaptıkları bir ortamda, hisse satışını ağırlıklı olarak yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılar nezdinde gerçekleştirmektedirler. Bu gibi gelişmelerin borsadaki kurumsal yatırımcıların ağırlığına olumlu katkı yapması beklenmektedir. Uluslararası kurumsal yatırımcıların katılımının arttığı bir ortamda, kurumsal yönetim ilkelerine olan uyumun artabileceği düşünülmektedir.

Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği'nde yer aldığı üzere, yönetim kurulları bünyesinde kurulan Denetimden Sorumlu Komite, Kurumsal Yönetim Komitesi gibi alt komitelerin başkanlığını bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yapması beklenmektedir. Ancak firmaların çoğunlukla bağımsız yönetim kurulu üyesi kriterlerine asgari düzeyde uyması nedeniyle, bağımsız üye sayısının artırılması yerine ilgili komitelere çoğunlukla aynı isimlerin başkanlık ettiği görülmektedir. Bu durum, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine çoğu zaman asgari düzeyde uyduğunu ve tavsiye niteliğindeki kararları uygulamadığını kanıtlar niteliktedir.

Türkiye'de sermaye piyasalarının henüz istenilen derinliğe ulaşamamasının, şirketlerin Kurumsal Yönetim ilkelerine karşı olan uyum problemini açıklayabileceği düşünülmektedir. Sermaye piyasalarında oluşan derinlik, borsada sağlıklı fiyat istikrarı oluşmasını sağlamak ve borsanın ekonomiyi temsil seviyesini artırmaktadır. ISO 500'de yer alan firmaların sadece 74'ü halka açık olup, borsamız 227 milyar dolarlık piyasa değeri ile 857 milyar dolarlık Türkiye ekonomisini sadece % 27 oranında temsil etmektedir. Aynı oran ABD, Japonya ve Güney Kore'de sırasıyla % 132, % 126 ve % 125 olarak gerçekleşmektedir. Halka açıklığın, şirketlerde kurumsallığı ve profesyonelliği önemli oranda artırdığı bilinmektedir. Kurumsal Yönetim uygulamalarının da ağırlıklı olarak halka açık firmalar öncülüğünde yaygınlaştığı bir ortamda, borsanın ekonomiyi temsil değerinin artıyor olması önem arz etmektedir.

Gelişmiş ülkelerdeki örnekler ve mekanizmalar incelendiğinde, Kurumsal Yönetim konusunda teşviklerin yanı sıra farklı önlemlerin alındığı da görülmektedir. Örneğin, Dünya Bankası'na göre yüksek gelir grubunda yer alan, bir başka deyişle gelişmiş ülke statüsünde bulunan Norveç, geçtiğimiz dönemlerde borsaya kota şirketlerin yönetim kurullarına yüzde 40 kadın üye kotası getirmiştir. Norveç'in başlattığı bu uygulamayı birçok gelişmiş Avrupa birliği ülkesi de uygulamaya koymuş ve bu kotanın Avrupa Birliği genelinde uygulanması ihtimali bir tartışma konusu olmuştur.

BIST'te yer alan şirketlerin % 41'inin yönetim kurullarında kadın üye bulunmamaktadır. BIST'te yer alan şirketlerde 2017 yılında toplam 386 kadın üye seçilmiş olup, bu oran tüm yönetim kurulu üyelerinin yaklaşık % 14'üne denk gelmektedir. Kadın üye sayısında, kontrol gücü olan aile ile bağları olmayan kadın üyeler çıkarıldığında, kadın yönetim kurulu üye sayısının toplam yönetim kurulu üyelerine oranının % 7 olarak gerçekleşmesi dikkat çekmektedir. SPK'nın bu konuda tavsiye niteliğinde kararları olmasına rağmen, şirketlerin bu tavsiyeyi uygulamaktan uzak olduğu görülmektedir. Türkiye'de yönetim kurulunda en çok kadın üye bulunduran sektörler finans ve imalat sektörleridir.

Türkiye'de de Kurumsal Yönetim'in gelişmesi adına hem kamu hem özel sektör ve hem de üniversiteler nezdinde girişimler olmaktadır. Türkiye'nin önde gelen üniversitelerinden birinin bünyesinde kurulan Kurumsal Yönetim Forumu üniversiteler nezdinde olan gelişmelere örnek gösterilebilir. 2003 yılında kurulan bu Kurumsal Yönetim Forumu, yakın zamanda kendi bünyesinde yurt dışından esinlenerek kurduğu Yüzde 30 kulübü ile 2025 yılı itibarıyla BIST Yıldız Pazar ve Özel Pazar'da yer alan şirketlerin yönetim kurullarındaki kadın üye oranını % 30'a çıkarmayı hedeflemektedir.

2018 yılı Kurumsal Yönetim açısından birçok fırsat da barındırmaktadır. 2012 yılında çıkan yasalara göre, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin altı yılda bir değişmesi şartı aranmaktadır. Bu da 2018 yılı itibarıyla borsaya kote olan şirketlerde bağımsız yönetim kurulu üyelerinde bir değişim olması yönünde beklenti yaratmakta ve özellikle kadın üyelerin yönetim kurullarında daha çok yer alması açısından şirketlere bir fırsat sunmaktadır.

Yukarıda belirtilen kurumsal yönetim ilkelerinin daha iyi uygulandığı, firmaların kurumsal yönetim uygulamalarını bir yönetmeliğe uyumdan ziyade, kurumsallık, şeffaflık, daha stratejik ve gelişmiş karar mekanizmaları için faydalı gördüğü bir ortamda, firma değeri ve kurumsal yönetim ilkeleri arasında daha net bir ilişkinin gözlemlenebileceği öngörülmektedir.

Bu çalışmada yer alan verilerin gelecek çalışmalara yol gösterebileceği düşünülmektedir. Diğer çalışmalardan farklı olarak bu çalışmada, günümüzdeki durumu daha iyi yansıtması açısından çalışmanın hazırlandığı tarihte elde edilebilecek son finansal veriler kullanılmış ve analiz edilmiştir. SPK tarafından yapılan mevzuat değişiklikleri ile birlikte Türkiye'de birçok büyük halka arzın önü açılmış olup, özellikle 2018 yılı itibarı ile bu halka arzların büyük bölümünün gerçekleşmesi planlanmaktadır. Yapılması planlanan halka arzlar, Borsa İstanbul'da ciddi bir ağırlığa sahip olabileceği için, araştırmacıların bu halka arzlar akabinde çalışmalarını derinleştirmesinin faydalı olabileceği düşünülmektedir.

Kaynakça

- Amba, S. M. 2014. Corporate Governance and Firms' Financial Performance, **Journal of Academic and Business Ethics**, 4(2): 1-11.
- Ararat, M., Orbay, H. & Yurtoğlu, B. B. 2010. The Effects of Board Independence in Controlled Firms: Evidence from Turkey, **SSRN Electronic Journal**, August 2010: 1-52.
- Black B. 2001. Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data., **University of Pennsylvania Law Review**, Vol. 149, pp. 2131-2150, 2001.
- Black B. & Jang H. & Kim W. 2006, Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea, **The Journal of Law, Economics, and Organization**, 22(2): 366-413.
- Barontini R. & Caprio L. 2005. **The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe**, EFA 2005 Moscow Meetings Paper.
- Cornet, M. M., McNutt, J. J. & Tehranian, H. 2009. Corporate Governance and Earnings Management at Larfe U.S. Bank Holding Companies, **Journal of Corporate Finance**, 15: 412-430.
- Doğan, M. 2015. **Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerine Etkileri: BIST'te İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon.
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A. & Şamiloğlu, F. 2011. Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 48(554): 71-83.

- Gompers P. & Ishii J. & Metrick A. 2003 Corporate Governance and Equity Prices, *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1): 107-156
- Himmelberg, Charles P. & Hubbard, R. Glenn & Palia, Darius, 1999. “**Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance**,” *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 53(3), September, 353-384.
- İzciler, D. 2014. **Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Şirketlerin Performansları Üzerindeki Etkileri**, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Jia, Z. & Liyan, H. 2013. Study on Corporate Governance Based on Acquirer’s Long-Term Performance Analysis. In: Zhong Z. (eds) **Proceedings of the International Conference on Information Engineering and Applications (IEA) 2012**. Lecture Notes in Electrical Engineering, Vol. 218. Springer, London.
- Kula, V. & Baykut, E. 2014. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, **Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(3): 1-17.
- Leung, S., Richardson, G. & Jaggi, B. 2014. Corporate Board and Board Committee Independence, Firm Performance and Family Ownership Concentration: An Analysis based on Hong Kong Firms, **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, 10(1): 16-31.
- Meydan, C. H. & Basım, H. N. 2007. Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: Kurumsal Bir Analiz, **Savunma Bilimleri Dergisi**, 6(2): 48-67.
- Okur, M. R. 2014. **Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Performansına Etkisi: Borsa İstanbul Üretim Sektörü Üzerine Bir Uygulama**, Yüksek Lisans Tezi, Yaşar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Yazgan K. 2017. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: Bist Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme, **Sosyal Ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi**, Muğla.
- Zengin, A. N. 2014. **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Borsa’da İşlem Gören Şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Performanslarının Değerlendirilmesi**, Yüksek Lisans Tezi, Bahçeşehir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

