



Kurumsal Yönetimin BIST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması

Investigating the Impact of Corporate Governance Over the Performance of BIST Companies

**Songül KAKILLI
ACARAVCI**
Mustafa Kemal Üniversitesi

Serkan Yılmaz KANDIR*
Çukurova Üniversitesi

Ahmet ZELKA
İstanbul Üniversitesi

ÖZ

Bu çalışmanın amacı kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin performansları üzerindeki etkisinin araştırılmasıdır. Analizlerde, BIST İmalât Sanayi Sektörü'nde faaliyet gösteren 126 firmanın 2005 – 2011 yılları arasındaki yıllık verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada panel veri analizinden yararlanılmıştır. Regresyon modellerinde sırasıyla şirketlerin aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve Tobin q değerleri bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise; en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı, genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, yönetim kurulu sahiplik oranı, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranıdır. Analiz sonuçları, şirketlerin performansları ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında ilişki olduğunu göstermiştir.

Ahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, Şirket performansı, BIST şirketleri.

ABSTRACT

Aim of this study is to investigate the impact of corporate governance practices on corporate performance. Sample of the study consists of 126 BIST manufacturing companies for the time period 2005-2011. Panel data analysis is employed in the study. In the regression models, return on assets, return on equity and Tobin's Q are used as dependent variables. The independent variables are share of the biggest shareholder, share of the three biggest shareholders, proportion of publicly traded shares, size of the board of directors, proportion of institutionally owned shares, dual role of CEO as a member of board of directors, firm size and leverage ratio. Analysis results reveal that there is a relationship between performance and corporate governance practices of companies.

Key Words: Corporate governance, Corporate performance, BIST companies.

Makalenin geliş tarihi: 19.11.2014– Kabul tarihi: 27.11.2014

*İletişim kurulacak yazar:

Doç.Dr. Serkan Yılmaz Kandir, Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Adana, Türkiye.
E-posta: skandir@cu.edu.tr

1. GİRİŞ

Şirket paydaşlarının işletmelerden beklentileri farklıdır. Şirket sahipleri, elde edilebilecek kârı en üst seviyelerde tutmayı ve işletmelerin elde ettikleri kazancın büyük kısmının kendilerine dağıtılmasını isterler. Bunun tersine, yöneticiler işletmelerdeki faaliyetlerin yetki ve sorumluluğunun kendilerinde olmasını ve işletmenin uzun dönemde daha da büyümesi için elde edilen kârın yatırımlarda kullanılmasını isterler. Çalışan personel işletmeden elde ettiği gelirin ve çalışma koşullarının iyi seviyelerde olmasını; finansman sağlayanlar ise işletmelerin finansal açıdan sağlam ve güçlü olmasını isterler. Paydaşlar arasındaki farklı beklentiler çıkar çatışmalarına sebep olmaktadır. İşletme paydaşları arasındaki ilişkileri düzenlemek ve daha sağlam bir yapıya sahip işletmeler oluşturabilmek amacıyla yapılan çalışmalar sonucunda kurumsal yönetim anlayışı oluşmuştur.

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) (2004) tarafından yapılan tanımlamaya göre, kurumsal yönetim, ekonomik etkinliği geliştirme ve ilerletmenin yanı sıra, yatırımcının güvenini arttırmak için de önemli bir unsurdur. Kurumsal yönetim, şirket yöneticileri, yönetim kurulu, hissedarları ve paydaşları arasındaki ilişkileri içermektedir. Bu çerçevede kurumsal yönetimin amacı, şirketlerin tüm paydaşlarının menfaatlerini gözetmek, paydaşlar arasındaki ilişkiyi dengelemek ve firmanın tüm paydaşlara eşit davrandığı, şeffaflık içerisinde devam eden yönetim olarak ifade edilmektedir (Arkun, 2011: 34).

Bu çalışmanın amacı şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin performansları üzerindeki etkisinin araştırılmasıdır. Analizlerde, BIST İmalât Sanayi Sektörü'nde faaliyet gösteren ve verileri elde edilebilen 126 firmanın 2005 – 2011 yılları arasındaki yıllık verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Regresyon modellerinde sırasıyla şirketlerin aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve Tobin q değerleri bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise; en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, yönetim kurulu sahiplik oranı, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı olarak belirlenmiştir.

Çalışmanın örnekleme açısından özgünlüğe sahip olduğu düşünülmektedir. Konuyla ilgili olarak daha önce yapılan çalışmaların büyük kısmı Türkiye dışındaki ülkeleri konu almaktadır. Ancak Türkiye'deki durumu inceleyen çalışmaların sayısı sınırlıdır. Diğer yandan, Türkiye'yi konu alan çalışmalarında daha eski yılları kapsadığı ve örneklemlerini BIST 100 endeksi veya Kurumsal Yönetim Endeksi ile sınırladıkları gözlenmiştir. Bu çalışmada ise 2005 – 2011 gibi oldukça yakın bir dönem incelenmiş ve örneklem için bir endekse ait olma şartı aranmaksızın tüm imalat şirketleri incelenmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde, kurumsal yönetim anlayışının firma performansını etkileyip etkilemediği konusunda yapılmış çalışmalar ve elde edilen sonuçlar özetlenmiştir. İkinci bölümde çalışmada kullanılan veriler ve araştırma yöntemi açıklanmıştır. Üçüncü bölümde bulgular yorumlanmış; dördüncü ve son bölümde ise elde edilen sonuçlar için yapılan değerlendirmelere yer verilmiştir.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde kurumsal yönetim anlayışının firma performansı ile ilişkisi konusunda yapılmış uygulamalı çalışmalar incelenmiş olup, bu araştırmalardan elde edilen sonuçlara ve değerlendirmelere yer verilmiştir. Yapılan çalışmalar; ülke veya kapsadığı coğrafik bölge açısından sınıflandırılarak özetlenmiştir. Buna göre, ABD'yi konu alan çalışmalar, Asya ve Avrupa ülkelerini konu alan çalışmalar ile son olarak Türkiye'deki firmaların incelendiği çalışmalar olmak üzere gruplandırma yapılmıştır.

Tosi ve Gomez-Mejia (1994), genel müdürlerin yönetimi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. ABD’de gerçekleştirilen bu çalışma ile iki sonuç elde edilmiştir. Birincisi, genel müdürlerin yönetimi ile firma karlılığı arasında ilişki vardır. İkincisi, yönetim ile performans arasındaki ilişki profesyonel yöneticilerin yönettiği firmalarda, aile şirketlerine göre daha kuvvetlidir. Gompers vd. (2003) kurumsal yönetimin firma performansı ile ilişkisini araştıran önemli çalışmalardan olup çoğu çalışma için bir referans olarak kullanıldığı görülmüştür. Yapılan bu araştırmada 1990’lardaki 1500 adet firmanın hissedar haklarının temsil seviyesini ölçmek için “yönetim endeksi” oluşturulmuştur. Oluşturulan bu endekse göre endeksin en düşük ondalık diliminde yer alan (güçlü hissedar haklarına sahip) firmaların hisseleri satın alınarak, endeksin en yüksek ondalık diliminde yer alan (zayıf hissedar haklarına sahip) firmaların hisseleri satılmıştır. Uygulanan bu yatırım stratejisi ile örneklem döneminde yıllık % 8,5 oranında olağandışı getiri elde edilmiştir. Yapılmış olan bu araştırma ile hissedar hakları güçlü olan firmaların; daha yüksek firma değerine, daha yüksek kâra, daha fazla satış artışına ulaştığı tespit edilmiştir. Chung vd. (2003) tarafından ABD için yapılmış olan çalışmada, firmaların kurumsal yönetim yapılarının AR&GE yatırımlarını ve pazar değerlerini nasıl etkilediklerini incelemişlerdir. Kurumsal yönetim derecesi için üç adet değişken kullanılmıştır. Bunlar analistlerin izlenimleri, yönetim yapısı ve kurumsal yatırımcıların sahiplikleri ile ilgili veriler olarak belirtilerek kurumsal yapılar ile değişen kurumsal yatırımların pazar değerleri üzerine bir çalışma yapılmıştır. Bu çalışma ile elde edilen sonuçlar, firmaların sahip olduğu pazar değerleri ve AR&GE yatırımlarının önemli derecede analist gözlemlerine ve yönetim yapısına göre şekillenmekte olduğunu ancak kurumsal yatırımcılarla herhangi bir şekilde ilişkili olmadığını göstermektedir.

Xu ve Wang (1999) Çin’deki halka açık firmaların, sahiplik yapısı ile performansları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre öncelikle sahiplik yapısı ve kârlılık arasında pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki olduğu söylenebilir. İkinci olarak firma kârlılığı ile tüzel kişilerin sahip olduğu payları arasında pozitif ilişki vardır ve bununla beraber firma kârlılığı ile devlet payları arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Üçüncü olarak; devlet hisselerinin oranı arttıkça çalışanların üretkenliğinin düştüğü görülmüştür. Bu sonuçlar, kurumsal yönetimde büyük kurumsal hissedarların önemi, devlet sahipliliğinin verimsizliği ve aşırı dağılmış sahiplik yapılarındaki potansiyel problemleri tespit etmiştir. Black (2001) tarafından yirmi bir Rus şirketi incelenerek yapılan çalışmada kurumsal yönetim yaklaşımı ile firma performansı arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmanın örneklemini oluşturan şirketlerin kurumsal yönetimlerini derecelendirmek için bir Rus yatırım bankası tarafından geliştirilen kurumsal yönetim derecelendirme yöntemi kullanılmıştır. Bu çalışma neticesinde, kurumsal yönetim derecesi en düşük olan firma ile en yüksek olan firma arasında önemli derecede değer farkı olduğu anlaşılmıştır. Bai vd. (2004), kurumsal yönetim değişkenlerinin firmanın pazar değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Örneklem olarak Çin’deki seçilen firmaların değerlendirilmesinde 1999 – 2001 yılları arası üç yıllık şirket raporlarından faydalanılmıştır. Analiz sonucunda, kontrol gücü olmayan pay sahipleriyle yabancı yatırımcıların sahip olduğu hisse oranı yüksek olduğunda, firma pazar değerinin olumlu yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Ayrıca hisselerin çoğunluğuna sahip bir hissedar olduğunda ve genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olduğunda firma pazar değeri bu durumdan negatif yönde etkilenmektedir. Khan vd. (2011) tarafından yapılmış olan bir başka çalışmada Pakistan ihracatına katkıda bulunan temel unsur olan tütün endüstrisi üzerine bir inceleme yapılmış, kurumsal yönetimin firma performansı üzerine etkisi araştırılmıştır. Bu çalışma; sahiplik yapısı, genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı ve yönetimin bağımsızlığı olmak üzere üç husus üzerine odaklanmıştır. Çalışmada firma performansı, özsermaye kârlılığı ve aktif kârlılığı aracılığıyla ölçülmüştür. Yapılan bu araştırmaya göre kurumsal yönetimin firma performansı üzerinde güçlü ve pozitif bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Bohren ve Odegaard (2004) tarafından yapılan ve Oslo Menkul Kıymetler Borsası’nın incelendiği çalışmada kurumsal yönetimin ekonomik performansı etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. En fazla yönetici sahipliğinin performansla ilişkisi olduğu, dışarıdan sahiplik arttıkça pazar değerinin düştüğü, doğrudan sahipliğin dolaylı sahipliğe göre daha üstün olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca firma performansındaki düşüşün, yönetim kurulu üye sayısı, borç/özsermaye oranı, kâr payı dağıtımı ve söz sahibi olmayan hissedarların oranı arttığında gerçekleştiği gözlenmiştir. Drobotz

vd. (2004), Almanya’da faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim yapıları ile beklenen pay getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan araştırma sonucunda firma değeri ile firma kurumsal yönetim derecesi arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Araştırmada yüksek kurumsal yönetim puanına sahip firmaların hisseleri satın alınarak ve düşük kurumsal yönetim puanına sahip firmaların hisseleri satılarak yatırım stratejisi oluşturulmuştur. Aynı dönem için bu yöntemle yatırım yapmanın %12 civarında anormal bir getiri sağladığı tespit edilmiştir. Renders vd. (2010), yaptıkları çalışmada 14 Avrupa ülkesinde faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim dereceleri ile performansları arasında nasıl bir ilişki olduğunu incelemişlerdir. 1999 – 2003 yılları arasındaki dönemi içeren bu çalışmada panel veri analiz yönteminden faydalanılmıştır. Elde edilen sonuçlar, firmaların kurumsal yönetim derecelerinin iyi yönetim ile bağlantılı olduğunu ve firmaların performanslarını geliştirmeleri ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Schauten vd. (2011) tarafından yapılmış olan çalışmada 17 Avrupa ülkesinde faaliyet gösteren büyük firmaların kurumsal yönetim anlayışının niteliği ile elde buldukları aşırı nakit değerler arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın örneklemini Avrupa’nın en büyük 300 firmasının 2000 – 2007 dönemi verilerinden oluşmaktadır. Hissedar hakları, ele geçirmeleri önleyici tedbirler, açıklamalar ve yönetim gibi kurumsal yönetimin kalitesini belirleyici unsurlardan yararlanılmıştır. Elde edilen sonuca göre, sadece ele geçirmeyi önleyici tedbirler göz önünde bulundurulduğunda, firmaların kurumsal yönetim anlayışlarının niteliği ile elde bulunan aşırı nakit değer arasında pozitif ilişki vardır. Bunun yanında hissedar hakları ve açıklamalar, yönetim gibi değişkenler ile ölçülen kurumsal yönetim değerinin firmaların elinde bulunan aşırı nakit değer ile ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir. Ammann vd. (2011) tarafından yapılan çalışma ile Avrupa’da yer alan 14 ülke analiz edilmiştir. İncelenen ülkelerde yer alan firmaların kurumsal yönetim değerlerinin, firmaların ürün pazarındaki rekabet seviyesi ile ilişkili olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırmada yer alan firmaların rekabet seviyesine göre firmaların pazar değerleri belirlenmiştir. Elde edilen sonuç, kurumsal yönetimin sadece rekabet olmayan endüstrilerde pazar değerini arttırdığı yönündedir.

Kula (2005), Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların yönetim yapısı ile yönetimin rolü ve firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Örnekleme çoğu küçük ve halka açılmamış şirketler olmak üzere 386 şirket incelenmiştir. Genel müdür ve yönetim kurulu başkanı farklı kişiler olduğunda firma performansının pozitif yönde etkilendiği görülmüştür. Ayrıca yönetimin etkinliği, bilgi açıklamaları ve performans değerlendirme nitelikleri ile firma performansı arasında pozitif ilişki olduğu sonucu elde edilmiştir. Yıldırım (2007) BIST’de işlem gören ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmaların mülkiyet ve yönetim kontrol yapılarının özellikleri ile firmaların performansları arasındaki ilişkinin varlığını araştırmıştır. Araştırmanın veri seti oluşturulurken 2006 yılında BIST 100 Endeksinde yer alan ve İmalat Sanayi Sektöründe faaliyet gösteren 44 şirketin 2002 ve 2006 yılları arasındaki yıllık verilerinden faydalanılmıştır. Örneklemedeki şirketler incelendiğinde mülkiyet ve kontrol yapısı değişkenlerinden olan en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, toplam kontrol oranı, genel kurula katılım oranı ve genel kurula hâkimiyet oranı değişkenlerinin muhasebe tabanlı aktif kârlılığı, satışların kârlılığı ve özsermayenin kârlılığı olarak belirlenen finansal performans göstergeleri ile negatif ilişki içerisinde oldukları görülmüş; pazar değeri ve Tobin q değeri ile pozitif ilişki içerisinde oldukları tespit edilmiştir. Mülkiyet ve kontrol yapısı değişkenlerinden sadece halka açıklık oranı ile aktif kârlılığı, satışların kârlılığı ve özsermayenin kârlılığı arasında pozitif yönlü ilişki bulunduğu; piyasa değeri ve Tobin q değeri gibi piyasa tabanlı değişkenlerle negatif yönlü ilişki içerisinde oldukları tespit edilmiştir. Karamustafa vd. (2009) kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başlama tarihinden sonra (Ağustos 2008) endekste yer alan firmaların performanslarını değerlendirmiş ve firmaların endekse girmeden önceki beş çeyrek dönemi ile endekse girdikten sonraki iki çeyrek dönemi incelenerek faaliyet ve finansal performanslarında anlamlı bir değişiklik olup olmadığı araştırılmıştır. Bulgulara göre, aktif devir hızı, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı performans göstergelerinde anlamlı farklılıklar olduğu, bununla birlikte cari oran, borç oranı, finansal kaldıraç derecesi, net kâr marjı ve faaliyet kâr marjı oranlarında anlamlı bir farklılık olmadığı belirlenmiştir. Ersoy vd. (2011) tarafından yapılan çalışma ile BIST 100 endeksinde yer alan 51 firmanın 1998 – 2007 yılları arasındaki 10 yıllık dönemi dikkate alınarak firma kurumsal yönetim yapıları ile firma performansları arasındaki ilişki panel lojistik regresyon modelleri ile incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre CEO’ların aynı zamanda yönetim kurulu üyesi

veya başkanı olmadığı durumlarda Tobin q değeri ile ölçülen firma performansının daha yüksek seviyelerde olduğu sonucuna varılmıştır. Yönetici sahipliği ile firma performansı arasında önemli bir ilişki bulunmadığı ancak yabancı sahipliğinin Tobin-q ile ölçülen firma değerini arttırdığı; hisse senedi getirilerini ise azalttığı belirlenmiştir.

3. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ VE VERİLER

Bu çalışmanın uygulama kısmında BIST İmalât Sanayi Sektörü'nde faaliyet gösteren, verileri elde edilebilen ve değerlendirme kapsamına dâhil edilen 126 firmanın 2005 – 2011 yılları arasındaki yıllık verilerinden yararlanılmıştır.

İncelenmiş olan firmalar hakkında toplanan veriler BIST, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından internet aracılığıyla halka açıklanan mali tablolar kullanılarak elde edilmiştir. Hisse senedi pazar değeri verileri toplanırken analiz kapsamında ele alınan hisse senetlerinin yıl sonu kapanış fiyatları dikkate alınmış ve kaynak olarak BIST tarafından yayınlanan pay piyasası verileri kullanılmıştır. Halka açık sermaye tutarları, BIST tarafından yayınlanan şirketler yıllığı verileri ve KAP tarafından yayınlanan bilanço dipnotlarında yer alan bilgiler kullanılarak elde edilmiştir. En büyük hissedarın sermaye tutarı, en büyük üç hissedarın sermaye tutarı, yönetim kurulu üye sayısı, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulunda görevli olup olmadığı ve yönetim kuruluna katılan hissedarların sermaye tutarları ile ilgili bilgiler ise BIST – Şirketler Yıllığı ve KAP – şirket genel bilgi formu kullanılarak elde edilmiştir. Kurumsal yatırımcıların sahip olduğu hisse senedi sayısına ait veriler ise TSPAKB tarafından yayınlanan yatırımcı profili ile ilgili veriler kullanılarak elde edilmiştir.

Çalışmanın modelinde firma kârlılıkları değerlendirilirken kârlılık göstergesi olarak kullanılmış olan bağımlı değişkenler; aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve Tobin q değerleridir. Bağımlı değişkenleri etkilediği düşünülen bağımsız değişkenler ise; en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, yönetim kurulu sahiplik oranı, firma büyüklüğü ve kaldırma oranı olarak belirlenmiştir. Değişkenler aşağıda açıklanmıştır.

Aktif Kârlılığı (AK), firmaların bir birim aktif üzerinden ne kadar kâr elde ettiğini göstermektedir. Dönem Net Kârı / Toplam Aktifler oranı olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Kârlılığı (ÖSK), firmaların bir birim değerindeki özsermayesi ile ne kadar kâr elde edildiğini göstermektedir. Dönem Net Kârı / Toplam Özsermaye Defter Değeri oranı olarak hesaplanmıştır.

Tobin Q Değeri (TQ), piyasada şirketin olduğundan daha değerli mi gözüktüğü yoksa olması gerekenden daha az değere mi sahip olduğu konusunda fikir vermektedir. Firmaların piyasa değerinin varlıklarının değerine oranını ifade etmektedir ve (Toplam Borç + Özsermaye Pazar Değeri) / Toplam Aktifler oranı olarak hesaplanmıştır.

En Büyük Hissedarın Pay Oranı (EBH), firmanın ana hissedarının toplam hisselerin yüzde kaçına sahip olduğunun tespit edilmesini sağlayan orandır. EBH oranı arttıkça firma kârlılığını ölçmek için kullanılan bağımlı değişkenlerde azalış olacağı tahmin edilmektedir. Bunun nedeni, hisselerin çoğunluğuna sahip kişinin karar verme sürecindeki etkinliği arttıkça, alınacak olan kararlarda firma çıkarından daha çok kişisel çıkarların gerçekleştirilmesi amacının artma olasılığıdır. Ayrıca incelenen çalışmalar da göstermektedir ki (Aktaran: Fettahoğlu ve Okuyan, 2009), yöneticilerin hisse oranında gerçekleşen artış, daha az risk alınması ile sonuçlanmaktadır. EBH, En Büyük Hissedarın Sermaye Tutarı / Halka Açık Sermaye Tutarı oranı olarak hesaplanmaktadır.

En Büyük Üç Hissedarın Pay Oranı (EB3H), firma adına çıkartılmış toplam hisselerin ne kadarlık kısmının en büyük hisseye sahip üç kişi tarafından paylaşıldığını açıklayan orandır. Bu oranda

gerçekleşecek artışın firma performansında azalışa sebep olacağı ve hissedarların kendi çıkarları doğrultusunda karar alma ihtimalini arttıracacağı beklenmektedir. EB3H, En Büyük Üç Hissedarın Sermaye Tutarı / Halka Açık Sermaye Tutarı oranı olarak hesaplanmıştır.

Halka Açıklık Oranı (HAO), toplam özsermayenin yüzde kaçının halka açık olduğunu gösteren orandır. Halka açıklık oranı yüksek olan firmaların hisse senedi fiyatlarının ve başarılı olma ihtimallerinin daha yüksek olduğu düşünülmektedir. Bunun yanında aynı çalışmada ulaşılan bir diğer sonuç, halka açıklık oranı artan firmaların hisse fiyat oynaklığının ve hisse senedi riskinin de artış göstermekte olduğudur. Bu nedenle halka açıklık oranı, firma performansını pozitif veya negatif yönde etkileyebilecektir. HAO, Halka Açık Sermaye Tutarı / Toplam Özsermaye Defter Değeri olarak hesaplanmıştır.

Yönetim Kurulu Büyüklüğü (YKB), şirket yönetim kurulunun büyüklüğünü göstermektedir. Yönetim kurulunun daha fazla üyeden oluşması durumunda şirketlerde alınan kararların daha gerçekçi ve şirket yararına olma ihtimalinin daha yüksek olacağı beklenmektedir. YKB, Yönetim Kurulu Üye Sayısının Logaritması alınarak hesaplanmıştır.

Kurumsal Yatırımcının Sahiplik Oranı (KYS), dolaşımdaki hisselerin ne kadarlık kısmının kurumsal yatırımcılar tarafından satın alındığını gösteren orandır. Kurumsal yatırımcılar riskli yatırımlardan kaçınan yatırımcılar olduğundan KYS oranının artması, şirketin risk seviyesini azalttığı veya diğer şirketlerden daha risksiz bir politika izlediği anlamına gelebilir (Aktaran: Fettahoğlu ve Okuyan, 2009). Daha az risk alan şirketlerin performansları artabileceği gibi, fırsatları değerlendiremeyeceklerinden düşüş de gösterebilir. KYS, Kurumsal Yatırımcının Hisse Senedi Sayısı / Şirketin Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı oranı olarak hesaplanmıştır.

Genel Müdürün Yönetim Kurulu Üyesi Olup Olmadığı (GMYK), kukla değişken olarak alınmıştır. Yönetim kurulunda genel müdürün etkili olup olmadığı bilgisini vermektedir. GMYK ile firma performansının karşılaştırıldığı çalışmalar (Tosi ve Gomez-Mejia, 1994; Bhagat ve Bolton, 2008; Bai vd., 2004) göz önünde bulundurulduğunda elde edilen sonuçlar bu iki değişken arasında negatif bir ilişki olduğu yönünde olmuştur. Yönetim kurulunda genel müdürün ağırlığı hissedilmediği takdirde alınan kararlar firma performansını arttırıcı etki oluşturmaktadır.

Yönetim Kurulu Üyelerinin Sahiplik Oranı (YKSO) ile firma yönetim kurulu üyelerinin sahip olduğu toplam hisse senedi sayısının halka açık olan hisse senedi sayısı içindeki payı hesaplanmıştır. Fettahoğlu ve Okuyan (2009), yöneticilerin hisse oranı artış gösterdiğinde firmalarda borçlanmanın risklerinden kaçınmanın daha fazla olduğunu belirtmişlerdir. Daha az hisse oranına sahip yöneticiler, borç riskini göz ardı ederek daha cesur adımlar atabilirken hisse sahibi yöneticiler daha az risk üstlenme eğilimine gitmektedirler. Bu durum firmaların etkin karar alma yeteneğinin azaldığı anlamı taşımaktadır. Bu sebeple YKSO oranı arttıkça, işletme kârlılığının azalacağı tahmin edilmektedir. Bu oran, Yönetim Kurula Üyelerinin Sermaye Tutarı / Halka Açık Sermaye Tutarı oranı olarak hesaplanmıştır.

Firma Büyüklüğü (FB), firmaların piyasa büyüklüğü hakkında bilgi vermektedir. Piyasa değeri büyük olan firmaların daha az maliyetle borçlanmaya gidebilecek olması, hâlihazırda yatırımcıların güvenini kazanmış olması ve rakip firmalarla baş edebilecek güçte olması nedeniyle FB oranındaki artış, firma performansında da artışı beraberinde getirebilecektir. Firma büyüklüğünün göstergesi olarak genelde toplam aktifler veya satış hacmi alınmaktadır. Ancak bu çalışmada sadece aktif toplamının logaritması alınmıştır.

Kaldıraç Oranı (KO), firmaların kaynak yapısını göstermektedir ve varlıkların hangi kaynaklarla ne oranda karşılandığı hakkında bilgi sahibi olunmasını sağlamaktadır. Borçlanma belirli seviyeye kadar finansal kaldıraç etkisi oluşturabilir. Firmaların baskı altında olmayacağı ve finansal kaldıraç etkisi elde edebileceği borçlanma seviyelerinin firma performansını arttıracacağı beklenirken, aşırı borçlanmanın firmaya kaldıramayacağı maliyetler getirmesi ve borç verenlerin yönetim kararlarında söz sahibi olabilme olasılıklarını doğurması ise firma performansını ve kârlılığı azaltıcı etki oluşturacaktır. Dolayısıyla kaldıraç oranının firma performansı üzerinde hem pozitif hem de negatif yönlü etkisi beklenmektedir. Kaldıraç oranı, Toplam Borçlar / Toplam Aktifler olarak hesaplanmıştır.

Çalışmada panel veri analizinden yararlanılmıştır. Panel veriler, aile, ülkeler, şirketler gibi birkaç kesitsel gözlemin zaman periyodu ile ifade edilmesini sağlamaktadır (Baltagi, 2005: 1). Panel veri, tahmin tekniklerinin geliştirilmesi ve teorik sonuçlar açısından çok zengin bir ortam oluşmasını sağlamaktadır (Greene, 2003: 284).

Panel veri analizlerinde sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli olmak üzere iki model bulunmaktadır. Sabit etkiler modelinde, modele dâhil edilmemiş olan ancak bağımlı değişken üzerinde etkisi olan değişkenlere ait ortak etkiler kesitler bazında ayrılır ve bu sayede bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasındaki ilişkilerin daha net ortaya çıkması sağlanır (Vergil ve Yıldırım, 2006: 9):

$$y_{it} = X_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N \quad \text{ve} \quad t = 1, \dots, T \quad (1)$$

Sabit etkiler modeli, firmaların bireysel etkilerini (α_i) sabit bir terim gibi algılamakta ve modeli bu şekilde oluşturmaktadır. Eğer bireysel ve zaman etkileri ile açıklayıcı değişkenler arasında bir bağlantı söz konusu ise bu model kullanılarak elde edilen sonuçlar daha tutarlı olmaktadır. Birey (N) sayısının çok büyük olması durumunda, her bir birey için (α_i)'lerin hesaplanması serbestlik derecesini azaltan bir sorunu ortaya çıkarmaktadır (Acaravcı, 2004: 97).

Firmaların bireysel etkileri tesadüfi olduğunda bu model kullanılmaktadır. Eğer bireysel ve zaman etkileri ile açıklayıcı değişkenler arasında bir bağlantı yoksa bu model ile daha tutarlı sonuçlar elde edilmektedir (Acaravcı, 2004: 97-102):

$$y_{it} = X_{it}\beta + (\alpha_i + u_{it}) + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N \quad \text{ve} \quad t = 1, \dots, T \quad (2)$$

Örneklem seçimi yaklaşımındaki belirsizlikler sebebiyle firmalara ait etkilerin niteliği Hausman test istatistiği ve F-testi istatistiği kullanılarak incelenmiştir. Hausman testi, tesadüfi etkiler modeli ile sabit etkiler modelinin etkinlik karşılaştırmasında, F-testi ise sabit etkiler modelinin anlamlılığının sınanmasında kullanılmıştır (Acaravcı, 2004: 97-102).

Analizde üç ayrı model yer almaktadır. Bu üç model ve açıklanan değişkenler aşağıda tanımlanmıştır.

Model 1:

$$AK_{it} = \beta_1(EBH)_{it} + \beta_2(EB3H)_{it} + \beta_3(HAO)_{it} + \beta_4(YKB)_{it} + \beta_5(KYS)_{it} + \beta_6(GMYK)_{it} + \beta_7(YKSO)_{it} + \beta_8(FB)_{it} + \beta_9(KO)_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Model 2:

$$\ddot{OSK}_{it} = \beta_1(EBH)_{it} + \beta_2(EB3H)_{it} + \beta_3(HAO)_{it} + \beta_4(YKB)_{it} + \beta_5(KYS)_{it} + \beta_6(GMYK)_{it} + \beta_7(YKSO)_{it} + \beta_8(FB)_{it} + \beta_9(KO)_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Model 3:

$$TQ_{it} = \alpha_i + \beta_1(EBH)_{it} + \beta_2(EB3H)_{it} + \beta_3(HAO)_{it} + \beta_4(YKB)_{it} + \beta_5(KYS)_{it} + \beta_6(GMYK)_{it} + \beta_7(YKSO)_{it} + \beta_8(FB)_{it} + \beta_9(KO)_{it} + u_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$i = 1, \dots, N$ firma sayısı ve $t = 1, \dots, T$ zaman, α_i = Firmaların bireysel etkileri

u_{it} = Zaman serisi ve yatay kesitten oluşan hata terimi

ε_{it} = Yatay kesit veya bireysel etkilerden oluşan hata terimi

4. BULGULAR

Panel veri analizinde kullanılan 126 firmanın tamamına ait 7 yıllık (2005 – 2011) verilerin temel istatistikleri ve korelasyon matrisi Tablo 1 ve Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 1: Özet İstatistikler

	Firma	Gözlem Sayısı	Ortalama	Ortanca	Standart Sapma	Olasılık
AK	126	882	3,28	3,25	10,01	0,0000
ÖSK	126	882	-0,08	5,86	37,05	0,0000
TQ	126	882	138,77	110,15	120,07	0,0000
EBH	126	882	50,02	50,62	22,81	0,0004
EB3H	126	882	63,12	64,84	20,19	0,0000
HAO	126	882	53,51	33,80	75,81	0,0000
YKB	126	882	1,84	1,95	0,31	0,0010
KYS	126	882	3,98	0,86	7,22	0,0000
GMKY	126	882	0,51	1,00	0,50	0,0000
YKSO	126	882	8,74	0,00	16,91	0,0000
FB	126	882	19,26	19,16	1,44	0,0000
KO	126	882	42,78	40,82	21,91	0,0000

Not: **AK:** Aktif Kârlılığı, **ÖSK:** Özsermaye Kârlılığı, **TQ:** Tobin q değeri, **EBH:** En büyük hissedarın pay oranı, **EB3H:** En büyük üç hissedarın pay oranı, **HAO:** Halka açıklık oranı, **YKB:** Yönetim kurulu büyüklüğü, **KYS:** Kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, **GMKY:** Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, **YKSO:** Yönetim kurulu sahiplik oranı, **FB:** Firma büyüklüğü, **KO:** Kaldıraç oranı.

Tablo 1.'de analiz kapsamındaki firmaların kârlılıklarına (AK, ÖSK, TQ) ve bu kârlılığı etkilediği düşünülen firma yapısına (EBH, EB3H, HAO, YKB, KYS, GMKY, YKSO, FB, KO) ait değişkenlerin ortalamaları, ortancaları, standart sapmaları ve olasılık değerleri verilmiştir.

Firmaların aktif kârlılıklarının (AK) ortalama % 3,28 olduğu ve ortanca değer olarak bulunan % 3,25'den yüksek olduğu görülmüştür. Bu durum sağa çarpıklığı ifade etmektedir. Özsermaye kârlılığı için oluşan ortalama ise %-0,08 çıkmıştır ve ortanca değer olan % 5,86'dan düşük olduğu için sola çarpıklık durumu olduğu tespit edilmiştir. Diğer değişkenler için de aynı şekilde tespitler yapılabilir.

Tablo 2.'de ise kurulan modelde yer alan değişkenler arasındaki korelasyon oranlarına yer verilmiştir. +1 ile -1 arasında değer alan bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının sifıra yakınlığı arttıkça modelin güvenilirliği de artacaktır. Kurulan üç model için de değişkenler arasındaki korelasyon değerlerinin istatistiksel açıdan sakıncalı olmadığı sonucuna varılmıştır.

Tablo 2: Korelasyon Matrisi

	AK	ÖSK	TQ	EBH	EB3H	HAO	YKB	KYS	GMKY	YKSO	FB	KO
AK	1,00											
ÖSK	0,67	1,00										
TQ	0,17	0,05	1,00									
EBH	0,12	0,05	0,23	1,00								
EB3H	0,18	0,08	0,23	0,79	1,00							
HAO	-0,42	-0,69	-0,03	-0,12	-0,18	1,00						
YKB	0,28	0,18	-0,01	-0,01	0,12	-0,22	1,00					
KYS	0,15	0,10	-0,03	0,00	0,00	-0,15	0,32	1,00				
GMKY	-0,12	-0,01	-0,06	-0,10	-0,07	0,03	0,08	0,08	1,00			
YKSO	-0,07	-0,02	-0,05	-0,39	-0,23	0,07	-0,07	-0,13	0,14	1,00		
FB	0,24	0,17	-0,12	0,15	0,23	-0,28	0,49	0,52	0,07	-0,24	1,00	
KO	-0,48	-0,41	-0,13	0,03	-0,03	0,34	-0,19	0,01	0,13	0,02	0,08	1,00

Not: Rakamlar korelasyon katsayısını göstermektedir. **AK:** Aktif Kârlılığı, **ÖSK:** Özsermaye Kârlılığı, **TQ:** Tobin q değeri, **EBH:** En büyük hissedarın pay oranı, **EB3H:** En büyük üç hissedarın pay oranı, **HAO:** Halka açıklık oranı, **YKB:** Yönetim kurulu büyüklüğü, **KYS:** Kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, **GMKY:** Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, **YKSO:** Yönetim kurulu sahiplik oranı, **FB:** Firma büyüklüğü, **KO:** Kaldıraç oranı.

Hausman testi ve F-testi yapılarak elde edilen test sonuçları Tablo 3.'de gösterilmiştir. F-testi istatistiği sonucuna göre sabit etkilerin tüm firmalar için bireysel etkileri topluca anlamlıdır. Hausman test istatistiğine göre Model 1 ve Model 2' deki bireysel etkiler, tesadüfi nitelikte değildir, sabit nitelikte etkiler söz konusudur. Ancak Model 3'de tesadüfi etkiler modeli, sabit etkiler modeline göre daha etkindir. Dolayısıyla, Model 1 ve Model 2 için sabit etkiler modeli, Model 3 için ise tesadüfi etkiler modeli seçilmiştir.

Tablo 3: Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler Modellerinin Sınanması

MODELLER	HAUSMAN	P-DEĞERİ	F-TESTİ	P-DEĞERİ
MODEL 1	26,1206	0,0020	4,8913	0,0000
MODEL 2	70,0096	0,0000	2,5504	0,0000
MODEL 3	11,9973	0,2135	8,5318	0,0000

Not: Hausman testi sonucunda düşük P-Değeri oluşması, tesadüfi etkiler modelinin sabit etkiler modelinden daha uygun olduğu hipotezinin reddi, F-Testi sonucunda düşük P-Değeri oluşması ise sabit etkiler modelinin tesadüfi etkiler modelinden daha uygun olduğu hipotezinin kabulü anlamı taşımaktadır.

Model 1 ve Model 2 için sabit etkiler modeli, tesadüfi etkiler modeline göre daha etkin olduğundan her iki model de sabit etkiler modeline göre test edilmiş ve yorumlanmıştır. Model 3 için ise tesadüfi etkiler modeli, sabit etkiler modeline göre daha etkin olduğu için tesadüfi etkiler modeline göre test edilmiş ve yorumlanmıştır. Tüm modeller için sabit ve tesadüfi etkiler genel modellerinin analiz sonuçları Tablo 4.'de verilmiştir.

Aktif kârlılığı ile halka açıklık oranı (0,10 anlamlılık düzeyinde), kurumsal yatırımcı sahiplik oranı (0,05 anlamlılık düzeyinde), genel müdürün yönetim kurulu üyeliği (0,01 anlamlılık düzeyinde) ve kaldıraç oranı (0,01 anlamlılık düzeyinde), arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki vardır. Ancak yönetim kurulu büyüklüğü (0,01 anlamlılık düzeyinde) ve firma büyüklüğü (0,01 anlamlılık düzeyinde) ile anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Aktif kârlılığı ile en büyük hissedarın sermaye tutarı, en büyük 3 hissedarın sermaye tutarı ve yönetim kurulu sahiplik oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

Tablo 4: Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler Modelleri Analiz Sonuçları

	AKTİF KÂRLILIĞI			ÖZSERMAYE KÂRLILIĞI			TOBIN Q DEĞERİ		
	Katsayı	T-Değer	P-Değer	Katsayı	T-Değer	P-Değer	Katsayı	Z-Değer	P-Değer
C							414,76	3,98	0,000
EBH	-0,0677	-0,9839	0,3254	0,1842	1,0115	0,3121	0,5786	1,31	0,190
EB3H	0,0179	0,2262	0,8211	-0,646	-1,8183	0,0694*	0,6986	1,41	0,158
HAO	-0,0081	-1,9569	0,0507*	-0,393	-5,599	0,0000***	0,0292	0,55	0,580
YKB	2,7813	2,6987	0,0071***	4,603	1,1385	0,2552	14,840	0,70	0,486
KYS	-0,1017	-2,0873	0,0372**	-0,527	-1,5878	0,1127	0,4265	0,63	0,530
GMKY	-2,4743	-4,0422	0,0001***	-4,553	-1,9869	0,0473**	-11,61	-1,26	0,207
YKSO	-0,0705	-1,456	0,1458	-0,138	-1,5405	0,1239	-0,524	-1,38	0,167
FB	3,0073	2,7017	0,0071***	2,2191	0,7167	0,4737	-18,34	-3,12	0,002***
KO	-0,2419	-3,7077	0,0002***	-0,576	-1,9792	0,0482**	-0,331	-1,24	0,216
AR (1)							0,33190164		
Wald X ²							31,25		
Durbin-Watson İst		2,042678			2,225463				
R ² Değeri		0,648983			0,662926		0,0974		
Düzeltilmiş R ²		0,586016			0,602460				
F İstatistiği		10,30674			10,96367				
Olasılık (F İst.)		0,000000			0,000000				
Olasılık (X ²)							0,0005		
<p>Not: Tüm modeller otokorelasyon ve değişen varyans problemlerinden arındırılmıştır. Her bir model için tahmin edilen katsayılar, T istatistikleri, Z istatistiği ve P değerleri (Olasılık) verilmiştir. EBH: En büyük hissedarın pay oranı, EB3H: En büyük üç hissedarın pay oranı, HAO: Halka açıklık oranı, YKB: Yönetim kurulu büyüklüğü, KYS: Kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, GMKY: Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, YKSO: Yönetim kurulu sahiplik oranı, FB: Firma büyüklüğü, KO: Kaldıraç oranı. ***, 0,01 düzeyinde anlamlılığı, **, 0,05 düzeyinde anlamlılığı, *, 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.</p>									

İkinci modelde ise istatistiksel olarak anlamlı bulunan en büyük üç hissedarın pay oranı (0,10 anlamlılık düzeyinde), halka açıklık oranı (0,01 anlamlılık düzeyinde), genel müdürün yönetim kurulu üyeliği (0,05 anlamlılık düzeyinde) ve kaldıraç oranı (0,05 anlamlılık düzeyinde), özsermaye kârlılığını negatif yönde etkilemektedir. En büyük hissedarın pay oranı, yönetim kurulu

büyüklüğü, kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, yönetim kurulu sahiplik oranı ve firma büyüklüğü ile özsermaye kârlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Üçüncü modelde tobin q değeri analiz edilirken tesadüfi etkiler model tahmini daha anlamlı bulunmuştur. Tobin q değeri ile firma büyüklüğü (0,01 anlamlılık düzeyinde) arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde bir ilişki bulunmuştur. En büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, genel müdürün yönetim kurulu üyeliği, yönetim kurulu sahiplik oranı ve kaldıraç oranı ile tobin q değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Elde edilen sonuçlar, genel müdürün yönetim kurulunda görevli olması halinde firma performansının azalacağına öne sürüldüğü çalışmalar (Khan vd. (2011), Kula (2005), Tosi ve Gomez-Mejia (1994), Bai vd. (2004)) doğrulamaktadır. Ayrıca Yıldırım (2007)'in da belirttiği gibi en büyük üç hissedarın pay oranının firma kârlılığını azaltıcı etkisi olduğu görülmüştür. Bohren ve Odegaard (2004) tarafından yapılan çalışmada elde edilen sonuca benzer şekilde olarak kaldıraç oranındaki artışın firma performansını azaltıcı etki oluşturduğu tespit edilmiştir. Ayrıca elde edilen veriler ışığında halka açıklık oranındaki artışın, firma performansını azaltıcı etki oluşturduğu söylenebilir.

En büyük hissedarın pay oranındaki artış ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Ayrıca Ersoy vd. (2011) ile benzer biçimde yönetim kurulu sahiplik oranının firma performansıyla anlamlı bir ilişkisi olmadığı sonucu elde edilmiştir. Bu bulgulara göre, Türkiye'de BIST'e kote olan imalat sanayi firmalarının performansları üzerinde en büyük hissedarın pay oranı etkili değildir. Firmanın paylarının çoğuna sahip olan kişilerin firma performansını etkilediklerine dair herhangi bir kanıt bulunamamıştır.

Firma büyüklüğünün aktif kârlılığını arttırıcı, Tobin Q değerini ise azaltıcı etkisi olduğu, kurumsal yatırımcının sahiplik oranının (Chung vd. (2003) anlamlı bir ilişki olmadığını iddia etmekte) aktif kârlılığını azalttığı ve yönetim kurulu büyüklüğündeki artışın (Bohren ve Odegaard (2004)'ın iddialarının aksine) firma performansını arttırıcı yönde etki oluşturduğu sonucu elde edilmiştir.

5. SONUÇ

Küresel ölçekte yaşanan şirket skandallarının ardından kaybolan yatırımcı güvenini yeniden tesis etmek amacıyla gerçekleştirilen çalışmalar, kurumsal yönetim kavramının gelişmesini sağlamıştır. Yönetim konusunda işletmelerin daha güçlü bir yapıya sahip olmasını sağlamak için yapılan yenilikler, her ülke için geçerli bir kurumsal yönetim yapısı olmadığını, ülkelerin buldukları durumlara göre kendilerine özel yapılar geliştirmeleri gerektiğini ortaya çıkartmıştır. Bununla beraber tüm dünyada ortak kurumsal yönetim ilkeleri olarak dört ilkedden bahsedilmektedir. Bu ilkeler, sorumluluk, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, hesap verme yükümlülüğü ve adalet/eşitlik kavramlarını geliştirmeye yöneliktir.

İşletme yönetimlerinin daha sağlıklı yapılara kavuşabilmesi için oluşturulan kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması, bazı ülkelerde isteğe bağlı, bazılarında ise yasalarla zorunlu hale getirilmiştir. Bu konuda yasa çıkartan ve gelişmelere öncülük eden ülkelerden olan ABD, çıkarttığı Sarbanes-Oxley yasasıyla kurumsal yönetim alanında önemli değişiklikler sağlamıştır. Türkiye'de de kurumsal yönetim konusunda birçok yenilik yapılmış, ülke yapısına uygun ilkeler oluşturulmuş, kurumsal yönetim endeksi hesaplanmaya başlanmış ve yeni TTK ile yürürlüğe giren yasalar, şirket yönetimlerinin kurumsal yapılarını geliştirmesini destekler nitelikte olmuştur.

Bu çalışmada şirketlerin kurumsal yönetim yapıları ile performansları arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmıştır. Firma performansını ölçmek için üç bağımlı değişken (aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve tobin q değeri) kullanılmıştır. Ayrıca bu değişkenleri etkilediği düşünülen değişkenlerden yedisi (en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, genel müdürün

yönetim kurulu üyeliği, yönetim kurulu sahiplik oranı) yönetim yapısıyla ilgili bilgi vermekte ve ikisi (firma büyüklüğü, kaldırma oranı) kontrol değişkeni olarak kullanılmakta olup toplam dokuz bağımsız değişken kullanılmıştır. Araştırmanın örnekleme, BIST İmalat Sanayi Sektöründe faaliyet gösteren 126 firmanın 2005-2011 dönemi verilerinden oluşmaktadır.

Yapılan analizler sonucunda genel olarak firmaların performansları ile kurumsal yönetim yapıları arasında ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. En büyük hissedarın pay oranındaki artış ve yönetim kurulu sahiplik oranı ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Firma büyüklüğünün aktif karlılığı ile aynı yönlü; Tobin q değeri ile ters yönlü olarak ilişkili olduğu belirlenmiştir. Kurumsal yatırımcıların sahiplik oranı ise aktif karlılığını azaltan bir etkiye sahiptir. Tersine yönetim kurulu büyüklüğündeki artış, firma performansını artırmaktadır.

Çalışmanın finans literatürüne, şirketlere ve sermaye piyasası yatırımcılarına önemli katkılar sağlaması beklenmektedir. Öncelikle şirketlerin genel müdürlerin yönetim kurulunda yer almadığı sistemlerle daha fazla kar edebilecekleri anlaşılmaktadır. Diğer yandan, yönetim kurullarında daha fazla üyenin yer almasının daha doğru kararların alınmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir. Ayrıca, şirketlerin aktif büyüklüklerindeki artışın performansı da artırması beklenmektedir. Buna göre, daha fazla yönetim kurulu üyesi olan ve aktif büyüklüğü fazla şirketlere yatırım yapılması sermaye piyasası yatırımcıları açısından olumlu bir yatırım kararı olabilecektir.

KAYNAKÇA

- Acaravcı, S. K. (2004), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama, (Basılmamış Doktora Tezi)*, Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ammann, M., Oesch, D. ve Schmid, M. M. (2011), “Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the EU Area”, *European Financial Management*, DOI:10.1111/j.1468-036X.2011.00605.x.
- Arkun, F. (2011), “Yeni TTK ve Kurumsal Yönetim Alanında Getirdikleri”, *Kurumsal Yönetim Dergisi*, 12, 34.
- Bai, C.E., Liu, Q., Lu, J., Song, F. M. ve Zhang, J. (2004), “Corporate Governance and Market Valuation in China”, *Journal of Comparative Economics*, 32, 599-616.
- Baltagi, B. H. (2005), “Econometric Analysis of Panel Data”, Third Edition, John Wiley & Sons, England.
- Bhagat, S. ve Bolton, B. (2008), “Corporate Governance and Firm Performance”, *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- BIST [Borsa İstanbul (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)] (2012), <http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx>, Erişim Tarihi: 19.01.2012.
- Black, B. (2001), “The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms”, *Emerging Markets Review*, 2, 89-108.
- Bohren, O. ve ODEGAARD, B. A. (2004), “Governance and Performance Revisited”, *ECGI Finance Working Paper*, No: 28/2003.
- Chung, K. H., Wright, P. ve Kedia, B. (2003), “Corporate Governance and Market Valuation of Capital and R&D Investments”, *Review of Financial Economics*, 12, 161-172.
- Drobtz, W., Schillhofer A. ve Zimmermann, H. (2004), “Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany”, *European Financial Management*, 10(2), 267-293.

- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A. ve Şamiloğlu F. (2011), “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 48(554), 71-84.
- Fettahoğlu, A. ve Okuyan, H. A. (2009), “İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi Tebliği*, Eskişehir, Türkiye.
- Gompers, P., Ishii, J. ve Metrick, A. (2003), “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-156.
- Greene, W.H. (2003), *Econometric Analysis*, Fifth Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- KAP [Kamuyu Aydınlatma Platformu] (2012), <http://kap.gov.tr/yay/Sirket/sirketListe.aspx>, Erişim Tarihi: 02.06.2012.
- KAP [Kamuyu Aydınlatma Platformu] (2012), <http://kap.gov.tr/yay/Sorgu/SorguBildirim.aspx>, Erişim Tarihi: 07.07.2012.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009), “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17, 100-119.
- Khan, K., Nemati, A. R. ve Iftukhar, M. (2011), “Impact of Corporate Governance on Firm Performance Evidence from the Tobacco Industry of Pakistan”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 61, 7-14.
- 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, 265-276.
- OECD [Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü] (2004), *OECD Principles of Corporate Governance*, <http://www.oecd.org/corporate/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>, Erişim Tarihi: 07.07.2011.
- Renders, A., Gaeremynck, A. ve Sercu, P. (2010), “Corporate Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study”, *Corporate Governance: An International Review*, 18, 87-106.
- Schauten, M.B.J., DIJK, D. V. ve Waal, J.P. V.D. (2011), “Corporate Governance and the Value of Excess Cash Holdings of Large European Firms”, *European Financial Management*, DOI:10.1111/j.1468-036X.2011.00615.x.
- Tosı, H.L. ve Gomez-Meija, L. R. (1994), “CEO Compensation Monitoring and Firm Performance”, *Academy of Management Journal*, 37(4), 1002-1016.
- TSPAKB [Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği] (2012), <http://www.tspakb.org.tr/tr/Default.aspx?tabid=133>, Erişim Tarihi: 29.08.2012.
- Vergil, H. ve Yıldırım, E. (2006), “AB – Türkiye Gümrük Birliğinin Türkiye’nin Rekabet Gücü Üzerindeki Etkileri”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26, 1-21.
- Xu, X. ve Wang, Y. (1999), “Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies”, *China Economic Review*, 10, 75-98.
- Yıldırım, M. (2007), “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri”, (Basılmamış Doktora Tezi), İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.