

GENEL MÜDÜR'ÜN YÖNETİM KURULU ÜYESİ OLMASI HALİNİN MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI FİRMALARININ PERFORMANSINA ETKİSİ

THE EFFECT OF CEO AS A MEMBER OF BOARD ON THE PERFORMANCE OF SECURITY INVESTMENT TRUST COMPANIES

Yrd.Doç.Dr. Feyyaz YILDIZ*
Öğr.Grv. Mesut DOĞAN**

ÖZET

Yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olmasının (duality-ikilik) firmanın performansı üzerindeki etkisi tartışılmaya devam eden konulardan birisidir. Türkiye’de yapılan çalışmalarda ikilik uygulamasıyla ilgili kısıtlı sayıda çalışma olmasına rağmen Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarında yapılan herhangi bir çalışmaya rastlanılamamıştır. Bu boşluğu doldurmak amacıyla ikiliğin Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının performansını etkileyip etkilemediği araştırılmaktadır. 2009–2010 yıllarını içine alan çalışmada İMKB’da Kurumsal Ürünler Pazarında var olan 27 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmasının verilerinden yararlanılmıştır. Firma performans göstergeleri olarak da üç bağımlı değişken kullanılmıştır. Bu oranlardan ilk ikisi muhasebe temelli finansal oranlar olan “Aktif Karlılığı Oranı” (ROA) ve “Öz Sermaye Karlılığı Oranı” (ROE)’dir. Diğer oran ise piyasa esaslı “Tobin’s q” oranıdır. Ampirik analizlerde ise regresyon ve korelasyon analizleri ile t testinden faydalanılmıştır. Gerçekleştirilen analiz sonucunda Temsil Teorisi ile tutarlı bir şekilde; yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması halinin Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının finansal performansını olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir.

ABSTRACT

The impact of CEO as a board member (duality) on firm performance is one of the controversial issues. Although there are limited studies about duality in Turkey, there is no study about duality in Security Investment Trust Companies. In order to fill this gap, in this study, it is studied that whether duality influences the performance of Security Investment Trust Companies. In this study, the data belonging to 27 Security Investment Trust Companies over the period of 2009-2010 that traded in Collective Products Market in the Istanbul Stock Exchange have been used.

* Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, feyyaz.yildiz@gmail.com

** Afyon Kocatepe Üniversitesi, Bayat Meslek Yüksekokulu, mesutdogan@aku.edu.tr

Three dependent variables were used as indicators of firm performance. The first two accounting-based financial ratios are the "Return on Assets" (ROA) and "Return on Equity" (ROE). The other is "Tobin's q" ratio which is market-based ratio. The regression and correlation analysis and t-tests have been employed in empirical analyzes. In the result of the analysis, it was found that CEO who is also a member of Board affects the financial performances of Security Investment Trust Companies .positively which is consistent with Representation Theory.

İkilik, Firma Performansı, Vekalet Teorisi, Temsil Teorisi, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı JEL Sınıflandırması: C12, D22, L25,
Duality, Firm Performance, Agency Theory, The Representation Theory,
Security Investment Trust Company JEL Classification: C12, D22, L25,

1.GİRİŞ

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır (SPK, 2007). Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının temel fonksiyonu, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir havuzda toplayarak, değişik menkul kıymetlerden oluşacak bir portföye yatırmak ve bu yolla elde edilecek kazancı, kar payı olarak ortaklarına payları oranında dağıtmaktır (Karan, 2001: 86).

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının işlevleri; ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklik yapmak ve portföy çeşitlendirilmesiyle yatırım riskini, faaliyet alanlarına ve ortakların durumlarına göre en aza indirecek bir biçimde dağıtmaktır (www.spk.gov.tr). Ayrıca menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almak ve portföyün değerini korumaya ve arttırmaya yönelik araştırmalar yapmaktır (İMKB, 2006: 109).

Bir şirketin en üst konumunda olan genel müdürün temel sorumluluğu; şirketin plan ve politikalarını başlatmak ve uygulamaktır. Yönetim kurulunun sorumluluğu ise şirket işlerini, pay sahiplerinin uzun vadeli ve istikrarlı bir kazanç sağlamasını temin edecek şekilde yürütmektir. Yönetim kurullarının önemli sorumluluklarından biri de genel müdür pozisyonunda bulunan kişinin yaptığı ya da yapacağı davranışları denetlemektir. Yönetim kurulunda başkan pozisyonunda bulunan kişinin önemli kontrol ve gözetleme faaliyetlerini yerine getirmesi gerektiğinden genel müdür ve yönetim kurulu başkanının farklı kişilerden oluşması gerektiği önerilmektedir (Aygün ve İç, 2010). Ancak Fama ve Jensen (1983) yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması halinin yönetim ve kontrol ayırımı ilkesine zarar verdiğini belirtmişlerdir.

Yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması (duality-ikilik) ile ilgili yapılmış olan akademik çalışmalar incelendiğinde iki teori karşımıza çıkmaktadır. Bu teoriler; Vekalet Teorisi (Agency Theory) ve Temsil Teorisi (Stewardship Theory)'dir. Vekalet teorisine göre firmada ikilik uygulaması olması halinde, genel müdürü denetlemek daha zor hale geleceği için firma performansını olumsuz yönde etkileyeceği öne sürülmektedir (Rechner ve Dalton 1991). Çünkü yönetim kurulunun görevlerinden biri de genel müdürü denetlemektir. Denetleyen ve denetlenenin aynı kişiden oluşması firmanın yüksek performans göstermesini engelleyecektir. Temsil teorisi ise ikilik uygulamasını firma performansını artırıcı bir unsur olarak görmektedir. İkilik uygulamasının, şirketin amaçlarına odaklanmasını ve kararların hızla uygulanmasını sağlayacak bir komuta birliği yaratacağını ifade etmektedir (Boyd, 1995; Moyer vd., 1996).

Bu çalışmanın amacı yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması halinin Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının performansını etkileyip etkilemediğini araştırmaktır. Bu amaçla 2009–2010 yıllarını içine alan araştırmada İMKB'de işlem gören 27 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmanın verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada kullanılan tüm veriler İMKB resmi internet sitesinden elde edilmiştir. Çalışmada performans göstergesi olarak muhasebe esaslı iki gösterge kullanılmıştır. Bunlar; Aktiflerden elde edilen karlılık (ROA- Return On Assets) ve öz sermaye karlılığı (ROE- Return On Equity)'dir. ROA, firma net karının aktif toplamına bölünmesiyle, ROE ise firma net karının öz kaynak toplamına bölünmesiyle bulunmaktadır. Bir diğer performans göstergesi olan Tobin's q ise firmanın piyasa değerinin defter değerine bölünmesiyle bulunmaktadır.

Çalışma altı bölümde ele alınarak değerlendirilmiştir. Giriş bölümünden sonra çalışmanın ikinci bölümünde teoriler anlatılmış ve hipotezler geliştirilmiştir. Üçüncü bölümde yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması ile ilgili yapılan akademik çalışmalar özetlenmiştir. Dördüncü bölümde öncelikle araştırmanın modeli, evreni ve örnekleme açıklanmış, veri toplama araçlarından ve verilerin istatistikî analizinden bahsedilmiştir. Beşinci bölümde ampirik analiz sonuçları yer almaktadır. Son bölümde ise çalışmanın genel bir değerlendirilmesi yapılmıştır.

2. TEORİLER VE HİPOTEZLER

2.1. Vekalet Teorisi

İşletme alanında mülkiyet yapısının değişmesi ve hissedarların artmasıyla birlikte “ortaklıklar” oluşmaya başlamış, büyüyen bu firmalarda mülkiyet ve kontrol ayrımı net bir hale gelmiş ve “kontrol edebilme olanağına sahip olmayan hissedarlar” ve “önemli bir hisse payı miktarına sahip olmadan kontrol hakkını elde edebilenler” durumu ortaya çıkmıştır (Ülgen ve Mirze, 2007: 427).

Vekâlet teorisi, amaçları ve çıkarları farklı iki tarafın bir biri ile yardımlaşmaları sonucunda ortaya çıkan problemleri inceleyen bir yaklaşımdır (Koçel, 1998: 257). Vekâlet teorisinde, bir kişi ya da grup adına harekette bulunan kişiye vekil (agent), vekilin temsil ettiği kişi ya da gruba vekâlet veren veya asil (principal) denilmektedir. Vekâlet veren ile vekil arasındaki ilişki ise vekâlet ilişkisi olarak ifade edilmektedir (Dağlı, 1998: 159).

Vekâlet veren belirli sonuçlara ulaşabilmek için vekilin yardımına ihtiyaç duyar, vekil de çıkan bu sonuçlara ulaşmak için gerekli faaliyetleri gerçekleştirir. Bir işin gerçekleştirilmesinin başkasına devredildiği hallerde vekâlet ilişkisi söz konusu olur. Vekâlet ilişkisi; çoğunlukla halka açık anonim ortaklıklarda, ortaklar (hissedarlar) ile yöneticiler arasında görülür. Şahıs ortaklıkları ve halka kapalı aile işletmelerinde temsil ilişkisinden söz edilemez. Çünkü işletmenin sahibi ile yöneticisi aynı kişidir. Konuya örgüt teorisi açısından bakılırsa, vekâlet veren olarak hissedar, vekil olarak yönetici veya vekâlet veren olarak üst yönetici, vekil olarak ast ele alınabilir (Koçel, 1998: 257).

Sonuç olarak vekalet teorisi bir firmada ikilik uygulamasının söz konusu olmasının firma performansını olumsuz etkilediğini öne sürmektedir. Vekalet teorisine göre ikiliğin varlığı, firmada kontrol ve yönetim süreçlerine ilişkin kararlarda bir ayırımın olmadığını göstergesi olarak değerlendirilmektedir. İkiliğin varlığı halinde genel müdürün yönetim kurulunda karar alma süreçlerinde ağırlığını ortaya koyabileceği, ayrıca yönetim kurulunun genel müdürü etkili bir biçimde değerlendiremeyeceği öne sürülmektedir (Aygün ve İç, 2010).

H0: İkilik ile Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının performansı arasında negatif bir ilişki vardır.

2.2. Temsil Teorisi

Vekâlet Teorisi'nin kişisel çıkar odaklı davranan insan tanımlamasını sınırlı bulan bazı yazarlar, yönetici davranışlarını açıklamak için bu teoriye alternatif bir yaklaşım geliştirmişlerdir. Temsil Teorisi olarak anılan bu yaklaşım, varsayımları açısından Vekâlet Teorisi'nin tam karşıtı olarak düşünülebilir (Başat, 2010).

Patron çıkarlarını en üst noktaya çıkaracak optimal sözleşmelerin yapılması temsil teorisinin temelini oluşturmaktadır (Usul, 2005: 423). Bu teoriye göre yöneticilerin bireysel amaçları arka planda kalmaktadır. Yöneticileri firmanın psikolojik sahipleri olarak tanımlamak mümkündür. Bundan dolayı yöneticiler firma sahiplerinin çıkarları doğrultusunda davranırlar, amaç birliği oluşturmaya çalışırlar ve işletmeyi sahibi yönetiyormuş gibi özenle yönetirler (Ataay, 2006: 66-67). Sonuç olarak temsil teorisi ikilik uygulamasının bir firmada söz konusu olması halinde özellikle karar alma süreçlerinin etkin ve hızlı olacağını ve bu durumun ise firma performansını artıracığını ifade etmektedir.

H1: İkilik ile Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının performansı arasında pozitif bir ilişki vardır.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Türkiye’de yapılan çalışmalar incelendiğinde ikilik uygulamasıyla ilgili az sayıda çalışma olmasına rağmen Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarında yapılan herhangi bir çalışmaya rastlanılmamıştır. İkilik uygulaması ile ilgili yapılan diğer ampirik çalışmalar incelendiğinde karma sonuçların elde edildiği görülmektedir. Yani ikilik uygulaması ile firma performansı arasında pozitif bir ilişkinin varlığını gösteren çalışmaların yanı sıra negatif ya da ilişkinin olmadığını gösteren çalışmalarda mevcuttur.

Yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olmasının firma performansı üzerindeki etkisini ölçen ilk çalışma Berg ve Smith (1978) tarafından yapılmıştır. Yapılan çalışmada 200 ABD firması ele alınmış ve ikilik ile firma performans göstergeleri olarak kullandıkları varlıkların karlılığı ve hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde etmişlerdir. Bu çalışmayı izleyen yıllardan günümüze kadar olan dönemde konuya ilişkin gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda yapılan çok sayıda çalışmalar mevcuttur.

Rechner ve Dalton (1991) Fortune 500’e kayıtlı 141 firma üzerine yaptıkları çalışmalar neticesinde ikilik uygulamasının firma performansını olumsuz yönde etkilediğini savunurlarken; Boyd (1995) ise firma performansını olumlu etkilediğini savunmuştur. Benzer şekilde Brickley vd. (1997) firma performansını olumlu etkilediğini tespit etmişlerdir.

Tian ve Lau (2001) Çin borsasında işlem gören firmalar üzerine yaptıkları çalışmalarında performans göstergeleri olarak ROA ve ROE’yi kullanmışlar, ikilik ile firma performansı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar bulmuşlardır.

En-Bai vd., (2004) Çin borsası üzerine yaptıkları çalışmalarında performans göstergeleri olarak Tobin’s q’yu kullanmışlar, ikilik ile firma performansı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar bulmuşlardır.

Kula ve Mühsürler (2003) yönetim kurulu üyelerinin rolleri, yapısı ve sürecinin Türk firmalarının performansı üzerine etkisini ortaya koymak amacıyla yaptığı çalışmada borsaya kayıtlı olmayan 386 adet işletmenin yönetim kurulu üyelerine yönelik anket çalışması yapmıştır. Araştırma neticesinde yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdürlük pozisyonlarının ayrılmasının firma performansı üzerine anlamlı pozitif etkisinin olduğunu ortaya koymuştur. Benzer şekilde Lam ve Lee (2008) Hong Kong borsasına kayıtlı 128 firmayı incelemiş ve çalışmalarının sonucunda ikilik ile performans arasında pozitif ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir.

Elsayed (2007) 337 Mısır firmasını incelemiş ve ikilik ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlara ulaşmıştır

Elitaş vd. (2009) Ege Bölgesinde yer alan işletmelerin yönetim kurulu yapısı, süreci ve performans ilişkisini araştırmışlar; ikilik uygulamasının firma performansını olumsuz yönde etkilemediğini tespit etmişlerdir.

Aygün ve İç (2010) İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 2006-2007 yıllarını kapsayan 183 firma verisinden yararlanarak yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olmasının firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda vekalet teorisi ile tutarlı bir biçimde ikiliğin olması halinde firmanın finansal performansının olumsuz etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

4. VERİ, DEĞİŞKENLER VE METODOLOJİ

2009–2010 yıllarını içine alan araştırmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören 27 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı¹ firmasının verilerinden faydalanılmıştır. Araştırmada kullanılan tüm veriler İMKB resmi internet sitesinden² elde edilmiştir. Ampirik analizlerde regresyon, korelasyon analizleri ile t testinden faydalanılmıştır.

Çalışmada bağımlı değişken olarak finansal performans göstergeleri kullanılmıştır. Finansal performans göstergesi olarak iki yaklaşımdan yararlanılmaktadır. Birinci yaklaşım (ör. Peng vd, 2007) finansal performans göstergeleri olarak muhasebe esaslı ölçütleri esas almaktadır. İkinci yaklaşımda ise (ör. Schmid ve Zimmermann, 2009) piyasa esaslı ölçümler kullanılmaktadır.

Bu çalışmada muhasebe esaslı iki gösterge kullanılmaktadır. Bunlar; aktiflerden elde edilen karlılık (ROA- Return On Assets) ve öz sermaye karlılığı (ROE- Return On Equity)' dir. ROA, firma net karının aktif toplamına bölünmesiyle bulunur. Tablo 1'de görüldüğü gibi firmaların 2010 yılı itibarıyla, ortalama ROA'ları yaklaşık 7,44'tür. ROE ise net karın öz sermayeye oranlanması ile hesaplanmıştır. Ortalama ROE yaklaşık 1,02'dir. Çalışmada piyasa esaslı performans göstergesi olarak Tobin's q (Q) kullanılmıştır. Tobin's q piyasa değerinin defter değerine oranlanmasıyla bulunmaktadır. Ortalama Q ise 2,14 olarak tespit edilmiştir.

Çalışmadaki temel bağımsız değişken IKILIK'tir. IKILIK değişkeni, kukla değişken olarak kullanılmıştır. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarında genel müdür aynı zamanda firma yönetim kurulu üyesi ise ikilik değişkeni 1, değilse 0 olarak tanımlanmıştır. Tablo 1'de görüldüğü gibi analiz kapsamında incelenen Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının % 51'inde genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olduğu görülmektedir.

Çalışmada ayrıca iki kontrol değişkeni kullanılmıştır. Bunlar; yönetim kurulu büyüklüğü (KURUL) ve firma yaşıdır (YAS). KURUL

¹ İMKB Ulusal Pazarda işlem gören Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının listesi Ek-1 de verilmiştir.

² www.imkb.gov.tr

bağımsız değişkeni, firmaların mali yıl sonunda yönetim kurulundaki üye sayısını göstermektedir. Firma yaşı olarak da tek bir gösterge kullanılmıştır. Bu gösterge (YAS); Firmanın kuruluş yılı esas alınıp, 2010 yılından çıkarılarak hesaplanmıştır.

Yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansına etkisi ile ilgili yapılan çalışmalarda Yermack (1996); Eisenberg vd. (1998); Bonn vd. (2004) yönetim kurulu büyüklüğü ile performans arasında negatif bir ilişki tespit ederlerken, Aygün vd. (2011); Larmou ve Vafeas (2009) pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Tablo 1'de görüldüğü gibi analiz kapsamında incelenen Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmaların ortalama yönetim kurulu büyüklüğü 9,26 iken ortalama firma yaşı 12,75'tir.

Tablo 1: Tanımlayıcı İstatistik

DEĞİŞKENLER	ORTALAMA	MAKSİMUM	MİNİMUM	ORTANCA	ST. HATA
KURUL	9,26	15	3	8	3,125
YAŞ	12,75	37	4	13	7,071
İKİLİK	0,51	1	0	0	0,501
ROA	7,4416	158,289	-51,669	0,08	3,2377
ROE	1,0206	170,960	-41,850	0,37	3,5347
Q	2,1445	14,60	0,20	1,00	2,8615

Bu çalışmanın amacı, yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması halinin Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının performansını etkileyip etkilemediğini araştırmaktır. Bu amacı gerçekleştirmek üzere literatürde yer alan çalışmalar (Yermack, 1996; Staikouras vd., 2007; Cheng, 2008; Shakir, 2010; Adusei, 2011 ve Bino ve Tomar 2012) esas alınarak aşağıdaki regresyon modelleri geliştirilmiştir.

Model I: PERFORMANS (ROE)_{it} = $\beta_1it + \beta_2 IKILIKit + \beta_3 KURULit + \beta_4 YASit + \varepsilon$

Model II: PERFORMANS (ROA)_{it} = $\beta_1it + \beta_2 IKILIKit + \beta_3 KURULit + \beta_4 YASit + \varepsilon$

Model III: PERFORMANS_{it} (Q)_{it} = $\beta_1it + \beta_2 IKILIKit + \beta_3 KURULit + \beta_4 YASit + \varepsilon$

5. AMPİRİK ANALİZ SONUÇLARI

Ampirik analizlerde regresyon ve korelasyon analizleri ile t testinden yararlanılmıştır. Tablo 2'de değişkenlere ilişkin t testi sonuçları yer almaktadır. Tablo 2'de firmalar; ikiliğin olduğu ve olmadığı şeklinde iki gruba ayrılmış ve böylelikle bu iki grubun performansları arasında bir farklılığın olup olmadığı incelenmiştir.

Tablo 2: T testi

*** % 1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Değişkenler	İkili Olan Firmalar			İkili Olmayan Firmalar			Ortalama Farklılığı	T Testi
	Gözlem Sayısı	Ortalama	St. Hata	Gözlem Sayısı	Ortalama	St. Hata		
ROA	14	1,5511	3,7550	13	-0,1994	2,1051	1,7505	3,700***
ROE	14	1,9564	4,2605	13	1,3408	1,9771	0,6156	3,948***
Q	14	2,5598	0,3529	13	1,7513	0,1650	0,8085	2,111***
YAŞ	14	15,02	0,754	13	10,60	0,521	4,42	4,864
KURUL	14	8,79	0,309	13	9,71	0,282	-0,92	-2,209

T Testi incelendiğinde ikiliğin söz konusu olduğu yatırım ortaklığı firmalarında ROA, ROE ve Q değerleri sırasıyla 1.55, 1.95 ve 2.55 iken ikiliğin olmadığı yatırım ortaklığı firmalarında ise -0.19, 1.34 ve 1.75 olarak tespit edilmiştir. İkiliğin olduğu Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmaları, ikilik olmayan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarından daha iyi performans göstermiştir. Diğer bir ifade ile ikilik uygulamasının Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının performansını olumlu yönde etkilediği söylenebilir.

T testi tablosunda ikiliğin söz konusu olduğu yatırım ortaklığı firmalarında firma yaşı ortalaması 15,02 iken, ikiliğin olmadığı yatırım ortaklığı firmalarında 10,60 olarak tespit edilmiştir. Başka bir deyişle ikiliğin söz konusu olduğu yatırım ortaklığı firmalarının tecrübesi daha fazladır. Aynı tabloda firmaların yönetim kurulu üye sayısı incelendiği zaman, ikiliğin söz konusu olduğu yatırım ortaklığı firmalarında yönetim kurulu büyüklüğü 8,79 iken ikiliğin olmadığı yatırım ortaklığı firmalarında ise 9,71 olarak tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle ikilik söz konusu olan firmaların hem performansı daha yüksek hem de yönetim kurulu üyesi sayısı daha azdır.

Tablo 3'de ampirik analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin korelasyon sonuçları yer almaktadır. Tablo 3'ten görüldüğü gibi ikilik ile yatırım ortaklığı firmalarının performans göstergeleri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Yatırım ortaklığı firmalarında yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması (İKİLİK) ile muhasebe esaslı performans göstergeleri arasında (ROA, ROE) pozitif ve %5 düzeyinde anlamlı sonuçlar elde edilirken, piyasa esaslı performans göstergesi (Q) ile %10 düzeyinde anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Diğer bir ifadeyle ikilik uygulaması yatırım ortaklığı firmalarının hem muhasebe esaslı hem de piyasa esaslı performanslarını olumlu yönde etkilemektedir. Bağımsız değişkenler; yönetim kurulu üye sayısı ve firma yaşı arasında korelasyon düşük ve istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durum modeli daha güçlü hale getirmektedir.

Tablo 3: Korelasyon Tablosu

DEĞİŞKENLER	KURUL	YAŞ	İKİLİK	Q	ROA	ROE
KURUL	1					
YAŞ	0,064	1				
İKİLİK	-0,148*	0,313**	1			
Q	-0,110	-0,031	0,142*	1		
ROA	-0,355**	-0,007	0,243**	0,067	1	
ROE	-0,366**	-0,07	0,258**	0,043	0,917**	1

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

Tablo 4’de yatırım ortaklığı firmalarında ikilik ile firma performansı arasında ilişkileri gösteren regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Model I ve Model II’ de muhasebe esaslı performans göstergeleri (ROE, ROA) bağımlı değişken iken Model III’de piyasa esaslı performans göstergesi (Q) bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Tablo 4’de Model I ve II den görüldüğü gibi ikilik uygulaması ile muhasebe esaslı performans göstergeleri (ROA ile ROE) arasında literatür (Lam ve Lee, 2008; Boyd, 1995; Brickley vd., 1997; Tian ve Lau, 2001 ve Bai vd., 2004) ile tutarlı bir biçimde pozitif bir ilişki elde edilmiştir. Bu pozitif ilişki istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. Yani firmada ikilik uygulaması arttıkça, firmanın performansı da artmaktadır. Model III’te piyasa esaslı firma performans göstergeleri olarak kullanılan Q ile ikilik uygulaması arasında pozitif ilişki ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlıdır. İkilik uygulaması halinde her üç model de Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının performanslarını olumlu yönde etkilemektedir. Ancak $R^2 = 0,02$ değeri daha düşük olduğu için ikilik uygulamasının Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının piyasa esaslı performansına etkisinin daha az olduğu söylenebilir. Sonuç olarak H1 hipotezi kabul edilmekte ve temsil teorisi ile tutarlı bir biçimde yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması halinde Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının finansal performansının olumlu etkilendiği görülmektedir.

Tablo 4 incelendiğinde Model I ve Model II’de yönetim kurulu üye sayısı (KURUL) ile aktif getiri oranı (ROA) ve öz sermaye getiri oranı (ROE) arasında negatif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir deyişle Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının yönetim kurulundaki üye sayısı arttıkça karlılığı azalmaktadır.

Tablo 4: Regresyon Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER VE PARAMETRELER	MODEL1: BAĞIMLI DEĞİŞKEN: ROE	MODEL2:BAĞIMLI DEĞİŞKEN: ROA	MODEL3:BAĞIMLI DEĞİŞKEN: Q
YAŞ	-0,131**	-0,053	-0,074
KURUL	-0,320***	-0,320***	-0,082
İKİLİK	0,252***	0,212***	0,152**
F istatistiği	43,452***	34,583***	2,081***
Düz R ²	0,181	0,154	0,020
Gözlem sayısı	27	27	27

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

6. SONUÇ VE DEĞERLEDİRME

Bu araştırmada; yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması halinde menkul kıymet yatırım ortaklığı firmalarının performansının etkilenip etkilenmediği araştırılmıştır. 2009–2010 yıllarını içine alan araştırmada İMKB’de işlem gören 27 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmasının verilerinden yararlanılmıştır. Ampirik analizlerde regresyon ve korelasyon analizleri ile t testinden faydalanılmıştır.

Türkiye’de yapılan çalışmalarda ikilik uygulamasıyla ilgili az sayıda çalışma olmasına rağmen Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarında yapılan herhangi bir çalışmaya rastlanılamamıştır. İkilik uygulaması ile ilgili yapılan diğer ampirik çalışmalar incelendiğinde karma sonuçların elde edildiği görülmektedir. Yani ikilik uygulaması ile firma performansı arasında pozitif bir ilişkinin mevcudiyetini gösteren çalışmaların yanı sıra negatif ya da ilişkinin olmadığını gösteren çalışmalarda mevcuttur.

Konuyla ilgili yapılan çalışmalarda vekalet teori ile temsil teorisi ele alınmıştır. Vekalet teorisi; bir firmada ikilik uygulamasının söz konusu olmasının firma performansını olumsuz etkilediğini öne sürerken temsil teorisi ise ikilik uygulamasının bir firmada söz konusu olması halinde firma performansını artıracaklarını ifade etmektedir.

Yapılan çalışma neticesinde menkul kıymet yatırım ortaklığı firmalarında ikilik uygulaması halinde her üç modelde de muhasebe esaslı ve piyasa esaslı performanslar olumlu yönde etkilenmektedir. Ancak R² değeri daha düşük olduğu için piyasa esaslı performansa etkisi daha azdır. Sonuç olarak temsil teorisi ile tutarlı bir biçimde yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması halinde menkul kıymet yatırım ortaklığı firmalarının finansal performansını olumlu etkilediği sonucuna varılmıştır. Bu bulgular ikilik uygulaması ile menkul kıymet yatırım ortaklığı firmalarının performansının yüksek olması güçlü bir liderlik yapısı ile karar alma süreçlerinin etkin ve hızlı olması ile açıklanabilir.

İkilik uygulaması ile performans arasındaki ilişkiyi ölçen çalışmalar incelendiğinde Lam ve Lee 2008, Boyd 1995, Brickley vd. 1997, Tian ve Lau 2001 ve Bai vd. 2004 ile aynı yönde sonuçlar elde edilirken, Berg ve Smith 1978, Rechner ve Dalton 1991, Kula ve Mühsürler 2003, Elsayed 2007, Aygün ve İç (2010) ile zıt yönde sonuçlar tespit edilmiştir.

Ayrıca, çalışmanın sonuçları yorumlanırken, bulguların 2009-2010 yılı verilerine dayalı olduğu göz önünde bulundurulmalıdır. Bu bağlamda, ülkemiz için, daha uzun dönemleri kapsayan ve detaylı veri içeren çalışmalara olan ihtiyaç ön plana çıkmaktadır. Gelecek çalışmalarda ikilik uygulamasının farklı sektörler üzerindeki etkisi incelenerek bu çalışmanın sonuçları ile karşılaştırılabilir.

KAYNAKÇA

1. ADUSEI, Michael (2011), "Board Structure and Bank Performance in Ghana", Journal of Money, Investment and Banking ISSN 1450-288X Issue 19.
2. AYGÜN, Mehmet, Süleyman İç (2010), "Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler Mi?", Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 47, syf: 192-201.
3. ATAAY, Aylin (2006), "Aile Şirketlerinde Başkacılık ve Koruma: Vekâlet Maliyetleri", 2. Aile İşletmeleri Kongre Kitabı, İstanbul Kültür Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
4. BAŞAT, Rıdvan (2010), "İşletmelerde Yönetim Kurulunun Yapısı, İşleyişi ve Performans Üzerine Etkisi: Denizli İli Örneği", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon.
5. BERG, Sanford and Smith Kathryn (1978), "CEO and board chairman: a quantitative study of dual vs Unitary board leadership", Directors & Boards, v:3(1), p:34-39.
6. BINO, Adel and Tomar Shorouq (2012), "Corporate Governance And Bank Performance: Evidence From Jordanian Banking Industry", Journal of Business Administration <http://www.ju.edu.jo/Resources/EconomicObservatory/Lists/Conferences/Attachments/6/1CORPORATE%20GOVERNANCE%20AND%20BANK%20PERFORMANCE.pdf> Jordan , 10.04.2012.
7. BRICKLEY, James, Coles Jeffery and Jarrell Gregg (1997), "Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board", Journal of Corporate Finance, v:4, p:189-220.
8. BONN, Ingrid, Yoshikawa Toru and Phan H. Phillip (2004), "Effects of Board Structure on Firm Performance: A Comparison between Japan and Australia", Asian Business & Management, v:3, p:105-125.

9. BOYD, Brian (1995), “CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model”, *Strategic Management Journal*, v:16, p:301-312.
10. CHENG, Shijun (2008), “Board Size and the Variability of Corporate Performance” , *Journal of Financial Economics* v:87, p:157-176
11. DAĞLI, Hüseyin (1998), “İşletme Yönetiminde Temsil İlişkisi ve Sorunları” VI. Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi Bildirileri, Eskişehir.
12. EISENBERG, Theodore, Sundgren Stefan and Wells T. Martin (1998), “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms”, *Journal of Financial Economics*, v:48(1), p:35-54.
13. ELİTAS, Cemal, Agca Veysel ve Aydemir Oğuzhan (2009), “Yönetim Kurulu Yapısı, İşleyisi ve Performans İlişkisi: Ege Bölgesi Örneği”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , Sayı: 42, syf:103-116.
14. ELSAYED, Khaled (2007), “Does CEO Duality Really Corporate Performance?”, *Corporate Governance*, v:15, s:1203-1214.
15. EN-BAI, Chong, Liu Qiao, Lu Joe, Song Frank and Zhang Junxi (2004), “Corporate governance and market valuation in China”, *Journal of Comparative Economics*, v: 32, p: 599–616.
16. FAMA, F. Eugene and Michael C. Jensen (1983), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics* v:26, p:301-325.
17. IMKB, (2006), *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, 19. Basım, Tapak Basım, İstanbul.
18. KARAN, Mehmet Baha (2004), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
19. KOÇEL, Tamer, (2011), *İşletme Yöneticiliği*, 13 Baskı, Beta Yayınları, İstanbul.
20. KULA, Veysel ve Letife Mühsürler (2003), “İşletmelerde Yönetim Kurulu Üye Özellikleri İle Yönetim Kurulu Etkinliği İlişkisi Üzerine Bir Araştırma”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, sayı:1, Afyonkarahisar, syf: 17.
21. LAM, Tim Yan and Shu Kam Lee (2008), “CEO duality and firm performance: evidence from Hong Kong”, *Corporate Governance*, v:8, p:299-316.
22. LARMOU, Sofia, Vafeas Nikos (2009), “The relation between board size and firm performance in firms with a history of poor operating performance”, *Journal of Management Governance*, v:14, p:61-85.
23. MOYER, Charles, Rao Ramesh and Baliga Ram (1996), “CEO Duality and Firm Performance: hat’s the Fuss?”, *Strategic Management Journal* v:17, p:41-53.

24. PENG Mike, Zhang Shujun and Li Xinchun (2007), “CEO duality and firm performance during china's institutional transitions”, *Management and Organization Review* v:3 (2), p:205–25.
25. RECHNER, L. Paulo and Dalton R. Dan (1989), “The impact of CEO as board chairperson on corporate performance”, *Academy of Management*, v:32 p:141- 143.
26. SHAKIR, Roselina, (2010), “Board Size, Board Composition And Property Firm Performance”,http://www.prrs.net/papers/Roselina_Board_Size_Board_Composition_And_Property_Firm.pdf, 15.05.2012.
27. SCHMID, M. Markus and Heinz Zimmermann (2009), “Should Chairman and CEO are separated? Leadership Structure and Firm Performance in Switzerland” *Leadership Structure*, April, p:182-204.
28. STAIKOURAS, Panagiotis, Christos Staikouras and Agoraki Maria-Eleni (2007), “The Effect of Board Size and Composition on European Bank Performance”, *European Journal of Law and Economics*, 23, p:1-27.
29. TIAN, J. Jenny and Lau, Chung.-Ming (2001), “Board composition, leadership structure, and performance in Chinese shareholding companies”, *Asia Pacific Journal of Management*, v:18, p:245–263.
30. USUL, Hayrettin (2005), “Modern Yönetim Muhasebesi Anlayışına Post-Modern bir Yaklaşım”, *Review of Social, Economic & Business Studies*, Cilt:5/6, Sayı:4, syf:423-435.
31. ÜLGEN, Hayri ve S. Kadri Mirze (2007), “İşletmelerde Stratejik Yönetim”, 4. Baskı, Arıkan Basım, İstanbul.
32. YERMACK, David. (1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, v:40(2), p:185-211.
33. <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=79&fn=79.pdf>, Erişim Tarihi: 09.03.2012.

EKLER

Ek 1: Analiz Kapsamında İncelenen Firmalar

1. Ak B Tipi Yatırım Ortaklığı
2. Alternatif Yatırım Ortaklığı
3. Ata Yatırım Ortaklığı
4. Atlantis Yatırım Ortaklığı
5. Atlas Yatırım Ortaklığı
6. Başkent Yatırım Ortaklığı
7. Bumerang Yatırım Ortaklığı
8. Deniz Yatırım Ortaklığı
9. Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı
10. Egeli Yatırım Ortaklığı
11. Evg Yatırım Ortaklığı
12. Euro Trend Yatırım Ortaklığı
13. Finans Yatırım Ortaklığı
14. Garanti Yatırım Ortaklığı
15. Gedik Yatırım Ortaklığı
16. Hedef Yatırım Ortaklığı
17. İno Yatırım Ortaklığı
18. İş Yatırım Ortaklığı
19. Marbaş B Tipi Yatırım Ortaklığı
20. Metro Yatırım Ortaklığı
21. Oyak Yatırım Ortaklığı
22. Tacirler Yatırım Ortaklığı
23. Taç Yatırım Ortaklığı
24. Taksim Yatırım Ortaklığı
25. Tskb Yatırım Ortaklığı
26. Vakıf Yatırım Ortaklığı
27. Yapı Kredi B Tipi Yatırım Ortaklığı