



Yrd. Doç. Dr.
Mehmet AYGÜN



Dr. Süleyman İÇ

Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?

Yrd. Doç. Dr. Mehmet AYGÜN

Yüzüncü Yıl Üniversitesi, İİBF.

Dr. Süleyman İÇ

Gaziantep Üniversitesi, İİBF.

Özet

Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının (ikilik) firma performansı üzerindeki etkisi kurumsal yönetimin en temel ve tartışmalı konularından biridir. Bu çalışmanın temel amacı ikiliğin firma performansını etkileyip-etkilemediğini ampirik olarak incelemektir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 183 firma verisinden yararlanılmıştır. Firma performans göstergeleri olarak üç değişken kullanılmıştır. Bunlardan ikisi muhasebe esaslı finansal oranlar (Varlıkların Karlılığı-VKAR ve Öz Sermaye Karlılığı-OKAR) ve biri de piyasa esaslı (Tobin's q-Q) orandır. Çalışma 2006-2007 yıllarını kapsamakta ve ampirik analizlerde regresyon, korelasyon analizleri ile t testinden yararlanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda vekalet teorisi ile tutarlı bir biçimde ikiliğin olması halinde firmanın finansal performansını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Sözcükler: İkilik, vekalet teorisi, temsil teorisi, finansal performans.

Jel Sınıflaması: G34, G10.

Abstract

The impact of CEO duality on financial performance has become one of the basic and most controversial areas of corporate governance. The main aim of this study is to examine empirically whether CEO duality affects financial performance of the firm at Istanbul Stock Exchange. To see that it has been investigated the data of 183 firms that are listed at ISE (Istanbul Stock Exchange). Three variables are used as financial performance indicators. Two variables are accounting based financial ratios (Return on Assets – ROA and Return on Equity – ROE), while the last one is market oriented (Tobin's-Q). Regression, correlation and t-test analyses are applied to data of above mentioned ISE firms for 2006 – 2007 years. It has been observed that when the CEO is the Chairman of the Board at the same time, financial performance of the firm is inversely affected and consistent with agency theory.

Key Words: Duality, agency theory, stewardship theory, financial performance.

Jel Classification: G34, G10.

1. Giriş

Bir firmada genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının (ikilik) firma performansı üzerindeki etkisi finans literatüründe oldukça ilgi çeken

ve üzerinde ampirik çok sayıda çalışmanın yapıldığı konulardan biri olmaya devam etmektedir. Konuya olan ilginin artmasında özellikle son yıllarda firmalarda uygulanmaya başlanan kurumsal yönetim uygulamalarının önemli bir payı olmuştur

(Desai ve diğeri 2003). İkilik, kurumsal yönetimin en temel ve tartışmalı alanlarından biridir.

Genel müdür bir şirketin en üst konumunda olan biri olarak temel sorumluluğu şirketin plan ve politikalarını başlatmak ve uygulamaktır. Yönetim kurulu ise bir şirketin stratejik karar alma, temsil ve en üst seviyede yürütme organıdır. Yönetim kurulu kararlarını alırken ve bunları uygularken, şirketin piyasa değerinin mümkün olan en üst seviyeye çıkarılmasını hedefler. Yönetim kurulu bunun bilinci içerisinde şirket işlerini, pay sahiplerinin uzun vadeli ve istikrarlı bir kazanç sağlamasını temin edecek şekilde yürütür. Bunu yaparken, pay sahipleri ile şirketin büyüme gereği arasındaki hassas dengeyi de bozulmamasına özen gösterir. Yönetim kurulunda yer alan üyeler hissedarların temsilcileridir. Diğer bir ifade ile yönetim kurulları hissedarlar adına karar alma ve bu kararları uygulama noktasındaki en üst kuruldur. Yönetim kurullarının önemli sorumluluklarından biri de genel müdür pozisyonunda bulunan kişinin yaptığı/yapacağı davranışları gözetlemesidir. Yönetim kurulunda başkan pozisyonunda bulunan kişinin önemli kontrol ve gözetleme faaliyetlerini yerine getirmesi gerektiğinden genellikle genel müdür ve yönetim kurulu başkanının farklı kişilerden oluşması gerektiği önerilmektedir. Fama ve Jensen (1983) ikilik uygulamasının yönetim ve kontrol ayırımı ilkesini zedelediğini öne sürmüşlerdir.

Konuya ilişkin yapılan teorik tartışmalar incelendiğinde iki teori ön plana çıkmaktadır: Bunlar: Vekalet Teorisi (Agency Theory) ve Temsil Teorisi'dir (Stewardship Theory). Vekalet teorisi bir firmada ikilik uygulamasının söz konusu olmasının firma performansı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olacağını öne

sürmektedir. Vekalet teorisi firmada ikilik uygulamasının varlığı halinde genel müdürün kontrolü ve gözetiminin daha zor olacağı bu durumun ise firmanın yüksek performans göstermesini engelleyeceğini öne sürmektedir (Rechner ve Dalton 1991). Buna karşın Temsil Teorisi ikiliği firma performansını arttıran bir uygulama olarak görmektedir. Temsil teorisine göre ikiliğin varlığı açık ve güçlü bir liderlik yapısını firmada tesis edecek ve bunun ise daha etkili ve hızlı karar alma süreçlerine yol açacağını öne sürmektedir (Donaldson ve Davis, 1991).

İkiliğin firma performansı üzerindeki etkisi ampirik olarak ilk kez Berg ve Smith (1978) tarafından araştırılmıştır. Daha sonra birçok araştırmacı tarafından incelenen konuya ilişkin yapılan ampirik çalışmalarda her iki teoriyi de destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır. Ampirik çalışmaların önemli bir kısmı gelişmiş ülkelerde yapılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde konuya ilişkin sınırlı sayıda çalışmanın yapıldığı görülmektedir. Yapılan incelemede ikilik uygulamasının Türk Sermaye Piyasası'nda yer alan firma performansı üzerindeki etkisini inceleyen çalışmaya rastlanılmamıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 1985 yılında kurulmuş ve 1986 yılından itibaren faaliyete başlamıştır. Günümüzde İMKB gelişmekte olan borsalar arasında en likit olanlardan biridir. İMKB'ye kayıtlı yaklaşık 300 halka açık firma vardır ve işlem hacminin % 70'inden fazlası yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmektedir.

Bu çalışmanın amacı Türk Sermaye Piyasası'nda faaliyet gösteren firmalarda ikilik uygulamasının performans üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktır. Bu amaç ile İMKB'ye kayıtlı 183 firmanın 2006 ve 2007 yıllarına ilişkin

verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada firma performans göstergeleri olarak ikisi muhasebe temelli (Varlıkların Karlılığı-VKAR, Öz Sermaye Karlılığı-OKAR) ve biri piyasa temelli (Tobin'q-Q) olmak üzere üç değişken kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda İkilik ile firma performans göstergeleri arasında vekalet teorisini destekler biçimde negatif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı ilişkiler görülmüştür. Çalışmada örneklem hacmi ikilik uygulamasının söz konusu olduğu firmalar ile olmayan firmalar olarak iki alt gruba ayrılmış ve ikiliğin uygulanmadığı (genel müdürün yönetim kurulu üyesi olmaması) firmaların performanslarının ikilik uygulamasının söz konusu olduğu firma performanslarına göre yüksek olduğu belirlenmiştir.

Çalışma altı bölümden oluşmaktadır. Girişi takiben ikinci bölümde konunun kavramsal çerçevesi açıklanmış ve hipotezler geliştirilmiştir. Üçüncü bölümde literatürde yapılan çalışmalar özetlenmiştir. Dördüncü bölümde çalışmanın metodolojisi açıklanmış ve değişkenler tanımlanmıştır. Beşinci bölümde ampirik analiz sonuçları yer almaktadır. Son bölüm ise sonuçların değerlendirilmesine ayrılmıştır.

2. Kavramsal Çerçeve ve Hipotezler

2.1 Vekalet Teorisi

Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması yani İkilik uygulamasının firma performansı üzerine etkisine yönelik ilgi vekalet teorisine kadar uzanmaktadır (Sridharan ve John, 1998). Berle ve Means (1932) modern firmaların en önemli özelliği olarak firma sahip ve yönetiminin ayrı kişilerden oluştuğunu ifade etmişlerdir. Sahip ve yönetim ayrımı yöneticiler ve sahipler arasında bir çıkar

farklılığına (divergence of interest) yol açmıştır (Lam ve Lee, 2008). Jensen ve Meckling (1976) bu durumu vekalet ilişkisi olarak açıklamıştır. Vekalet teorisine göre firma sahipleri asıl ve yöneticiler ise vekildirler. Firma sahiplerinin (asılların) vekillerden beklentileri hissedarların zenginliğini maksimum edecek davranışlarda bulunmalarıdır. Buna karşın yöneticilerinde bir takım beklentileri vardır. Firma içinde zaman zaman beklentilerde (çıkarlar) çatışmalar meydana gelebilmektedir. Finans literatüründe yönetici ve sahipler arasındaki çıkar çatışmaları vekalet problemi olarak tanımlanmaktadır.

Vekalet teorisi bir firmada ikilik uygulamasının söz konusu olmasının firma performansı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu öne sürmektedir. Vekalet teorisine göre ikiliğin varlığı firmada kontrol ve yönetim süreçlerine ilişkin kararlarda bir ayırımın olmadığı 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. Yasal olarak genel müdürün kontrolü altında bulunan yönetim kurulunun bağımsızlığını kaybedeceği bu durumun ise firmada vekalet problemini arttıracığı ve firmanın daha düşük performans göstereceği ifade edilmektedir (Rechner ve Dalton 1991). Özetle vekalet teorisine göre ikilik ile firma performansı arasında negatif bir ilişki vardır ve aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir.

H1: İkilik ile firma performansı arasında negatif bir ilişki vardır.

2.2 Temsil Teorisi

Vekalet teorisine alternatif olarak geliştirilen Temsil Teorisi, bir firmada ikilik uygulamasının gerekliliğini öne sürmekte ve ikiliğin firma performansını olumlu yönde etkileyen bir uygulama olduğunu ifade etmektedir (Donaldson ve Davis, 1991). Temsil teorisine göre yöneticiliğin doğasında güvenilirlik vardır ve yöneticilerin firma kaynaklarını iyi bir biçimde temsil ettikleri öne sürülmektedir. Teori, ikiliğin yöneticiler, çalışanlar ve diğer ilgililer arasında olası çatışmaları önlemeye yardımcı olan ve karar alma süreçlerinin daha etkili olacağını öne sürmektedir (Finkelstein ve D'Aveni, 1994). Donaldson ve Davis (1991) göre, genel müdürün yönetim kurulunun bir üyesi olması halinde, genel müdürün bireysel amaçlardan ziyade firma amaçlarını gerçekleştirme noktasında daha fazla çaba göstereceği ifade edilmektedir. Temsil teorisi ikilik uygulamasının bir firmada söz konusu olması halinde üst yönetim ile çatışmaların olacağı ve özellikle karar alma süreçlerinin etkin ve hızlı olmayacağı bu durumun ise firma performansını azaltacağını ifade etmişlerdir. Bu nedenle temsil teorisine göre ikilik ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki vardır ve aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir.

H1: İkilik ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki vardır.

3. Literatür Taraması

İkiliğin firma performansı üzerindeki etkisi ampirik olarak ilk kez Berg ve Smith (1978) tarafından yapılmıştır. 200 ABD firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında yazarlar, ikilik ile firma performans göstergeleri olarak kullandıkları varlıkların karlılığı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucunda istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde

edilmiştir. Berg ve Smith (1978) tarafından yapılan bu çalışma sonucunda konuya olan ilgi artmış ve özellikle gelişmiş ülkelerde konuyla ilgili çok sayıda ampirik çalışma yapılmıştır. Söz konusu çalışmalardan önemli olanları aşağıda özetlenmiştir.

Recher ve Dalton (1991) Fortune 500'e kayıtlı 141 firma üzerine yaptıkları çalışmalarında ikilik ile örgütsel performans arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda vekalet teorisi ile tutarlı bir biçimde ikilik ile performans arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. 337 ABD firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında Donaldson ve Davis (1991) temsil teorisi ile tutarlı biçimde ikilik ile firma performans göstergesi olarak kullanılan özsermaye karlılığı ve hisse senedi getirileri arasında pozitif ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. 12 farklı endüstride yer alan toplam 192 ABD verisini kullandığı çalışmada Boyd (1995) hem vekalet hem de temsil teorisini destekler kanıtlara ulaşmıştır. 149 ABD firma verisinde yararlandıkları çalışmalarında Desai ve diğerleri (2003) ikilik ile firma performans göstergeleri arasında negatif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı ilişkiler tespit etmişlerdir.

Yukarıda özetlenen çalışmalardan farklı olarak Brockmann ve diğerleri (2004) 685 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında iflas riski ile karşı karşıya olan firmalarda ikilik ve prestijin iflas riski üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda ikiliğin iflas riski üzerinde etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Braun ve Sharma (2007) aile kontrolünde bulunan firmalarda ikilik ve performans arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında anlamlı sonuçlar elde edememişlerdir. Buna karşın yazarlar aile

sahiplik oranının az olduğu firmalarda ikilik uygulamasının düşük olduğu ve bu firmaların performanslarının yüksek olduklarını belirlemişlerdir. 290 ABD firma verisini kullandıkları çalışmalarında Kim ve diğerleri (2009) ikilik ve kurumsal çeşitlendirme arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda çeşitlendirmenin olduğu firmalarda ikiliğin mevcut olduğu ortaya konmuştur.

İkiliğin firma performansı üzerindeki etkisine yönelik gelişmekte olan ülkelerde de sınırlı sayıda da olsa literatür mevcuttur. Tian ve Lau (2001) Çin borsası üzerine yaptıkları ve toplam 113 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında ikilik ile firma performans göstergesi olarak kullandıkları varlıklardan elde edilen karlılık ve öz sermaye karlılığı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında temsil teorisini destekler biçimde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. Malezya firmaları üzerine yaptığı çalışmasında Abdullah (2004) ikilik ile firma performans göstergeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edememiştir. Toplam 2905 gözlem sayısından yararlandıkları çalışmalarında Bai ve diğerleri (2004) Çin borsasında ikilik ve performans göstergesi olarak kullandıkları Tobin's q arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda temsil teorisini destekler kanıtlara ulaşılmıştır. 337 Mısır firması üzerine yaptığı çalışmasında Elsayed (2007) ikilik ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlara ulaşmıştır. Yazar daha sonra örneklem hacmini sektörel ayırma tabi tutmuş ve bazı sektörlerde vekalet teorisini destekleyen sonuçlara ulaşmıştır.

22 Gana firması verisinden yararlandığı çalışmasında Abor (2007) ikilik ile firma borçları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yaptığı analiz sonucunda pozitif ve istatis-

tiksel olarak anlamlı sonuçlar elde etmiştir. Yazar ortaya çıkan bu durumu toplam kaynakları içerisinde borç oranı yüksek olan firmaların ikiliği tercih ettikleri şeklinde yorumlamıştır. Hong Kong borsasına kayıtlı 128 firma verisinden yararlandıkları çalışmalarında Lam ve Lee (2008) ikilik ile performans göstergeleri arasında pozitif ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. Bu anlamlılığın özellikle devlet kontrolünde bulunan firmalarda daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın aile kontrolünde bulunan firmalarda anlamlı olmayan sonuçlar görülmüştür.

4. Örneklem ve Metodoloji

Türk Sermaye Piyasa'sında ikilik uygulamasının firma performansı üzerindeki etkisini inceleyen bu çalışmada İMKB'ye kayıtlı 183 firmanın 2006-2007 yıllarına ait verilerinden yararlanılmıştır. Varlık yapılarının farklı olmasından dolayı mali sektörde yer alan firmalar analiz kapsamı dışında tutulmuştur. Çalışmada ayrıca örneklem hacmi ikilik uygulamasının olduğu ve olmadığı firmalar olarak iki alt gruba ayrılmış ve böylece kapsam genişletilmiştir.

Çalışmada bağımlı değişken olarak finansal performans kullanılmıştır. Kurumsal yönetim üzerine yapılan çalışmalarda finansal performans olarak iki alternatif yaklaşımdan yararlanıldığı görülmektedir. Birinci yaklaşım (ör. Tian ve Lau 2001; Abdullah, 2004; Fosberg, 2007; Peng ve diğerleri, 2007) finansal performans göstergeleri olarak muhasebe esaslı ölçütleri esas almaktadır. İkinci yaklaşım (ör., Rechner ve Dalton, 1991; Sridharan ve John, 1998; Desai ve diğerleri, 2003; Bai ve diğerleri, 2004; Cheng ve diğerleri, 2008, Schmid ve Zimmermann, 2009) piyasa esaslı ölçümleri (özellikle Tobin's q) kullanılmışlardır. Bu çalışmada muhasebe e-

saslı iki gösterge kullanılmıştır. Bunlar; Varlıklardan elde edilen karlılık (VKAR) ve öz sermaye karlılığıdır (OKAR). VKAR, firma net karının toplam varlıklara OKAR ise net karın öz sermayeye oranlanması ile hesaplanmıştır.

Çalışmada piyasa esaslı performans göstergesi olarak Tobin's q kullanılmıştır. İlk olarak 1969 yılında James Tobin tarafından hesaplanmış olan bu oran firmanın pazar değerinin varlıkların yerine koyma maliyetine oranlanması ile hesaplanmaktadır. Uygulamada yerine koyma maliyetinin hesaplanması güçtür. Bu nedenle Tobin's q oranı daha sonra Linderberg ve Ross (1981), Lewellen ve Badrinath (1997) ve Chung ve Pruitt (1994) tarafından tekrar hesaplanmıştır. Chung ve Pruitt (1994) tarafından geliştirilen yaklaşık Tobin's q değeri şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Yaklaşık } Q = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}$$

MVE, firmanın hisse senedinin piyasa fiyatı ile hisse senedi sayısının çarpımını,

PS, tercihli hisse senedinin fiyatı ile hisse senedi sayısının çarpımını,

DEBT, firmanın borçlarını,

TA, toplam varlık tutarını göstermektedir.

Chung ve Pruitt (1994) tarafından geliştirilen yaklaşık q değerinin hesaplanmasında varlıkların yerine koyma maliyetinin defter değerine eşit olduğu varsayılmaktadır. Çalışmada q oranının hesaplanmasında Chung ve Pruitt (1994) formülü esas alınmış ve Q değeri şöyle hesaplanmıştır:

$$Q_{it} = \frac{\text{Piyasa Değeri}_{it}}{\text{Defter Değeri}_{it}}$$

Çalışmadaki temel bağımsız değişken IKILIK'tir. IKILIK değişkeni, kukla değişken kullanılarak hesaplanmıştır. Bir firmanın genel müdürü aynı zamanda firma yönetim kurulu üyesi ise İkilik değişkeni 1, aksi halde 0 değerini almaktadır.

Çalışmada ayrıca dört kontrol değişkeni kullanılmıştır. Bunlar; yönetim kurulu büyüklüğü (KURUL), firma büyüklüğü (BUYUK), firma borçlanma oranı (KAL) ve firma yaşıdır (YAS). Yönetim kurulu büyüklüğü ve firma performansı üzerine yapılan çalışmalarda (ör., Lipton ve Lorch, 1992; Yermack, 1996; Eisenberg ve diğerleri, 1998; Bonn ve diğerleri, 2004; Cheng ve diğerleri, 2008) büyüklük ile performans arasında negatif bir ilişkinin varlığı ortaya konmuştur. Çalışmada KURUL değişkeni, ilgili yıllarda analiz kapsamında yer alan firmaların yönetim kurulundaki üye sayısı esas alınarak hesaplanmıştır. Önceki yıllarda yapılan çalışmalarda (ör., Wernerfelt ve Montgomery, 1988; Barnhart ve Rosenstein 1998) firma büyüklüğü ile performans arasında bir ilişkinin var olduğu ortaya konmuştur. Bu nedenle çalışmada firma büyüklüğü (BUYUK) kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. BUYUK değişkeni, firma toplam varlıklarının doğal logaritması alınarak hesaplanmıştır. Baliga ve diğerleri (1996) ikilik ve performans arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında firma borçlanma oranını kontrol değişkeni olarak kullanmışlardır. Borçlanma oranı, vekalet maliyetlerini kontrol altına almada kullanılan bir mekanizmadır. Bu nedenle çalışmada borçlanma oranı (KAL) bir kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. KAL değişkeni, firma toplam borçlarının toplam varlıklara oranlanması ile hesaplanmıştır. Çalışmada ayrıca firma yaşı da (YAS) kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Mishra ve McConaughy (1999) işletme karakterinin ve şirket amaçlarının firma yaşına bağlı olarak farklılaştığını tespit etmişlerdir. YAS değişkeni, sürekli bir değişkendir ve firmanın kurulduğu yıl ile 2007 yılı arasındaki fark alınarak hesaplanmıştır.

Konuya ilişkin teorik ve yukarıda özetlenen ampirik çalışmalar (ör., Lam ve Lee, 2008; Elsayed, 2007; Peng ve diğerleri 2007) esas alınarak ikiliğin firma performansı üzerindeki etkisini incelemek üzere aşağıdaki model geliştirilmiştir:

$$PERFORMANS (VKAR, OKAR, Q)_{it} = \beta_0 + \beta_1 (İKİLİK) + \beta_2 (KURUL) + \beta_3 (BUYUK) + \beta_4 (KAL) + \beta_5 (YAS) + \epsilon_{it}$$

Modelde yer alan her bir değişken aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

VKAR: Net Kar/Toplam Varlıklar

OKAR: Net Kar/Öz Sermaye

Q: Piyasa Değeri/Defter Değeri

İKİLİK: Kukla değişken. Genel Müdür aynı zamanda Yönetim Kurulu Üyesi ise 1, aksi halde 0.

KURUL: Yönetim kurulundaki üye sayısı

BUYUK: Firma toplam varlıklarının doğal logaritması

KAL: Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar

5. Sonuç ve Genel Değerlendirme

Ampirik analizlerde regresyon, korelasyon analizleri ile t testinden yararlanılmıştır. Tablo 1'de değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistik ve t testi sonuçları yer almaktadır. Tablodan görüldüğü gibi tüm firmalara ilişkin tanımlayıcı istatistik sonuçlarının yanı sıra örneklem hacmi ikiliğin olduğu ve olmadığı firmalar olarak iki alt gruba ayrılmış ve böylelikle söz konusu iki alt grup açısından özellikle performans arasında bir farklılığın olup olmadığı incelenmiştir.

Tüm örnekleme ilişkin tanımlayıcı istatistik sonuçları incelendiğinde analiz kapsamında yer alan firmaların varlıklardan elde ettiği karlılığın (ROA) % 5 civarında olduğu buna karşın öz sermaye karlılığının (ROE) ise % 7 olduğu görülmektedir. Firma büyüme göstergesi olan Tobin Q'nun ortalama değeri ise 1,91 bulunmuştur. Ayrıca firmaların ortalama 32 yaşında olduğu görülmektedir.

T testinde ikiliğin söz konusu olduğu ve olmadığı firmaların performansları arasında bir farklılık olup olmadığı araştırılmıştır. Test sonuçları incelendiğinde ikilik uygulamasının olmadığı firmaların performanslarının, uygulamanın olduğu firma performanslarına göre oldukça yüksek olduğu görülmüştür.

İkilik uygulamasının söz konusu olmadığı ve analiz kapsamında incelenen firmaların ROA, ROE ve Q değerleri sırasıyla % 7, % 10 ve 2,1311 iken söz konusu oranlar ikiliğin olduğu firmalarda % 3, % 4 ve 1,7226 bulunmuştur. Diğer bir ifade ile ikilik uygulamasının söz konusu olmadığı firmalar, uygulamanın olduğu firmalara göre daha iyi performans göstermişlerdir. Bu durum ikilik uygulamasının firma performansı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğu şeklinde değerlendirilebilir.

T testi sonuçlarında ayrıca ikiliğin olmadığı firmaların olan firmalara göre nispeten daha deneyimli oldukları söylenebilir. İkiliğin olmadığı firmaların ortalama olarak yaşı 33 iken, ikiliğin olduğu firmaların yaklaşık olarak 30 yaşında olduğu görülmektedir.

Tablo 1: Tanımlayıcı İstatistik ve T Testi

DEĞİŞKENLER	TÜM FİRMALAR			İKİLİĞİN OLMADIĞI FİRMALAR			İKİLİĞİN OLDUĞU FİRMALAR			ORTALAMA FARKLIĞI	T TESTİ
	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ST. HATA	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ST. HATA	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ST. HATA		
VKAR	366	,0560	,1206	166	,0789	,1316	200	,0319	,0997	,04698	3,886***
OKAR	366	,0746	,2044	166	,1015	,2198	200	,0462	,1883	,05524	2,652***
Q	366	1,9108	1,7804	166	2,1311	2,2836	200	1,7226	1,2015	,40850	2,094**
İKİLİK	366	,5437	,4987								
KURUL	366	6,5137	1,9594	166	6,4910	1,8655	200	6,3593	1,8731	,13174	,639
BUYUK	366	8,3172	,6541	166	8,2964	,5961	200	8,2866	,6881	,00976	,137
KAL	366	,2458	,2802	166	,2412	,2747	200	,2538	,2773	-,01262	-,463
YAS	366	32,42	14,5727	166	33,19	14,32	200	30,91	14,39	2,2754	1,367

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

Tablo 2’de ampirik analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin korelasyon tablosu sonuçları yer almaktadır. Tablodan görüldüğü gibi İKİLİK ile firma performans göstergeleri arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. İkilik ile VKAR arasında % 1, OKAR ve Q arasında ise % 5 düzeyinde negatif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Korelas-

yon tablosundan elde edilen önemli bir bulgu da, yönetim kurulu büyüklüğü (KURUL) ile firma performans göstergeleri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğudur. Bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon düşük ve 0,50’nin altındadır. Diğer bir ifade ile modelde çoklu korelasyon problemi yoktur.

Tablo 2: Korelasyon Tablosu

DEĞİŞKENLER	VKAR	OKAR	Q	İKİLİK	KURUL	BUYUK	KAL	YAS
VKAR	1							
OKAR	0,891**	1						
Q	0,197**	0,176**	1					
İKİLİK	-0,174**	-0,120*	-0,113*	1				
KURUL	0,194**	0,173**	0,072	0,011	1			
BUYUKLUK	0,249**	0,300**	-0,017	0,029	0,491**	1		
KAL	-0,098	-0,075	0,084	0,015	0,029	0,093	1	
YAS	0,145**	0,162**	-0,119*	-0,049	0,189**	0,310**	-0,046	1

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

Tablo 3’de ikilik ile firma performansı arasında ilişkileri gösteren regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Model 1’de ikilik ile firma performans göstergesi olarak kullanılan VKAR arasındaki ilişki araştırılmıştır. Sonuçlar incelendiğinde VKAR ile ikilik arasında negatif ve % 1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığın olduğu görülmektedir. İkilik ile OKAR arasındaki ilişkiyi inceleyen Model 2 sonuçlarına bakıldığında Model 1 ile tutarlı bir biçimde negatif ve % 1 düzeyinde istatistiksel bir anlamlılık söz konusudur. Her iki modelde de bağımlı değişkenler ile kontrol değişkeni olarak kullanılan KAL arasında

negatif ve KURUL ile BUYUK değişkeni arasında ise pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Buna karşın katsayıların anlamlılığı düşüktür. Öte yandan ikilik ile Q arasındaki ilişkinin incelendiği Model 3’te negatif ve % 1 düzeyinde istatistiksel bir anlamlılık söz konusudur. Önceki modeller ile karşılaştırıldığında değişken (İKİLİK) katsayısının daha yüksek olduğu görülmektedir. Her üç modeldeki F istatistik değeri % 1 düzeyinde anlamlıdır. Fakat R² değerleri üç modelde de düşüktür. Tüm bu sonuçlar H1 hipotezimizi destekler niteliktedir. Diğer bir ifade ile vekalet teorisi ile tutarlı bir biçimde bir firmada

genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının firma performansı

üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır

Tablo 3: İkilik ve Firma Performansı

DEĞİŞKEN VE PARAMETRELER	MODEL 1 Bağımlı Değişken: VKAR	MODEL 2 Bağımlı Değişken: OKAR	MODEL 3 Bağımlı Değişken: Q
SABİT	-0.272 ***	-0.660 ***	2.770 **
İKİLİK	-0.043 ***	-0.051 ***	-0.432 ***
KURUL	0.005	0.002	0.106 **
BUYUK	0.038 ***	0.089 ***	-0.111
KAL	-0.049 **	-0.071 **	0.508
YAS	0.000	0.001	-0.016 ***
F-İstatistik	9.551***	9.884***	3.399***
Düz. R ²	0.105	0.108	0.032
Gözlem Sayısı	366	366	366

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

Bu çalışmanın temel amacı, firma yöneticisinin aynı zamanda genel müdür olmasının (ikilik) firma performansı üzerindeki etkisini incelemektir. Bu amaç ile İMKB'ye kayıtlı 183 firmanın 2006-2007 yıllarına ilişkin verilerinden yararlanılmıştır. Yapılan ampirik analizlerde regresyon ve korelasyon analizleri ile t testinden yararlanılmıştır.

Konuya ilişkin teorik tartışmalarda iki teori ön plana çıkmaktadır. Bunlar; Vekalet teorisi ve temsil teorisidir. Vekalet teorisi bir firmada ikiliğin söz konusu olmasının firma performansını azaltan bir unsur olarak görmektedir. Buna karşın vekalet teorisine alternatif olarak geliştirilen temsil teorisi ikiliğin gerekliliğini öne sürmekte ve bir firmada ikiliğin varlığı halinde güçlü bir liderlik yapısı ve daha etkili hızlı karar alma süreçlerinin olacağı bu durumun ise firma performansını olumlu etkileyeceğini öne sürmektedir.

Konuyla ilgili yapılan ampirik çalışmalar incelendiğinde karma sonuçların elde edildiği görülmektedir. Diğer bir ifade ile ikilik ile firma performansı arasında pozitif ilişkinin varlığını ortaya koyan çalışma-

lar olmakla birlikte negatif veya ilişkinin olmadığını gösteren çalışmalara da rastlanılmaktadır.

Türk Sermaye Piyasası üzerine yapılan bu çalışma sonucunda vekalet teorisini destekler biçimde ikilik ile firma performansı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler görülmüştür. Çalışmada firma performans göstergeleri olarak ROA, ROE ve Tobin Q değerleri kullanılmıştır. Kurulan tüm modellerde ikilik ile söz konusu göstergeler arasında negatif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı ilişkiler belirlenmiştir. Özellikle piyasa esaslı performans göstergesi olarak Model 3'te ikiliğin negatif etkisinin daha yüksek olduğu görülmektedir.

Kaynakça

- Abdullah, S. (2004) "Board Composition, CEO Duality and Performance among Malaysian Listed Companies", *Corporate Governance*, 4, 47-61.
- Abor, J. (2007) "Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms", *Corporate Governance*, Vol. 7, No. 1, 83-92.
- Bai, C., Liu, Q., Lu, J., Song, F., ve Zhang, J. (2004) "Corporate governance and market valuation in China", *Journal of Comparative Economics*, 32: 599-616.

- Baliga, B. R., R. C. Moyer ve R. S. Rao. (1996), "CEO Duality and Firm Performance: hat's the Fuss?", *Strategic Management Journal* 17: 41-53.
- Barnhart, S. W., ve Roseinstein, S., (1998), "Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis", *The Financial Review*, Vol. 33, 1-16.
- Berg, S.V. ve Smith, K. (1978) "CEO and board chairman: a quantitative study of dual vs. Unitary board leadership", *Directors and Boards*, 3, 1, 34-39.
- Berle, A. and Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Bonn, I., Yoshikawa, T., ve Phan, P. H. (2004), "Effects of Board Structure on Firm Performance: A Comparison between Japan and Australia", *Asian Business & Management*, Vol. 3, ss. 105-125.
- Boyd, B. (1995) "CEO duality and firm performance: A contingency model", *Strategic Management Journal*, 16: 301-312.
- Braun, M., ve A. Sharma (2007), "Should the CEO Also Be Chair of the Board? An Empirical Examination of Family-Controlled Public Firms" *Family Business Review*, 20, 2, 111-126.
- Brockmann, E. N., J. J. Hoffman, D. D. Dawley ve C. J. Fornaciari (2004) "The Impact of CEO Duality and Prestige on a Bankrupt Organization", *Journal of Managerial Issues*, Vol. XVI, No. 2, 178-196.
- Cheng, C-W., J. B. Lin ve B. Yi (2008), "CEO Duality and Firm Performance: An Endogenous Issue", *Corporate Ownership & Control*, Vol. 6, Issue. 1, 58-65.
- Chung, Kee H. ve Stephen W. Pruitt, (1994), "A Simple Approximation of Tobin's q", *Financial Management*, C: 23, No: 3, ss. 70-74.
- Desai, A., M. Kroll ve P. Wright (2003), "CEO Duality, Board Monitoring, and Accounting Performance: A Test of Competing Theories", *Journal of Business Strategies*, 20, 2, 137-155.
- Donaldson, L., ve Davis, J. H. (1991) "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, 16 (1), 49-64.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. ve Wells, M. T. (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, No. 1, ss. 35-54.
- Elsayed, K. (2007). "Does CEO Duality Really Corporate Performance?" *Corporate Governance*, Vol. 15, No. 7, 1203-1214
- Faleye, O., (2007), "Does one hat fit all? The case of corporate leadership structure", *Journal of Management and Governance*, Vol. 3, No. 3, 239-259.
- Fama, E. F. ve M. Jensen. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics* 26: 301-325.
- Finkelstein, S., ve D'Aveni, R. (1994) "CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command", *Academy of Management Journal*, 37: 1079-1108.
- Fosberg, R. H. (2007), "Should The CEO Also Be Chairman of the Board?" *Journal of Business & Economic Research*, Vol. 2, No. 7, 59-63.
- Jensen, M. ve Meckling, W. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kim, K-H., H. A. A-Shammari, B. Kim ve S-H. Lee (2009) "CEO duality leadership and corporate diversification behavior", *Journal of Business Research*, 11, 1173-1180
- Lam, T. Y., ve S. K. Lee (2008), "CEO duality and firm performance: evidence from Hong Kong", *Corporate Governance*, Vol. 8, No. 3, 299-316.
- Lewellen, Wilbur G., ve S.G. Badrinath (1997), "On the Measurement of Tobin's q", *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, 77-122.
- Lindenberg, E. B., ve S. A. Ross, (1981), "Tobin's q Ratio and Industrial Organization", *Journal of Business*, January , 1-32.
- Lipton, M., ve Lorsch, J. W. (1992), "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer*, Vol. 48, No. 1, 59-77.
- Mishra, C. S., ve McConaughy, D. L. (1999), "Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23 (4) : 53-64.
- Peng MW, Zhang S, Li X. (2007) "CEO duality and firm performance during china's institutional transitions", *Management and Organization Review* 3 (2):205-25.
- Rechner, P.L. ve Dalton, D.R. (1989) "The impact of CEO as board chairperson on corporate performance", *Academy of Management*, 32 141-143.
- Schmid, M. M., and H. Zimmermann (2009) "Should Chairman and CEO are separated? Leadership Structure and Firm Performance in Switzerland" *Leadership Structure*, April, 182-204.
- Sridharan, U. V., ve C. H. John (1998), "The effects of organizational stability and leadership structure on firm performance", *Journal of Managerial Issues*, 10, 4, 469-484.
- Tian, J. J., ve Lau, C.-M. (2001) "Board composition, leadership structure, and performance in Chinese shareholding companies", *Asia Pacific Journal of Management*, 18: 245-263.
- Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, No. 2, 185-211.
- Wernerfelt, B., and Montgomery, C. A. (1988). "Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance," *American Economic Review*, vol. 78(1), 246-50.