

KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA PERFORMANSI: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDEN KANITLAR

Emel Yücel

Çukurova Üniversitesi, Kozan İşletme Fakültesi,
Yrd. Doç Dr.
eyucel@cu.edu.tr

Özet

Bu çalışmada imalat sanayi firmalarında kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansına etkileri, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar aracılığıyla incelenmiştir. Analizler sonucunda, firmada ikilik uygulaması ile yönetim kurulu büyüklüğündeki artışın performans üzerinde negatif etki yaptığı saptanmıştır. Diğer yandan, firma performansının, firma büyüklüğü ile varlıkların etkin kullanımındaki artıştan olumlu yönde etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Yönetim kurulu büyüklüğü, İkilik, Vekalet teorisi, Firma performansı

Alan Tanımı: Finans, Kurumsal Yönetim (İşletme)

CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE: EVIDENCE DEVELOPED AND EMERGING COUNTRIES

Abstract

In this study, the relationship between corporate governance and firm performance is investigated using the data from the firms operating in the developed countries and emerging countries. The results of analysis showed that the firm performance has statistically significant negative relationship with duality and board size. On the other hand, firm size and efficiency of total assets have positive effect on the firm performance.

Keywords: Board size, Duality, Agency theory, Firm performance,

¹ Araştırma, 2219-Yurt Dışı Doktora Sonrası Araştırma Burs Programı kapsamında TÜBİTAK-BİDEB tarafından desteklenmiştir. Bu çalışma, 14.10.2016 tarihinde Adana'da gerçekleşen IV. Sosyal Bilimler Araştırmaları Konferansı'nda sunulan bildirinin gözden geçirilerek genişletilmiş halidir.

JEL Classification: *G30, G34, L25*

1. GİRİŞ

Kurumsal yönetim, işletme yönetiminde sağladığı standart yaklaşım aracılığıyla, işletmeye taraf kesimlerin faydalarını maksimize etmede bir araç olarak görülmektedir. Yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler açısından denetim ve şeffaflık oluşturarak, vekalet problemlerinin azaltılmasına katkı sağlayabilir. Temsil problemlerinin neden olduğu temsil maliyetleri, Vekalet teorisi (Agency Theory) tarafından açıklanmaktadır. Teori, yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda kararlar alabilecekleri için firmada mevcut pozisyonlarını sağlamlaştırma ve kişisel risklerini azaltma girişiminde bulunabileceklerini öngörür (Jensen ve Meckling, 1976). Karar verme sürecinde yaşanan bu problemler, firma performansı ve dolayısıyla firma değerinde azalmaya yol açabilecek önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Jensen ve Meckling (1976) borç verenler tarafından oluşabilecek denetim mekanizmasının temsil problemlerinin azaltılmasında etkili olabileceğini belirtmektedir. Benzer şekilde Damodaran, John ve Liu (2005) kontrol faydası nedeniyle borç finansmanından yönetsel etkinlik sağlamada yararlanılabileceğini belirtmişlerdir.

Bu çalışmada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyette bulunan borsaya kayıtlı imalat sanayi firmalarında kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansına etkileri 2002-2014 dönemine ait verilerle araştırılmıştır. Bu etkilerin belirlenmesinde, havuzlanmış en küçük kareler tahmin yöntemi, sabit etkiler regresyon analizi, rassal etkiler regresyon analizi ve Sistem GMM (Generalized Method of Moments) tahmin yöntemlerinden yararlanılmıştır. Analizler sonucunda, firmaların bir öndeki dönemde performans değerlerindeki artışın cari dönemdeki performans düzeyine pozitif yönde etki yaptığı belirlenmiştir. Firmaların yönetim kurulu ölçeği arttığında, firma performansının bundan olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir. Yönetim kurulu başkanının aynı zamanda genel müdür olması halinde ise, firma performansının azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte firmaya özgü faktörler ve makroekonomik faktörlerin performans üzerindeki etkileri ortaya konulmuştur.

2. LİTERATÜR

İşletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları, işletmenin kendisinden ve çevresinden kaynaklanan birçok faktöre göre farklı yapılarda ortaya çıkabilmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkedeki halka açık işletmelerde,

hisse senetlerinin çoğunu elinde bulunduran büyük ortaklar bulunabilmektedir (La Porta ve diğ., 1999). Faaliyette bulunulan piyasanın etkinlik düzeyinin ürün piyasasında yaşanan rekabeti etkileyerek yönetici kararlarının etkin verilmesinde baskı unsuru olabileceği düşünülmektedir (Leibenstein, 1966, 1973). Bu doğrultuda piyasada etkinlik düzeyindeki artışın rekabeti artırması ve yöneticinin daha yüksek performans göstermesine ortam hazırlamaktadır (Schmidt, 1997). Benzer şekilde, işletmelerde kurumsal yatırımcı sahipliğinin yüksek olması durumunda, yönetici üzerinde bir denetim mekanizması oluşturularak yönetsel etkinlik sağlanabileceği vurgulanmaktadır (Aghion ve diğ., 2013).

Vekalet teorisine göre, genel müdür ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması durumunda firma performansı bundan olumsuz olarak etkilenebilmektedir (Jensen, 1993). Kontrol ve yönetimin aynı kişide toplanması olarak değerlendirilen bu uygulamada, firmanın karar alma sürecinin etkilenebileceği göz önünde bulundurulmaktadır. Bu durumda yönetim kurulunun bağımsızlığına gölge düşerek, yönetici ve hissedarlar arasında çıkar çatışmalarının yaşanması beklenmektedir. Daily ve Dalton (1994) iflas yaşayan firmalarda yönetimde ikilik olgusunun yüksek olduğunu belirtmişlerdir. Parker, Peters ve Turetsky (2002) yönetsel sahipliğin artması halinde firmanın faaliyetlerini devam ettirebilme olasılığının arttığını belirtmişlerdir. Bhagat ve Bolton (2008) kurumsal yönetim, firma performansı, sermaye yapısı ve sahiplik yapısı arasındaki iç ilişkileri birlikte ele alarak incelemişlerdir. Çalışmada 1990-2004 dönemine ait dengesiz panel veriler kullanılmıştır. Yönetim kurulu üyelerinin hisse senedi sahiplik oranları firma performansının pozitif korelasyona sahip olduğunu buna karşın yönetim kurulunda bulunan bağımsız üye oranı ile performans arasında negatif korelasyon olduğu belirtilmiştir. Bhagat ve Bolton (2013) çalışmalarında ise, yönetici sahipliği ile firma performansı arasında pozitif ilişki olduğunu, ikilik uygulaması arttığında faaliyet performansının bu artıştan negatif yönde etkilendiğini ortaya koymuşlardır. Yönetim kurulu ölçeği ile performans arasında negatif ilişki olduğu belirtilmiştir. Platt ve Platt (2012), yönetim kurulunun yapısı ve özelliklerinin firma performansını etkilediğini belirterek, yönetim kurulunda kademeli üye seçimi (staggered board) yapılması halinde, firmaların devamlılığını sağlayabilme olasılığının arttığını ortaya koymuşlardır. Kula (2005) Türkiye’de faaliyette bulunan firmalar üzerinde uyguladığı anket çalışmasıyla yönetim kurulunun yapısının performansa etkilerini incelemiştir. Çalışmada, ikilik ile performans arasında negatif ilişki olduğu belirtilerek, yönetim kurulunun büyüklüğü ile performans arasında anlamlı bir bulguya ulaşılamamıştır. Firma büyüklüğü ile performans arasında pozitif ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Aygün ve İç (2010)

çalışmalarında İMKB'ye kayıtlı 183 firmaya ait veriler üzerinden genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması durumunda firma performansının bundan etkilenip etkilenmeyeceğini araştırmışlardır. Performans ölçütü olarak, varlıkların karlılığı, özsermaye karlılığı ve Tobin-Q değerlerinin dikkate alındığı analizler sonucunda, firma yönetiminde ikilik durumunun söz konusu olması halinde firma performansının bundan olumsuz etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır. Ersoy ve diğ. (2011), İMKB-100 endeksindeki 51 firmanın 1998-2007 dönemine ait verileri üzerinden kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Performans ölçütü olarak Tobin-Q ve anormal getirilerin kullanıldığı çalışmada, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi veya başkanı olmaması durumu ile firma performansı arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yönetici sahipliği ile performans arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki elde edilemediği belirtilmiştir. Gökçen ve diğ. (2012), çalışmalarında İMKB'de kurumsal yönetim endeksine kayıtlı olan firmalar ile kayıtlı olmayan firmaları performans açısından karşılaştırmışlardır. Kurumsal yönetim endeksine kayıtlı olan firmaların daha yüksek performans düzeylerine sahip oldukları, bu firmaların piyasa değerinde artış olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Acaravcı ve diğ. (2015), Türkiye'de imalat sanayi sektöründe faaliyette bulunan firmalar açısından kurumsal yönetim uygulamaları ve performans arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmada 126 firmanın 2005-2011 dönemine ait verileri kullanılarak regresyon tahminleri yapılmıştır. Aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve Tobin-Q şeklinde dikkate alınan performans ölçüleri bağımlı değişkenler olarak analize tabi tutulmuştur. Performansı açıklayan faktörler ise, 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 üyesi olup olmadığı, yönetim kurulu üyelerinin sahiplik oranı, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı olarak dikkate alınmıştır. Çalışmada, halka açıklık oranı, kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı ve kaldıraç oranının firmanın aktif karlılığı olarak dikkate alınan performans değişkeni üzerinde negatif etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Buna karşın, yönetim kurulu büyüklüğü ile firma büyüklüğünün performans üzerinde negatif etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

3. VERİ SETİ VE METODOLOJİ

Çalışmanın analizleri, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki borsaya kayıtlı imalat sanayi firmalarının verileri aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Analize konu ülkeler arasından gelişmiş ülkeler, Amerika, İngiltere, Almanya, Fransa, Avusturya ve Hollanda iken, gelişmekte olan ülkeler Türkiye, Hindistan, Brezilya, Güney Kore, Güney Afrika ve Tayvan'dır. Analiz dönemi 2002-2014 dönemi olarak dikkate alınmıştır. Analize konu toplam firma sayısı 753 olup, analiz döneminin belirlenmesinde firmaların kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin verilerin yayınlanma dönemi etkili olmuştur. Gelişmiş ülkelerde söz konusu verilere 2002 yılından itibaren ulaşılabilirken, gelişmekte olan ülkelerin çoğunlukla 2007 yılından sonra kurumsal yönetim verilerini yayınladıkları görülmektedir. Veriler, Worldscope veri tabanından Datastream aracılığıyla elde edilmiştir. Analiz aşamasında Stata 13 paket programından yararlanılmıştır.

Regresyon tahminlerinde bağımlı değişkene ilişkin dinamik etkiler dikkate alınarak araştırma modeline bağımlı değişkene ait gecikmeli değer dahil edilmiştir. İlk olarak dengesiz panel veri kullanılarak havuzlanmış en küçük kareler tahmin yöntemi uygulanmıştır. İkinci aşamada, rassal etkiler ve sabit etkiler varsayımı altında regresyon tahminleri yapılmıştır. Son olarak, kurumsal yönetim uygulamalarının içsellik problemine (endogeneity problem) neden olabileceği dikkate alınarak, Sistem GMM yöntemi ile regresyon tahminleri elde edilmiştir. Dinamik panel modellerin tahmininde sıklıkla kullanılan yöntem Arellano ve Bover (1995) / Blundell ve Bond (1998), Sistem GMM tahmincisidir. Tahminlerin geçerli olabilmesi için, araç değişkenlerin tam ve doğru olarak kullanılması ve araç değişkenlerin asıl değişkenleri tam olarak yansıtması gerekmektedir. Ayrıca, birinci fark eşitliğinin hata terimleri arasında ikinci dereceden otokorelasyon olmamalıdır. Araç değişkenlerin geçerliğinin belirlenmesinde Sargan Test istatistiği kullanılmıştır.

Araştırma modeli, kurumsal yönetim ve performans arasındaki ilişki açısından literatürde yer alan teorik çerçeve ve öngörüler göz önünde bulundurularak oluşturulmuştur. Bu doğrultuda, kurumsal yönetim özellikleri, firma firmaya özgü faktörler ve makro ekonomik faktörler dikkate alınarak araştırma modeli oluşturulmuştur. Araştırma modeli aşağıdaki gibidir;

$$\text{Performans}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1(\text{Y.K. Ölçeği})_{it} + \beta_2(\text{Yönetici Sahipliği})_{it} + \beta_3(\text{İkilik})_{it} + \beta_4(\text{Kademeli Y.K.})_{it} + \beta_5(\text{Y.K. Uzmanlık})_{it} + \beta_6(\text{İcrai Gör. Olmayan Y.K.Ü.})_{it} + \beta_7(\text{Firma Büyüklüğü})_{it} + \beta_8(\text{Borç Oranı})_{it} + \beta_9(\text{Yatırım Fırsatları})_{it} + \beta_{10}(\text{Varlık Etkinliği})_{it} + \beta_{11}(\text{GSYİH Büyüme})_{it} + \varepsilon_{it}$$

Eşitlikte i analize dahil edilen firmaları ($i=1, \dots, N$), t ise analiz dönemini ($t=1, \dots, T$) ifade etmektedir. Bağımlı değişken performans ölçüsü olup, “Faiz ve Vergiden Önceki Kar/Toplam Varlıklar” oranı şeklinde hesaplanmıştır. *Yönetim kurulu ölçeği*, yönetim kurulu üye sayısının logaritması şeklinde hesaplanmıştır. Yönetim kurulunun ölçeği dikkate alındığında, büyük yönetim kurullarında daha fazla uzmanlığa sahip kişilerin görev alabileceği ve bunun karar alma sürecinde etkinlik sağlayacağı düşünülmektedir. Büyük ölçekli yönetim kurullarının firmada maliyetleri artırabileceği de değerlendirilmektedir. *Yönetici sahipliği*, yöneticilerden %5 ve daha fazla hisseye sahip olanların oranını ifade etmektedir. Yönetici sahipliği ile performans arasındaki ilişki, yöneticilerin hissedar pozisyonunda olmasının kendi faydalarını maksimum yapacak davranışlarda bulunacakları ve bunun firma açısından olumlu katkı sağlayarak daha yüksek performans değeri elde edilebilmesine ortam hazırlayacağı düşünülmektedir. *İkilik*, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunu ifade etmektedir. Firmada genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması halinde 1, diğer durumda 0 şeklinde belirlenen kukla değişken kullanılmıştır. *Kademeli yönetim kurulu*, yönetim kurulu üye seçiminin kademeli olarak yapılmasını ifade etmektedir. Firmalarda kademeli yönetim kurulu üye seçimi olması durumunda 1, diğer durumda 0 kullanılan kukla değişken aracılığıyla ölçülmüştür. *Yönetim kurulu uzmanlık* değişkeni, yönetim kurulu üyeleri arasında belirli bir alanda özel uzmanlığa sahip olan yönetim kurulu üyelerinin oranı kullanılarak hesaplanmıştır. *İcrai görevi olmayan yönetim kurulu üyesi*, yönetim kurulu üyelerinden şirket faaliyetlerinde icrai yetkisi olmayan kişilerin yüzde oranı şeklinde belirlenmiştir. *Firma büyüklüğü*, i . firmanın ilgili yıldaki toplam piyasa değerinin logaritmasını ifade etmektedir. *Borç oranı*, firmanın “Toplam Borç/Toplam Varlıklar” oranı şeklinde analize dahil edilmiştir. *Yatırım fırsatları* değişkeni, “Sermaye Harcamaları/Net Satışlar” oranı aracılığıyla ölçülmüştür. *Varlık Etkinliği*, firmada toplam varlıkların etkin kullanımını ifade etmektedir ve “Net Satışlar/Toplam Varlıklar” oranı şeklinde hesaplanmıştır. *Gayri Safi Yurt İçi Hasıla’daki Büyüme* değişkeni, reel gayri safi yurt içi hasıladaki yüzde değişim olarak dikkate alınmıştır. Modelde α_{it} , sabit terim ve ε_{it} ise hata terimini ifade etmektedir.

Regresyon analizleri tutarlı ve geçerli olabilmesi için en küçük kareler tahmin yöntemlerinin varsayımları incelenmelidir. Değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi (Multicollinearity), varyans artış faktörü Variance Inflation Factors-VIF) aracılığıyla incelenmiş ve ortalama VIF değeri 1.16 düzeyinde elde

edilmiş olup, çoklu doğrusal bağlantı olmadığına işaret etmektedir. Ayrıca, spesifik etkiler ve açıklayıcı değişkenler arasındaki ilişki Hausman test istatistiği ile belirlenebilmektedir(Hausman, 1978). Sabit etkiler regresyon tahminlerinin rassal etkiler regresyon tahminlerine göre tutarlı olduğu belirlenmiştir(χ^2 :771.69, p:0.000). Değişen varyans problemi Breusch-Pagan /Cook-weisberg testi ile araştırılmış ve test sonucu doğrultusunda dayanıklı (robust) tahminler yapılmıştır(χ^2 :131.27, p:0.000).

3. BULGULAR

Çalışmanın analizleri aşamasında, araştırma modelinde yer alan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler hesaplanarak veri setini oluşturan firmaların genel özellikleri ortaya konulmuştur. İkinci aşamada araştırma modelinde yer alan değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisi incelenerek, kurumsal yönetim uygulamaları ve performans arasındaki ilişkinin yönü belirlenmiştir. Son olarak regresyon tahminleri yapılmış ve performansı etkileyen faktörlerin etki katsayıları ve bu etkilerin yönü ortaya konulmuştur.

Araştırma modelinde yer alan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 1’de yer almaktadır.

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler

	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Performans	9262	0.0967	0.1129	-2.0153	0.4757
Y. K Ölçeği	6065	10.4877	3.0733	1	28
Yönetici Sahipliği	3595	0.1939	0.2048	0	0.9848
İkilik	6078	0.5229	0.4995	0	1
Kademeli Y.K.	5489	0.5198	0.4997	0	1
Y.K. Uzmanlık	5473	0.5502	0.2404	0	1
İcrai G.O. Y.K.Ü.	5884	0.8174	0.1500	0	1
Firma Büyüklüğü	9069	15.1891	1.5212	7.0229	20.2886
Borç Oranı	9391	0.2437	0.1887	0	3.4778
Yatırım Fırsatları	9318	0.0625	0.1057	0	3.5006
Varlık Etkinliği	9395	0.9644	0.4887	0	6.6
GSYİH Büyüme	9395	0.0827	0.0893	-0.155	0.631

Tablo 1'e göre firmalarda ortalama performans düzeyi %9.7 ve yönetim kurulu büyüklüğü, ortalama 10 kişiden oluşmaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin firmanın hisse senedi sahipliği %5 ve daha fazla olanların oranı ortalama %19.3 olarak tespit edilmiştir. İkilik uygulaması, ortalama %52.3 düzeyindedir. Yönetim kurulu üyelerinin kademeli olarak seçilmesi ise, ortalama %51.98 civarındadır. Yönetim kurulu üyelerinin belirli bir alanda uzmanlığa sahip olma oranları %55.02 seviyesindedir. Firmada icrai bir görevde bulunmayan yönetim kurulu üyelerinin oranı ortalama 0.82 civarındadır. Firmaların ortalama borç oranı %24.4, yatırım fırsatları %6.3 ve varlık etkin kullanılma oranı %96.4 seviyelerindedir. GSYİH'daki büyüme oranı %8.3 olarak ortaya konulmuştur.

Değişkenlere ait korelasyon analizi sonuçları Tablo 2'de sunulmuştur. Tablo 2'de değişkenler arasındaki en yüksek korelasyon ilişkisi 0.41 düzeyinde firma büyüklüğü ve yönetim kurulu ölçeği arasında elde edilmiştir. En düşük korelasyon ilişkisi ise, 0.026 düzeyinde kademeli yönetim kurulu ile yönetim kurulu ölçeği arasında tespit edilmiştir. Firma performansının, ikilik, firma büyüklüğü, varlık etkinliği ve GSYİH'daki büyüme ile pozitif korelasyon ilişkisine sahip olduğu saptanmıştır. Buna karşın performansın, icrai görevi olmayan yönetim kurulu üyesi, borç oranı ve yatırım fırsatları değişkenleri ile istatistiksel açıdan anlamlı negatif korelasyon ilişkisine sahip olduğu belirlenmiştir. Yönetim kurulu ölçeği, yönetici sahipliği, kademeli yönetim kurulu ve yönetim kurulundaki uzman üye oranı açısından istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyon ilişkisi elde edilememiştir.

Araştırmada, havuzlanmış en küçük kareler, rassal etkiler, sabit etkiler ve sistem GMM tahmin yöntemleri kullanılarak regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir. Her bir tahmin yöntemi iki model üzerinden uygulanmıştır. Bu modellerden ilki firmaya özgü faktörler ve kurumsal yönetim değişkenlerini içermektedir. İkinci modellerde ise, makroekonomik faktörler ve ülke kukla değişkenleri eklenmiştir. Regresyon analizleri sonucunda elde edilen bulgular Tablo 3'te karşılaştırmalı olarak sunulmuştur.

Tablo 2. Korelasyon Analizi

	Performans	Y.K. Ölçeği	Yönetici Sahipliği	İkilik	Kademeli Y.K.	Y.K. Uzmanlık	İcrai G. O. Y.K. Ü.	Borç Oranı	Firma Büyüklüğü	Yatırım Fırsatları	Varlık Etkinliği
Y.K. Ölçeği	0.014 (0.235)	1									
Yönetici Sahipliği	-0.018 (0.279)	0.056 (0.001)	1								
İkilik	0.064 (0.000)	0.082 (0.000)	-0.163 (0.000)	1							
Kademeli Y.K.	-0.019 (0.169)	0.026 (0.059)	-0.037 (0.030)	0.039 (0.004)	1						
Y.K. Uzmanlık	-0.0023 (0.864)	-0.278 (0.000)	-0.066 (0.000)	0.040 (0.004)	0.001 (0.950)	1					
İcrai G. O. Y.K. Ü.	-0.043 (0.001)	0.275 (0.000)	-0.081 (0.000)	0.089 (0.000)	-0.029 (0.036)	-0.240 (0.000)	1				
Borç Oranı	-0.206 (0.000)	0.063 (0.000)	0.026 (0.113)	0.020 (0.120)	0.021 (0.120)	-0.080 (0.000)	0.051 (0.000)	1			
Firma Büyüklüğü	0.194 (0.000)	0.419 (0.000)	-0.152 (0.000)	0.211 (0.000)	-0.121 (0.000)	-0.139 (0.000)	0.238 (0.000)	-0.040 (0.000)	1		
Yatırım Fırsatları	-0.173 (0.000)	-0.048 (0.000)	0.096 (0.000)	-0.049 (0.000)	-0.038 (0.005)	-0.018 (0.182)	-0.006 (0.641)	0.062 (0.000)	-0.049 (0.000)	1	
Varlık	0.253	-0.020	0.013	0.013	0.032	-0.041	-0.030	-0.101	-0.181	-0.239	1

Etkinliği	(0.000)	(0.120)	(0.443)	(0.317)	(0.020)	(0.003)	(0.020)	(0.000	(0.000)	(0.000)	
GSYİH	0.128	0.031	0.186	-0.037	-0.045	-0.017	-0.090	-0.007	-0.108	0.054	0.080
Büyümesi	(0.000)	(0.017)	(0.000)	(0.004)	(0.001)	(0.199)	(0.000)	(0.48)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

Not: Parantez içerisindeki değerler, ilgili katsayıya ait olasılık p değeridir. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Tablo 3. Kurumsal Yönetim Uygulamaları ve Firma Karakteristiklerinin Firma Performansına Etkileri

	Havuzlanmış EKK Performans	Havuzlanmış EKK Performans	Rassal Etkiler Performans	Rassal Etkiler Performans	Sabit Etkiler Performans	Sabit Etkiler Performans	Sistem GMM Performans	Sistem GMM Performans
Performans _{t-1})	0.424*** (0.043)	0.411*** (0.043)	0.301*** (0.040)	0.288*** (0.039)	0.111*** (0.031)	0.110*** (0.031)	0.192** (0.088)	0.162** (0.076)
Y.K. Ölçeği	-0.037*** (0.007)	-0.047*** (0.008)	-0.041*** (0.008)	-0.052*** (0.009)	-0.028* (0.016)	-0.027* (0.016)	-0.178** (0.075)	-0.140* (0.078)
Yönetici Sahipliği	0.007 (0.009)	0.003 (0.011)	0.012 (0.010)	0.005 (0.012)	0.013 (0.021)	0.011 (0.021)	-0.048 (0.092)	0.046 (0.098)
İkilik	0.001 (0.003)	0.006 (0.004)	0.002 (0.004)	0.007 (0.005)	0.011* (0.007)	0.011* (0.007)	-0.070** (0.033)	-0.062* (0.033)
Kademeli Y.K.	-0.002 (0.003)	-0.003 (0.004)	-0.001 (0.004)	-0.001 (0.004)	0.001 (0.005)	0.002 (0.005)	0.004 (0.019)	0.014 (0.019)
Y.K.	0.001 (0.006)	-0.001 (0.006)	0.000 (0.006)	-0.001 (0.006)	0.006 (0.007)	0.006 (0.007)	0.016 (0.035)	0.027 (0.035)
Uzmanlık	-0.047*** (0.012)	-0.028 (0.018)	-0.049*** (0.016)	-0.027 (0.021)	0.000 (0.029)	0.004 (0.029)	-0.184 (0.144)	-0.076 (0.172)
İcrai G. O. Y.K.Ü.	0.018*** (0.002)	0.019*** (0.002)	0.024*** (0.002)	0.024*** (0.003)	0.054*** (0.006)	0.053*** (0.006)	0.031*** (0.012)	0.042** (0.017)
Firma Büyülüğü	-0.073*** (0.014)	-0.072*** (0.014)	-0.097*** (0.019)	-0.096*** (0.019)	-0.125*** (0.039)	-0.124*** (0.039)	0.087 (0.082)	0.144 (0.089)
Borç Oranı	-0.130*** (0.014)	-0.134*** (0.014)	-0.137*** (0.019)	-0.143*** (0.019)	-0.090* (0.039)	-0.095* (0.039)	0.038 (0.082)	0.020 (0.089)
Yatırım								

Fırsatları	(0.038)	(0.038)	(0.045)	(0.046)	(0.052)	(0.053)	(0.100)	(0.096)
Varlık	0.035***	0.036***	0.051***	0.051***	0.141***	0.136***	0.200***	0.204***
Etkinliği	(0.004)	(0.005)	(0.007)	(0.007)	(0.016)	(0.016)	(0.045)	(0.045)
GSYİH		0.084***		0.088***		0.056***		0.033
Büyümesi		(0.019)		(0.019)		(0.020)		(0.040)
Sabit Terim	-0.108***	-0.100***	-0.182***	-0.173***	-0.810***	-0.789***	-0.595**	-0.307
	(0.025)	(0.030)	(0.035)	(0.041)	(0.108)	(0.109)	(0.275)	(0.299)
Gözlem	2657	2657	2657	2657	2657	2657	2657	2657
Sayısı								
F İstatistiği	58.161***	36.662***			19.921***	21.258***		
R ²	0.424	0.434			0.258	0.261		
Wald Test			450.877***	592.910***			254.455***	1125.562***
AR1							-3.94***	-3.76***
AR2							0.26	0.15
P değeri							(0.796)	(0.880)
Hansen J							30.367	26.426
Test								
P değeri							(0.173)	(0.281)

Not: Parantez içerisindeki değerler ilgili katsayıya ait standart hata değerleri olup, * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ ifade etmektedir. Tahminlere ilişkin ikinci modellerde makroekonomik değişken ve ülke kukla değişkeni dahil edilmiştir.

Tablo 3'te yer alan regresyon tahminlerinin F istatistikleri ve Wald istatistiklerinin istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmektedir. Sistem GMM tahminleri ise, Sargan test istatistiği kullanılan araç değişkenlerin geçerli olduğuna işaret etmektedir. Kurumsal yönetim uygulamalarının içsellik problemi yaratacağı göz önünde bulundurularak, Sistem GMM tahmin sonuçları dışında diğer tahminlerin geçerliliği tartışılabilir. Araştırma modellerine bağımlı değişken olan performansa ait gecikmeli değer modele eklenmiştir. Firmaların bir öndeki dönemde performans değerlerindeki artışın cari dönemdeki performans düzeyine pozitif yönde etki yaptığı belirlenmiştir. Firmaların yönetim kurulu ölçeği arttığında, firma performansının bundan olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir. Büyük ölçekli yönetim kurullarının firmada extra bir maliyet unsuru oluşturabileceği ve firmanın bundan olumsuz etkilenebileceği düşüncesine uyumlu bir sonuç elde edilmiştir. Yönetim kurulu başkanının aynı zamanda genel müdür olması halinde ise, firma performansının azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu bulgu vekalet teorisinin yöneticilerin kişisel faydalarını artırma veya risklerini azaltma girişimleri sonucunda hissedarlar ve firma açısından temsil maliyetlerinin ortaya çıkabileceği öngörüsüyle uyumlu olarak elde edilmiştir. Teori, ikilik durumunun firmada olumsuz sonuçlar doğurabileceğine vurgu yapmaktadır. Firma karakteristikleri incelendiğinde ise, firma büyüklüğü ve varlıkların etkin kullanımındaki artıştan performansın olumlu yönde etkilendiği görülmektedir. Diğer değişkenler ile firma performansı arasında istatistiksel açıdan anlamlı bulgu elde edilememiştir.

4. SONUÇ

Bu çalışmada kurumsal yönetim uygulamaları, firmaya özgü faktörler ve makroekonomik faktörlerin performans üzerindeki etkileri ortaya konulmuştur. Analizler sonucunda cari dönemdeki firma performansının, bir önceki yıl değerlerindeki artıştan pozitif yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Yönetim kurulu ölçeği ile ikilik uygulaması, firma performansında azalmaya neden olurken, firma büyüklüğü ile varlıkların etkin kullanımındaki yükselme durumunda firmaların daha yüksek performans düzeylerine ulaşabilecekleri belirlenmiştir. Yönetici sahipliği, kademeli yönetim kurulu üye seçimi, yönetim kurulundaki uzman üye oranı, icrai görevi olmayan yönetim kurulu üye oranı, borç oranı, yatırım fırsatları ve gayri safi yurtiçi hasıladaki büyüme değişkenlerinin firma performansı ile istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmadan elde edilen bulgular, imalat sanayi firmalarında faaliyetlerin etkin bir şekilde yürütülmesi ve varlıkların etkin kullanımının firma performansını yükseltmede ve dolayısıyla daha yüksek hissedar değeri sağlanmasında önemli bir faktör olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca, kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında yönetim kurulu başkanı ile genel müdürün farklı kişilerden oluşmasının performans üzerinde önemli bir etki yarattığı belirlenmiştir. Bu etki, yönetim tarafından optimal karar alma sürecinde yaşanılabilecek problemlerden kaynaklanıyor olabileceği düşünülebilir. Vekalet teorisinin öngörülerıyla uyumlu olarak, temsil problemleri ve maliyetlerinin azaltılmasında yönetim kurulu başkanı ile genel müdürün farklı kişilerden oluşmasının önemi ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmada elde edilen bulguların, alanda yapılabilecek diğer çalışmalara ışık tutması beklenmektedir.

KAYNAKLAR

- Acaravcı, Songül Kakilli, Serkan Yılmaz Kandır & Ahmet Zelka. “*Kurumsal Yönetimin BIST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması*”, Niğde Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 8:1, Ocak 2015, 171-183.
- Aghion, Philippe, John Van Reenen & Luigi Zingales. “*Innovation and Institutional Ownership*”, American Economic Review, 103:1, 2013, 277-304.
- Arellano, Manuel & Olympia Bover. “*Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models*”, Journal of Econometrics, 69, 1995, 29-52.
- Aygün, Mehmet & Süleyman İç. “*Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?*”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı.47, Temmuz 2010, 192-201.
- Bhagat, Sanjai & Brian Bolton. “*Corporate Governance and Firm Performance*”, Journal of Corporate Governance. 14:3, 2008, 257-273.
- Bhagat, Sanjai & Brian Bolton. “*Director Ownership, Governance, and Performance*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 48:1, February 2013, 105-135.
- Blundell, Richard & Stephen Bond. “*Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models*”, Journal of Econometrics, 87, 1998, 115-143.

Daily, Catherine M. & Dan R. Dalton. “*Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure*”, *Academy of Management Journal*, 37:6, 1994, 1603-1617.

Damodaran, Aswath, Kose John & Crocker H. Liu. “*What Motivates Managers? Evidence from Organizational Form Changes*”, *Cornell University, School of Hotel Administration Collection*, 2005.<http://scholarship.sha.cornell.edu/articles>

Ersoy, Ersan, Ali Bayraktaroğlu & Famil Şamiloğlu. “*Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi*”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 48:554, 2011, 71-83

Gökçen, Zeynep, Aytuğ Sözüer & Cem Cüneyt Arslantaş. “*Yönetim Kurulu Özellikleri ve Şirket Performansları: İMKB Kurumsal Yönetim ve İMKB 50 Endekslerindeki İşletmelerin Karşılaştırılması*”, *Yönetim*, Yıl.23, Sayı.72, Haziran 2012, 77-89.

Hausman, Jerry. “*Specification Tests in Econometrics*”, *Econometrica*, 46:6, 1978, 1251-1271.

Jensen, Michael & William H. Meckling. “*Theory of the firm: Managerial behavior; agency cost and ownership structure*”, *Journal of Financial Economics*, 3:4, 1976, 305-360.

Jensen, Michael. “*Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*”, *American Economic Review*, 76, 1993, 659-665.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer. “*Corporate Ownership Around the World*”, *The Journal of Finance*, 54:2, 1999, 471-517.

Leibenstein, Harvey. “*Allocative Efficiency vs. ‘X-Efficiency’*”, *American Economic Review*, June, 56, 1966, 392-415.

Leibenstein, Harvey. “*Competition and X-Efficiency: Reply*”, *J. Polit. Econ.*, May/June, 81, 1973, 765-777.

Kula, Veysel. “*The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence from Turkey*”, *Corporate Governance: An International Review*, 13, 2005, 265-276.

Parker, Susan, Gary F. Peters & Howard F. Turetsky. “*Corporate Governance and Corporate Failure: A Survival Analysis*”, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 2:2, 2002. 4-12.

Platt, Harlan & Marjorie Platt. “*Corporate board attributes and bankruptcy*”
Journal of Business, 65, 2012, 1139-1143.

Schmidt, Klaus M. “*Managerial Incentives and Product Market Competition*”,
Review of Economic Studies, 64, 1997, 191-213.