

Sipahi, E. Artantaş, E. ve Şişman, D. (2018). "Kurumsal Yönetişimin Şirket Performansı Üzerindeki Etkisi: Vietnam'da Gerçekleştirilen Deneysel Çalışma", Vol:1, Issue:1; pp:35-49

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetişim, Şirket Performansı, Borsaya Kayıtlı Şirketler, Vietnam

**Keywords:** Corporate Governance, Firm Performance, Listed Companies, Vietnam

**Makale Türü:** Çeviri

## **KURUMSAL YÖNETİŞİMİN ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: VIETNAM'DA GERÇEKLEŞTİRİLEN DENEYSEL ÇALIŞMA**

*The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam*

**Esra SİPAHİ**

İstanbul Gelişim Üniversitesi, İşletme Bölümü, Doktora Öğrencisi, sipahiesra@hotmail.com

**Erkin ARTANTAŞ**

İstanbul Gelişim Üniversitesi, İşletme Bölümü Doktora Öğrencisi, erkins71@hotmail.com

**Dr. Öğr. Üyesi Deniz ŞİŞMAN**

İstanbul Gelişim Üniversitesi, İktisadi İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, Ekonomi ve Finans Bölümü, dsisman@gelisim.edu.tr

Duc Hong Vo<sup>1,2</sup> & Tri Minh Nguyen<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Economic Regulation Authority, Perth, Australia

<sup>2</sup> Open University of Ho Chi Minh City, Vietnam

<sup>3</sup> School of Development Economic, University of Economics Ho Chi Minh City, Ho Chi Minh City, Vietnam

**Makale Geliş Tarihi**  
05.04.2018

**Revize Tarihi**  
17.04.2018

**Yayınlanma Tarihi**  
25.04.2018

### **ÖZ**

Vietnam'da faaliyet gösteren borsaya kayıtlı şirketler üzerinde gerçekleştirilen bu deneysel çalışma, kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlamaktadır. Bu çalışmada kurumsal yönetim; CEO'nun ikili rolü, yönetim kurulunun büyüklüğü, kurulun özerkliği ve sahiplik konsantrasyonları dâhil olmak üzere bir dizi değişken ile temsil edilmiştir. Buna ek olarak şirket performansı; (i) varlık getirisi (ROA), (ii) özsermaye karlılığı (ROE), (iii) Altman'ın (1968) z-skoru ve (iv) Tobin'in Q oranı olmak üzere dört farklı yöntemle ölçülmüştür. Vietnam'da faaliyet gösteren 177 şirketten oluşan veri kümesi üzerinde 2008 ile 2012 arasında 5 senelik bir süre için uygulanabilir genelleştirilmiş En Küçük Kareler (FGLS) modeli kullanılarak elde edilen bulgular kurumsal yönetim firma performansı üzerindeki birçok etkisini ortaya koymuştur. İlk olarak CEO'nun ikili rolü şirket performansı ile pozitif korelasyona sahiptir. İkinci olarak yönetimsel inisiyatifleri ve şirket performansı arasındaki ilişkide yapısal bir değişim mevcuttur. Üçüncüsü ise yönetim kurulunun özerkliğinin şirket performansı üzerinde zıt etkilere sahip olmasıdır. Dördüncü olarak, bu çalışma yönetim kurulu büyüklüğü ile şirket performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu destekleyen deneysel bulgulara ulaşamamıştır.

### **ABSTRACT**

This empirical research for listed firms in Vietnam is conducted to examine the relationship between corporate governance and firm performance. In this study, corporate governance is proxied by a set of variables, including a dual role of the CEO, board's size, board independence and ownership concentration. In addition, firm performance is measured by four different methods which are (i) return on asset (ROA), (ii) return on equity (ROE), (iii) Z-score by Altman (1968) and (iv) Tobin's Q. Using the Feasible Generalized Least Squares (FGLS) on the dataset of 177 listed companies in Vietnam for the period of 5 years, from 2008 to 2012, the findings of this study indicate multiple effects of corporate governance on firm performance. First, duality role of the CEO is positively correlated with firm performance. Second, there is a structural change in relation between managerial ownership and firm performance. Third, board independence has opposite impacts on firm performance. Fourth, this study however fails to provide an empirical evidence support the statistically significant relationship between board size and firm performance.

## 1. GİRİŞ

Kurumsal yönetim, işletme yönergeleri ve şirketlerin yönetimi için yapılar ve süreçlere odaklanmaktadır. Şirketin kontrol sistemleri arasındaki ilişkiyi, yönetim kurulu üyelerinin rollerini, hissedarları ve paydaşları içermektedir. Williamson (1988), kurumsal yönetimin işlem maliyetleri ile ilişkili olduğunu ve dolayısıyla da şirket performansını artırdığını düşünmüştür. Bununla birlikte, kurumsal yönetimin zayıf olması yatırımcının özgüvenini yıpratmakta ve dışa yatırım yapma cesaretini kırmaktadır. Benzer şekilde, Bhagat ve Bolton (2008) da kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki içsel ilişki üzerine bir araştırma gerçekleştirmiş ve iyi şirket yönetiminin firmanın performansını pozitif yönde etkilediği sonucuna varmıştır.

Vietnam'da kurumsal yönetim çerçevesi gelişiminin ilk aşamalarında. Vietnam'da kurumsal yönetim, Nguyen (2008) tarafından hukuki hususlar, Le ve Walker (2008) tarafından kalitatif hususlar ve Vo ve Phan (2013a, b, c, d) tarafından da kantitatif yaklaşım olmak üzere birçok akademik açıdan ele alınmıştır. Vo ve Phan tarafından Vietnam'da kurumsal yönetim ile şirket performansı üzerine gerçekleştirilen çeşitli deneysel çalışmalar bu önemli konunun geçmişte Vietnam araştırma topluluğunun yeterince ilgisini çekmemiş olduğunu ortaya koymuştur. Bununla birlikte, Vo ve Phan'ın çalışmaları kurumsal yönetim ile ilişkili çeşitli konuları ele almış olmasına rağmen şirket performansı ile ilgili çıkarımları görece sınırlıdır. Bunun sonucu olarak; bu konunun önemi ve şirket performansının ölçülmesinde sınırlamaların azaltılması, bu konu üzerine gelecekte yapılacak çalışmalar için daha fazla deneysel bulgu sunmayı gerekçe haline gelmiştir.

Bu çalışma Ho Chi Minh Şehri Menkul Kıymetler Borsasında (HOSE) kayıtlı şirketleri içeren bir örneklem kullanmaktadır. 2012 senesine kadar HOSE 301'i hisse senedi, 3'ü kurumsal fon ve 38'i tahvil olmak üzere 342 kayıtlı şirket içermekteydi. Toplam hisse senedi hacmi ve kayıtlı değer sırası ile 26,7 milyar hisse ve 273 trilyon VND'dir. 2012 yılı sonunda toplam piyasa kapitilizasyonu 678 trilyon VND (32,6 milyar Dolar) olan HOSE'nin yüksek likiditeye sahip bir piyasa olarak görülmektedir. Bu rakam GSMH'nin %24'üne tekabül etmektedir. Bunun yanı sıra, 2012'de ortalama işlem hacmi 890 milyar VND ile bir önceki seneye göre %39 artış göstermiştir. Bu çalışmanın amacı uygulanabilir genelleştirilmiş En Küçük Kareler (FGLS) modelini kullanarak şu üç bileşen bakımından kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemektir: ikilik, yönetim kurulunun yapısı ve sahiplik konsantrasyonu. Banka ve finans kuruluşları örneklemde hariç tutulmuştur.

Bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Bu bölümü takiben bölüm 2 de, kurumsal yönetimin şirket performansı üzerindeki etkisini inceleyen teorilere ve aralarındaki ilişkiyi ele alan bir literatür taramasına ayrılmıştır. Bir sonraki bölüm veri toplama açıklamaları, model değişkenleri ve regresyonlarının ölçümlerine odaklanır. Bölüm 4, 2008 ile 2012 yılları arasında Vietnam'da kurumsal yönetimin şirket performansı üzerindeki etkilerin deneysel sonuçlarını tartışmaktadır. Son bölüm başlıca bulguları özetleyerek Vietnam'daki firmalar için kurumsal yönetim ve şirket performansı çıkarımlarında bulunmaktadır.

## 2. LİTERATÜR TARAMASI

### 2.1. Teorik Hususlar

Kurumsal yönetimde yönetim kurulu, işletmenin tamamını ve şirket sahiplerinin çıkarlarını etkileyen en önemli faktör olarak kabul edilir. Benzer şekilde, "yönetim kurulunun özellikleri nelerdir ve bir şirketin performansını nasıl etkiler?" sorusu akademi ve uygulayıcılar tarafından geçtiğimiz 50 sene içerisinde geniş bir ilgi toplamıştır. Zahra ve Pearce (1989) araştırmalarında yönetim kurulunun finansal performans üzerindeki rolünü dört bakış açısını inceleyerek ve sentezleyerek ele almıştır: (i) yasal bakış açısı, (ii) kaynaklara bağımlılık, (iii) sınıf hegemonyası ve (iv) vekalet teorisi. Bununla birlikte, Davis, Schoorman ve Donaldson (1997) tarafından geliştirilen temsil teorisi yönetim kurulunun rolünü daha farklı bir şekilde açıklamıştır.

#### 2.1.1. Yasal Bakış Açısı

Zahra ve Pearce (1989) kurumsal yönetimi; yönetim kurulu kompozisyonu, yapısı, özellikleri ve süreçlerinden oluşan dört faktörün katkısı olarak tanımlamıştır. Bu teori aynı zamanda yönetim kurulunun etkinliğinin hizmet ve denetim olarak bilinen başlıca iki faktör ile belirlendiğini öne sürmüştür: şirketin itibarının artırılması, kurum dışı unsurlarla işbirliği; sürdürülebilir kurumsal

büyüme hızının sağlanması ve hissedarların çıkarlarına hizmet edilmesi. Bu iki rol sahiplik konsantrasyonu ve firma büyüklüğüne bağlıdır. Sahiplik konsantrasyonu şirket sahiplerinin büyüklüğünü ifade etmektedir ve firmanın ayakta kalması ve zenginliğini etkilemektedir.

### **2.1.2. Kaynaklara Bağımlılık**

Bu bakış açısı sosyolojik ve örgütsel teori baz alınarak geliştirilmiştir. Zahra ve Pearce (1989), yöneticilerin genel ve rekabetçi ortamı idare etmekte önemli rol oynadıklarına dikkati çekmiştir. Yönetim kurulu üyelerinin firmalara getirdikleri avantajlar arasında; şirketin toplumdaki tanınmışlığının artırılması için ve işlem maliyeti olduğu düşünüldüğünden işletmedeki belirsizliğin azaltılmasıdır. Hillman ve Dalziel (2003), kaynak bağımlılığı teorisinin aynı zamanda yönetim kurulunun şirketin performansı üzerindeki etkisini inceleyen önemli bir yöntem olduğunu ortaya koymuştur. Kaynaklara bağımlılık, kurum ile harici harcamalar arasındaki güçlü ilişkiyi artırarak, işlem maliyetini düşürerek ve belirsizlik durumunu reddederek şirket performansı üzerinde bir etki yaratır.

### **2.1.3. Sınıf Hegemonyası**

Sınıf Hegemonyası yönetim kurulu sürecini, şirket performansını etkileyen önemli bir faktör olarak kabul eder. Yasal yaklaşıma benzer şekilde Zahra ve Pearce (1989) yönetim kurulu sürecini, yönetim kurulu ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemek için önemli bir değişken olarak tanıtmıştır. Bu teoriye göre; hizmet ve denetim, sahiplik konsantrasyonuna, CEO'nun gücüne ve tarzına bağlıdır. CEO, yönetim kuruluna hizmet eden en önemli kişi olarak ele alınır.

### **2.1.4. Vekâlet Teorisi**

Bu teorisinin yönetim kurulunun şirket performansı üzerindeki rolünü açıklamakta önemli bir faktör olduğu düşünülmektedir. Zahra ve Pearce (1989) araştırma çalışmalarını değerlendirmiş ve bu ilişkiyi detaylandırabilmek amacıyla bunları bir ana kural şeklinde sentezlemiştir. Vekâlet teorisi çerçevesinde müvekkil ve vekil sırasıyla hissedarlar ve yönetim kurulu üyeleridir. Bu teori, yasal bakış açısından bahsedilen dört özelliğin niteliklerine bağlı olarak şirket sahipleri ile yöneticilerin elde ettiği fayda arasında tutarsızlıklar olduğunu ortaya koymuştur. Vekâlet teorisi üzerinde Zahra ve Pearce (1989) ile benzer görüşe sahip olan Davis, Schoorman ve Donaldson (1997), vekâlet teorisinin müvekkilin şirket sahibi olarak hedefleri ile yöneticilerin vekil olarak hedefleri arasındaki çatışmaya daha net bir şekilde değinmiştir. Hissedarlar kurumların varlıklarına yatırım yaparlar ve bu şirketleri yönetmeleri için yöneticileri yetkilendirirler. Müvekkil, hissedarın uzun vadedeki kazancını maksimize etme eğilimindedir. Bunun aksine vekil ise genellikle şirketi kendi çıkarları doğrultusunda yönetir. Pfeffer (1972) ticari ortamdaki değişimi karşılayan şirketlerin çoğunun değişen büyüklüğü ve yönetim kurulu kompozisyonunun, harici yönetim kurulu üyeleri ve mülkiyet sahipleri yüzdesiyle ölçüldüğüne değinmiştir. Harici yönetim kurulu üyelerinin yüzdesi şirketlerin dış sermaye çekmesine yardımcı olmaktadır ve bu da şirket performansını etkilemektedir. Dış sermaye ile firma dışarıdan sağlanan daha ucuz sermayeden faydalanabilir ve maliyetlerini azaltır. Buna ek olarak, örgütsel ortam da yönetim kurulu büyüklüğü ile yansıtılmaktadır. Daha büyük bir yönetim kuruluna sahip olmanın avantajları ilk olarak problemlerin daha çeşitli fikirlerle ele alınması ve ikinci olarak da yönetim kurulu üyeleri arasındaki ilişki nedeniyle şirketin toplum üzerindeki etkisinin artırılmasıdır. Dolayısıyla, yönetim kurulu üyesi sayısı yüksek olan şirketler diğerlerine göre daha fazla harici kaynak kullanacak ve performanslarını artıracaktır.

### **2.1.5. Temsil Teorisi**

Vekâlet teorisinin aksine Davis, Schoorman ve Donaldson (1997), hissedarlar ve yöneticilerin çıkarları arasındaki ilişkiyi psikolojik ve sosyolojik konseptler üzerine kurulmuş olan yeni yaklaşımı incelemişlerdir. Bireysel ve örgütsel çıkarlar iç içe geçmiştir ve yöneticiler şirketlerin menfaatlerini maksimize etmek için yönetmektedirler. Temsil teorisi çerçevesinde yönetim kurulu üyelerinin düşünce ve faaliyetlerinin şirketlerin performansı ile tutarlı olduğunun varsayılması nedeniyle işbirlikçi tutum, bireysel tutum ile değiştirilmez. Dolayısıyla hizmet veren şirketin hedeflerine ulaşmayı ve gelişimini amaçlar. Temsil ve vekalet teorileri arasındaki fark, vekalet teorisinin piyasa değeri ile ölçülebilen dışsal tatmine odaklanırken temsil teorisinin motivasyon, başarı veya tanınmışlık formunu alabilen içsel tatmine odaklanmasıdır. Temsil bakış açısındaki yönetici, kurumun

yüksek performansı için çalışma yoluyla şahsi menfaatin sağlanabileceğini anlamaktadır. Bu teori üzerine yeni bilgiler denetim ve kontrol yerine yapının rolü üzerine odaklanmaktadır. Temsil kavramları yönetim kurulunun yapısının firmanın performansını büyük ölçüde etkilediğini düşünmektedir.

## 2.2. Deneysel Çalışmalar

### 2.2.1. CEO İkililiği ve Şirket Performansı

CEO-Yönetim Kurulu başkanının rolü Rechner ve Dalton (1991) tarafından boylamsal bir analiz kullanılarak açıklanmıştır. Araştırmacılar çalışmalarını yönetim kurulu başkanları değişmiş olan iki şirket grubu üzerinde gerçekleştirmiş ve bu durumun kurumsal performansı nasıl etkilediğini araştırmıştır. Bu çalışma, CEO ikililiği olan firmalar ve bağımsız yöneticileri olanlar arasında varlık getirisi (ROI), özsermaye karlılığı (ROE) ve kar marjında anlamlı farklılıklar olduğunu ortaya koymuştur. İkilik-performans ilişkisinin yönü ve büyüklüğü Boyd (1995) tarafından gerçekleştirilen çalışmada tekrar sunulmuştur. İki teoriyi test etmek için olası durumlar modelini kullanmıştır: *vekâlet teorisi* ve *temsil teorisi* ve yönetim kurulu başkanlarının şirket performansı üzerindeki etkisinin çeşitli koşullar altında birbirinden çok farklı olduğunu ortaya koymuştur. Bu gibi koşullar üç başlık altında ele alınmıştır: açıklık, dinamizm ve karmaşıklık. Endüstriyi destekleyen mevcut kaynakların düzeyinin bir ölçütü olan açıklık, şirketleri belirsiz durumlardan korur. Dinamizm ortamın değişen derecesini yansıtırken karmaşıklık rakipler arasındaki farklılıkların bir ölçütüdür. Boyd (1995) hem vekâlet teorisi hem de temsil teorisinde eksik ve yanlış yönlendiren noktalar olduğunu öne sürmüştür. Bununla birlikte, açıklığı düşük ve karmaşıklığı yüksek bir ortamda CEO ikililiğinin, belirsiz ortamın etkisi yoluyla performans ile pozitif ilişkiye sahip olduğu görülmüştür.

İkilik ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi araştıran Baliga, Moyer ve Rao (1996) ise bunun aksi sonuçlar ortaya koymuştur. Öncelikle bu çalışmada ikilik statüsünde değişim olması halinde performansta anlamlı bir farklılık görülmemiştir. İkinci olarak, ikilik ve ikilik olmamasının performans üzerinde uzun vadede etkisi arasında anlamlı bir fark görülmemiştir. Bu çalışma aynı zamanda ikililiğin yönetsel süreç değişimini etkilemesine rağmen daha fazla varlık oluşturmadığını ve bu nedenle de şirket performansını etkilemediğini de ortaya koymuştur. Bu araştırmanın başlıca bulgusu, performansı etkileyen belirleyici faktörlerin karmaşıklığı nedeniyle yönetişimin iyileştirilmesinin şirket değerinin artırılması açısından son derece önemli olduğudur.

### 2.2.2. Yönetim Kurulunun Özerkliği ve Şirket Performansı

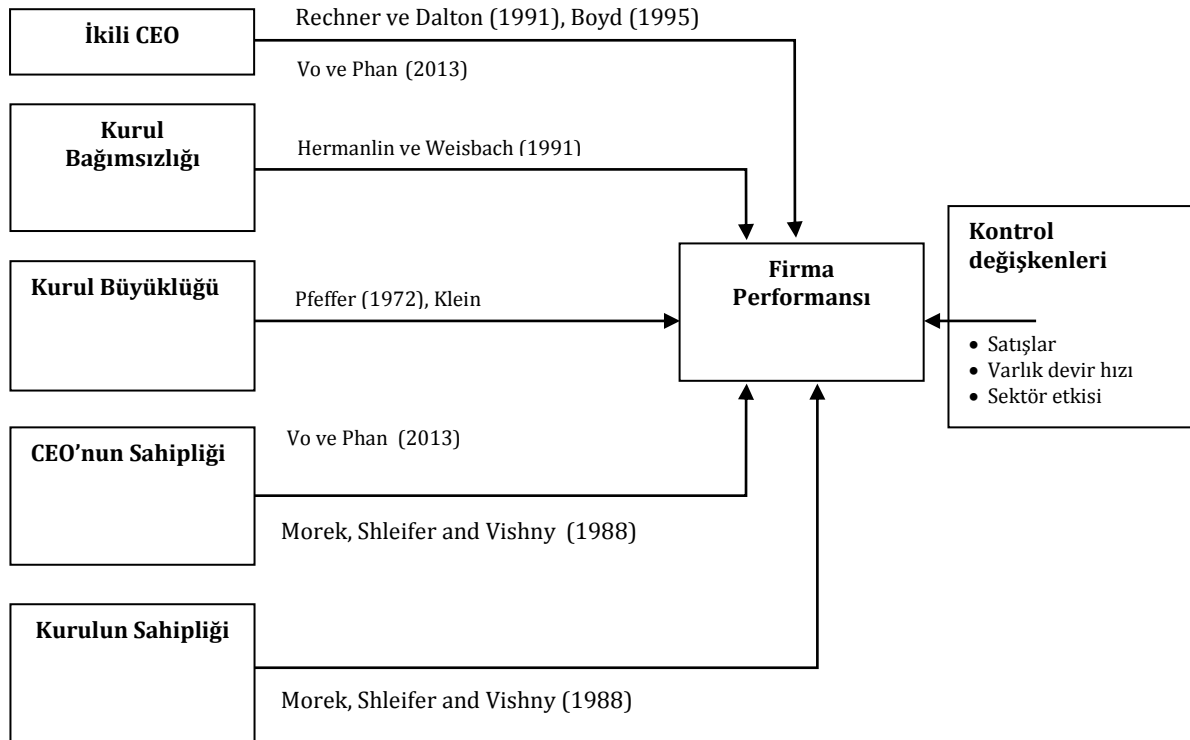
Baysinger ve Butler (1985) (Bhagat & Black, 2000 çalışmasında alıntı yapılmış) iç ve dış yönetim kurulu üyelerinin kendilerine özgü güçlü yönleri olduğunu öne sürmüştür. Dış üyeler yönetim kuruluna çok çeşitli beceri ve uzmanlıklar sunabilmektedir. İç üyeler ise planlama ve karar verme konusunda daha iyi olabilmektedir. Yönetim kurulunun karma olabilmesi ise yüksek performans ile sonuçlanabilir. Klein (1998), iç ve dış yöneticileri, yönetim kurulu kompozisyonunun şirket performansı üzerindeki etkisinin göstergeleri olarak incelemiştir. Bu çalışma hisse senedi gelirini artırması bakımından iç üyelerin rolünü vurgulamıştır. Hermanlin ve Weisbach (1991) ise yönetim kurulu kompozisyonunun ve üye teşviklerinin neden olduğu şirket performansı farklılığını incelemek amacıyla bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki yapay ilişkiyi ortadan kaldırmak için araç yöntemini kullanmıştır. Hermanlin ve Weisbach (1991) vekâlet teorisine dayalı araştırmalarında iç ve dış yönetim kurulu üyelerinin şirket performansı üzerindeki etkisini yönetim kurulunun sahipliği ile ilişkili çok sayıda değişken kullanarak test etmiştir. Sonuçlar kurul kompozisyonu ile şirket performansı arasında hiçbir ilişki olmadığını göstermiştir. Bu çalışma, iç ve dış yöneticilerin şirket performansını aynı düzeyde etkilediğini ortaya koymuştur. Bununla birlikte, her bir şirketin yönetim kurulu iç ve dış yöneticilerden oluşan optimal bir yapıya sahiptir ve bu nedenle de yönetim kurulu kompozisyonu ve şirket performansı arasında anlamlı bir korelasyon olmasını beklemek zordur. Bu sonucun başka bir yorumu ise vekâlet bakiyesi ve performans bakiyesi arasındaki sorundur. Bütün şirketler vekâlet maliyetlerini azaltmaya çalışmaktadır. Bu sonuç dış yöneticinin şirket değeri ile ilişkili olması beklentisi ile tutarlı değildir. Bu çalışma, sahiplik konsantrasyonu ve şirket performansı arasında bulgularla pozitif bir dayanak sağlamıştır. Bununla birlikte, bu etki üst düzey yönetim ve CEO'nun sahiplik derecesine göre değişir.

### 2.2.3. Sahiplik Konsantrasyonu ve Şirket Performansı

Morck, Shleifer ve Vishny (1988) yönetimin sahipliği ile şirketin piyasa değeri arasındaki ilişki üzerine dikkat çekici sonuçlar yayınlamıştır. Yönetim sahipliği bir şirkette üst düzey yönetimin hisselerini kapsamaktadır ve şirketin piyasa değeri Tobin'in Q oranı ile ölçülmektedir. Bu çalışmanın başlıca bulgusu farklı sahiplik düzeylerinde Tobin'in Q oranının değiştiğini ortaya koymuştur. Hisse senedi yüzdesi %0'dan %5'e yükseldiği zaman Tobin'in Q oranı da artar. Bununla birlikte bu rakam sahipliğin %25'e yükselmesi ile düşüş gösterir ve daha sonra az da olsa tekrar yükselir. Short ve Keasey (1998) yönetim sahipliğinin şirket performansı üzerindeki anlamlı etkisi üzerine benzer bir bakış açısıyla gerçekleştirdikleri çalışmada bu ilişkiyi iki ülke için karşılaştırmıştır: ABD ve BK. Birleşik Krallıkta hissedar ve yöneticilerin çıkarlarının düşük sahiplik düzeyinde birbirleriyle bağıntılı olduğu ancak yüksek sahiplik düzeyinde sabit hale geldiği ortaya koyulmuştur. Buna ek olarak, düşük hisse düzeyinde muhasebe ya da piyasa değerine göre sahiplik ile performans arasındaki doğrusal olmayan ilişkiyi kanıtlayan bazı bulgular ortaya koyulmuştur.

Cui ve Mark (2003) üst düzey ar-ge faaliyetlerine sahip şirketlerde sahiplik ve performans arasındaki ilişki üzerine bir araştırma gerçekleştirmiştir. Hausman testi ve 2SLS kullanarak W şeklindeki eğrinin, yönetim hisselerinin Tobin'in Q oranı üzerindeki etkisini temsil ettiğini bulmuşlardır. Buna ek olarak, bu çalışma muhasebe ölçütü (ROA) ile piyasa değeri ölçütü (Tobin'in Q oranı) arasında zıt sonuçlar ortaya koyan ilk çalışmadır. Aynı zamanda endüstrinin şirket performansı üzerindeki önemli potansiyel rolünü vurgulamış ve gelecekte yapılacak çalışmaların endüstri ve şirket büyüklüğünü kontrol etmesini önermiştir. Özetlemek gerekirse, yukarıda belirtilen analizler ışığında bu çalışma deneysel amaçlarla kullanılacak olan aşağıdaki analitik kuramsal çerçeveyi oluşturmuştur.

Şekil 1. Analitik Çerçeve



## 3. VERİ ve METODOLOJİ

### 3.1. Veri

Bu çalışma, Ho Chi Minh Şehri Menkul Kıymetler Borsasına (HOSE) kayıtlı şirketlerin 2008 ve 2012 yılları arasındaki denetlenmiş finansal raporları ve yıllık raporlardan elde edilen finansal oranlar, sahiplik, CEO ikiliği ve yönetim kurulu kompozisyonu bilgilerini kullanmaktadır. Bununla birlikte, şirketlerin yıllık raporlarında yönetim kurulu üyeleri hakkında eksik bilgiler olması nedeniyle borsaya

kayıtlı 177 firma seçilmiş ve örnekleme dâhil edilmiştir. Finans kuruluşları ve bankalar bu örnekleme dâhil edilmemiştir.

### 3.2. Değişkenler

#### 3.2.1 Bağımlı Değişkenler

Birçok çalışmada finansal performans muhasebe ve piyasa değeri üzerine kurulu iki yöntem ile ölçülmektedir. Joh (2003) bu çalışmada performans ölçütü olarak muhasebe metodunun seçilmesinin ardındaki bazı nedenleri ele almıştır. İlk olarak, piyasa değeri sadece mevcut verilere bağlı olarak hisse senedi arz ve talebini yansıtmaktadır ama bu değer borsanın verimsiz olması halinde gerçek koşulları yansıtmamaktadır. İkinci olarak, muhasebe hesaplamaları karlılık ve firmanın ayakta kalması ile piyasa değerlendirmesine göre daha yakından ilişkilidir. Üçüncü olarak, performansın ölçülmesinde muhasebenin kullanılması hem borsaya kayıtlı hem de borsaya kayıtlı olmayan kuruluşlar için mümkündür. Bu çalışmada şirket performansının ölçülmesi için muhasebe, piyasa değeri ve bu ikisinin bir kombinasyonu da dâhil olmak üzere çeşitli ölçütler kullanılmıştır.

##### 3.2.1.1. Muhasebe Hesaplaması

Şirket performansını belirlemek için çok sayıda muhasebe ölçütü kullanılmıştır. Varlık getirisi (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE), net gelir ve toplam varlıklar (ROA için) ve toplam hissedar sermayesi (ROE için) arasındaki oran ile hesaplanmıştır. Toplam varlık ve toplam hissedar sermayesi finansal yılın ilk ve son rakamlarının ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Bu oranlar Brown ve Clayor (2004), Bhagat ve Bolton (2008), Bhagat ve Black (2000), Klapper ve Love (2004) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda kullanılmıştır. ROA ve ROE, şirketlerin toplam varlıklarının ve sermayesinin kullanımındaki verimliliği göstermektedir. Bu iki oran sırasıyla toplam varlık ve sermayenin bir birimin ürettiği net gelirin miktarını belirtmektedir. ROA ve ROE hesaplaması ile ilişkili bu finansal göstergelerin her biri denetlenmiş yıllık bilançolardan alınmıştır.

##### 3.2.1.2. Piyasa Değeri Ölçümü

Şirket performansı ölçümünde Tobin'in Q oranı en yaygın kullanılan finansal oran olarak kabul edilir. Bu oran Brainard ve Tobin (1968) tarafından şu orijinal formül ile tanımlanmıştır:

$$Q = \frac{\text{hisse senedinin piyasa değeri} + \text{borcun piyasa değeri}}{\text{üretim kapasitesinin tamamının ikame değeri}}$$

Bu oran Bhagat ve Bolton (2008), Bhagat ve Black (2000), Klapper ve Love (2004) da dâhil olmak üzere kurumsal yönetim ve şirket performansı üzerine yapılan deneysel çalışmalarda sıkça kullanılmıştır. Geçtiğimiz yıllarda Tobin'in Q oranında şu şekilde bir düzeltme yapılmıştır (Bhagat & Bolton, 2008):

$$Q = \frac{\text{Toplam varlık} + \text{sermayenin piyasa değeri} - \text{sermayenin defter değeri} - \text{ertelenmiş vergiler}}{\text{Toplam varlıklar}}$$

Mali bilanço ve yıllık raporların mevcut olması nedeniyle bu çalışmada bu hesaplama yaklaşımı kullanılacaktır. Veri kümesinin tutarlılığını sağlamak amacıyla hisse senedinin diğer mali oranlar ile elde edilen piyasa değeri hesaplanmıştır. Bu mali oranlar *Fiyat kazanç oranı* (P/E) ve *Hisse başına kardır* (EPS). Piyasa fiyatının EPS'ye bölünmesiyle elde edilen P/E, bir hisseye tekabül eden kazancı ifade eder. Bu oran şu şekilde hesaplanır:

$$EPS = \frac{\text{netgelir} - \text{imtiyazlı hisse senedi kar payı}}{\text{hisse senedi sayısı}}$$

Bu iki finansal değer göz önünde bulundurularak hisse senedinin piyasa fiyatı şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Piyasa fiyatı} = P/E \times EPS \times \text{Hisse senedi sayısı}$$

### 3.2.1.3. Muhasebe Değeri ve Piyasa Değerinin Karma Hesaplaması

Tobin'in Q oranının dezavantajları nedeniyle muhasebe oranlarına da başvurulmuştur. Muhasebe veya piyasa değeri yöntemlerinin yalnız başına bir şirketin performansını iyi bir şekilde temsil edemeyeceği düşünülmüştür. Bunun sonucunda performansı ölçmek için Z-skoru modeli de kullanılmıştır. Bu model Altman (1968) tarafından şirket iflasını açıklamak için geliştirilmiştir. Z-skoru, şirketlerin finansal sağlığının değerlendirilmesi için kullanılabilen bir dizi mali orana dayanmaktadır. Z-skorunun avantajı, bu modelin şirket performansını puanlamak için ağırlık kullanmasıdır. Nihai diskriminant modeli şu şekildedir:

$$Z\text{-skoru} = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5$$

$X_1$ : Döner sermaye / toplam varlıklar;

$X_2$ : Birikmiş karlar / toplam varlıklar;

$X_3$ : Faiz ve vergilerden önceki kazançlar / toplam varlıklar;

$X_4$ : Piyasa değeri öz sermaye / toplam borcun defter değeri;

$X_5$ : Satışlar/toplam varlıklar;

Z-skoru: genel endeks;

- $X_1$  için işletme sermayesi, döner varlıklar ve kısa vadeli borç arasındaki farktır. Bu oran bir firmanın likidite düzeyini ölçmektedir. Bu oranın negatif olması o şirket uzun vadeli varlıklarını finanse etmek için kısa vadeli sermaye kullandığı anlamına gelmektedir. Bu, finansal yönetim açısından oldukça riskli bir uygulamadır.
- İkinci oran olan  $X_2$  firmanın yeniden yatırım düzeyini net gelirden yola çıkarak hesaplamaktadır. Yüksek bir orana sahip şirket düşük orana sahip bir şirkete göre kazanç gücünü daha iyi yansıtacaktır.
- $X_3$  oranı faaliyet verimliliğini ifade etmektedir.
- $X_4$  için öz sermaye adi ve imtiyazlı hisse senetlerini ifade etmektedir ve borçlar hem kısa hem de uzun vadeli borçları kapsamaktadır. Adi hisse senetlerinin sayısı imtiyazlı hisse senetlerinin sayısından çok daha fazladır. Bu nedenle bu çalışmaya dâhil olan öz sermayeyi temsil etmesi için adi hisse senetlerinin piyasa değeri kullanılmıştır. Bu oran, mevcut menkul kıymetler borsası bilgisine dayanarak şirket değerini vermektedir.
- $X_5$  oranı aktif devir hızı olarak adlandırılmaktadır. Bir şirketin satış oluşturmak için varlıklarını kullanma kapasitesini temsil etmektedir.

Bu çalışmada iflas etmiş ve iflas etmemiş şirketlerden oluşan iki grubu içine alan birincil örneklem kullanılmıştır. Z-skorunun bir şirketin iflas etme olasılığı büyük bir hassasiyet ile tahmin etmekteki önemli rolü vurgulanmıştır. Doğruluk düzeyi örneklemin %94'ü ve bu iki gruptaki bütün şirketlerin %95'ine ulaşmaktadır. Şirketlerin finansal durumuna ulaşmakta sunduğu güvenilirlik nedeniyle daha önceki çalışmalarda kullanılan geleneksel hesaplama yöntemlerinin aksine bu çalışmada şirket performansı için Z-skoru kullanılmıştır.

### 3.2.2. Bağımsız Değişkenler

Kurumsal yönetim için bu çalışmada yönetim kurulu kompozisyonu, yapısı ve CEO özellikleri temsili değişken olarak kullanılmıştır. İlgili bilgiler borsaya kayıtlı şirketlerin yıllık raporlarından elde edilmiştir.

*CEO özelliği için:* CEO-yönetim kurulu başkanı ikiliği ve CEO'nun sahiplik yüzdesi temsili değişken olarak kullanılmıştır. İkilik, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması halinde bir ve olmaması halinde ise sıfır değerini alan iki değerli bir değişkendir. Bu, Richer ve Dalton (1991), Baliga, Moyer ve Rao (1996) veya Boyd (1995) gibi birçok çalışmada sıklıkla kullanılmış olan bağımlı değişkendir. CEO'nun sahipliği, oy hakkı ve CEO ile şirket çıkarları arasındaki ilişkiyi temsil etmektedir. CEO özelliklerini kontrol edebilmek ve sahipliğin şirket performansına etkisini test

etmek için modele dâhil edilmiştir. CEO'nun sahipliği, CEO'nun elinde tuttuğu hisse yüzdesi ile hesaplanır.

Yönetim kurulu yapısı ve kompozisyonu için bu çalışmada kurul büyüklüğü, kurul özerkliği ve kurul sahipliği temsili değişkenler olarak kullanılmıştır. Teoride Zahra ve Pearce (1989) kurul büyüklüğünü kurul kompozisyonu dâhilinde ele almıştır. Pratikte ise Bhagat ve Bolton (2008) ve Rosenstein ve Wyatt (1990) kurul büyüklüğünün şirket performansı üzerindeki önemli rolünü ele almıştır. Buna ek olarak kurul özerkliği de şirket performansı ve kurumsal yönetim ile ilgili birçok deneysel çalışmada göz önünde bulundurulmuştur. Bu çalışmada yönetim kurulunun özerklik düzeyi kurulun kurumdan bağımsız üye sayısı ile toplam üye sayısı arasındaki oran ile ölçülmüştür. Maliye Bakanlığının 121/2012/TT-BTC nolu genelgesine göre kurum dışı üyelerin aşağıdaki gereklilikleri sağlaması gerekmektedir:

- i. Bu kişiler icracı olmayan üyelere dir. İcracı olmayan üye bir müdür, müdür yardımcısı, muhasebe müdür gibi yönetim kurulu tarafından atanan herhangi bir idari pozisyonda olmayan kişidir.
- ii. Borsaya kayıtlı olan şirketin iştiraki ya da ortağı olan bir şirketin yönetim kurulu üyesi, müdürü, müdür yardımcısı değildir.
- iii. Büyük hissedar ya da büyük hissedarların temsilci ya da akrabaları değildir.
- iv. Son iki sene içerisinde borsaya kayıtlı şirketin hukuki danışmanlık ya da denetleme şirketlerinde çalışmamıştır.
- v. Son iki sene içerisinde işlemlerin %30'undan fazlasından sorumlu olan tedarikçiler ya da müşteriler değildir.

Sahiplik konsantrasyonu da şirket performansı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olan önemli bir faktör olarak görülmektedir. Short ve Keasey (1998) ve Cui ve Mark (2003) şirket performansı üzerine gerçekleştirdikleri çalışmada sahiplik etkisinin sahiplik düzeyine bağlı olarak firmadan firmaya farklılık gösterdiğini ortaya koymuştur. Dolayısıyla bu çalışmada sahiplik, kurumsal yönetimi temsil etmek için kullanılmıştır.

### 3.2.3. Kontrol Değişkenleri

Teoride Zahra ve Pearce (1989) şirket büyüklüğünün kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi açıklamaktaki önemli görevine değinmiştir. Şirket büyüklüğüne uygun bir yönetim ve yönetim kurulu oluşturmak gerekmektedir. Bhagat ve Black (1999), Cui ve Mark (2003) gibi birçok deneysel çalışmada şirket büyüklüğü şirketin özelliklerini kontrol etmekte popüler bir hal almıştır. Joh (2003) şirket performansının finansal kaldıraç ve büyüklüğe bağlı olduğunu düşünmüştür. Bu çalışmada, satışlar ve toplam aktif devir hızı temsili değişken olarak kullanılmıştır.

### 3.3. METODOLOJİ

Bu çalışma, kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi indirgemek için OLS kullanmaktadır.

#### Model 1

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DUAL_{i,t} + \alpha_2 OWNCEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 OWNBOARD_{i,t} + \alpha_5 INDE_{i,t} + \alpha_6 SALE_{i,t} + \alpha_7 TURNOVER_{i,t} + \alpha_8 dumindui + \epsilon_{i,t}$$

#### Model 2

$$ROE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DUAL_{i,t} + \alpha_2 OWNCEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 OWNBOARD_{i,t} + \alpha_5 INDE_{i,t} + \alpha_6 SALE_{i,t} + \alpha_7 TURNOVER_{i,t} + \alpha_8 dumindui + \epsilon_{i,t}$$

#### Model 3

$$Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DUAL_{i,t} + \alpha_2 OWNCEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 OWNBOARD_{i,t} + \alpha_5 INDE_{i,t} + \alpha_6 SALE_{i,t} + \alpha_7 TURNOVER_{i,t} + \alpha_8 dumindui + \epsilon_{i,t}$$

#### Model 4

$$ZSCORE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DUAL_{i,t} + \alpha_2 OWNCEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 OWNBOARD_{i,t} + \alpha_5 INDE_{i,t} + \alpha_6 SALE_{i,t} + \alpha_7 TURNOVER_{i,t} + \alpha_8 dumindui + \epsilon_{i,t}$$



#### 4. VERİ ANALIZI VE DENEYSEL SONUÇLAR

##### 4.1. Veri İstatistikleri

Aşağıdaki tabloda bağımsız ve bağımlı değişkenlerin maksimum değer ve minimum değer, standart sapma, ortalama değerleri ve gözlem sayısı da dâhil olmak üzere bu çalışmada kullanılan veri kümesinin özelliklerini göstermektedir. Bu tabloda HOSE’de kayıtlı şirketlerin mali bilanço ve kurumsal yönetim bilgilerinin bir özeti verilmiştir.

**Tablo 2.** Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Değişken	Gözlemlenen	Ort.	Standart Sap.	Min	Maks
ROA (%)	752	8.243	9.340	-31.723	95.212
ROE (%)	752	15.899	16.205	-96.965	116.291
Q	680	0.739	9.928	-256.152	21.394
ZSCORE	736	1.681	3.103	-2.681	33.017
DUAL	752	0.429	0.495	0	1
OWNCEO (%)	752	6.734	12.936	0	72.852
SIZE	752	5.658	1.180	3	12
OWNBOARD (%)	752	15.845	19.183	0	100
INDE	751	0.042	0.103	0	0.6
SALE (1000 milyar VND)	752	1.62	4.11	0.343	68.3
TURNOVER	752	1.191	1.272	0.002	10.368

ROA'nın standart sapması %9.340 ve ortalama değeri %8.243 iken bu rakamlar ROE için sırasıyla %16.205 ve %15.899'dur. Tobin'in Q oranı, ortalaması 0.739 olmak üzere minimum (-256.15) ve maksimum (21.394) değeri arasında geniş bir aralığa sahiptir. Q ile benzer şekilde ZSCORE da HOSE’de kayıtlı Vietnamlı şirketlerde düşük performans ortaya koymaktadır. Ortalaması 1.681 ve standart sapması 3.103 iken minimum değeri -2.681 ve maksimum değeri 33.017'dir. Genel olarak CEO'nun ve Yönetim Kurulunun sahiplik düzeyleri %6.734 ve %15.845 ile oldukça düşük iken maksimum değerleri son derece yüksektir. CEO'nun sahiplik düzeyi %72.852 iken Yönetim Kurulunun sahiplik düzeyi %100'dür.

Tablo 3'te bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon verilmiştir. Açıklayıcı değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olmadığı net bir şekilde görülmektedir. Korelasyon matrisinin maksimum katsayısı yönetim kurulu sahipliği ve CEO sahipliği arasındaki ilişki ile 0.71'dir. Buna ek olarak VIF (Varyans Enflasyon Faktörü) faktörü de Tablo 3'te verilmiştir. Genel olarak, VIF faktörleri 10'dan daha azdır ve maksimum değeri 2.4'tür. Bu da bu modelin çoklu bağımlılık sorunu içermediği anlamına gelmektedir.

**Tablo 3.** Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi

Değişkenler	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	VIF	VIF
(1) ROA	1												-
(2) ROE	0.86	1											-
(3) Q	0.06	0.06	1										-
(4) ZSCORE	0.14	0.1	-0.07	1									-
(5) DUAL	0.04	0.03	0.03	0.06	1								1.34
(6) OWNCEO	-0.11	-0.07	0.02	-0.11	0.44	1							2.4
(7) SIZE	0	0	0.03	-0.09	-0.01	-0.07	1						1.04
(8) OWNBOARD	-0.11	-0.04	-0.01	-0.1	0.19	0.71	0.03	1					1.92
(9) INDE	-0.06	0	-0.06	-0.01	-0.01	0.12	0.04	0.08	1				1.02
(10) SALE	0.15	0.15	0.03	0.12	-0.02	-0.03	0.1	-0.02	0	1			1.04
(11) TURNOVER	0.09	0.11	0.03	0.59	0.08	-0.1	-0.12	-0.12	0	0.18	1		1.07

##### 4.2. Regresyon ve Tartışma

OLS regresyon modellerinde en sık rastlanan iki problemin test sonuçları Tablo 4'te verilmiştir. heteroskedastisite ve otokorelasyon. Ki-Karenin 0.000 olması nedeniyle Panel A bütün modellerin

heteroskedastisiteye sahip olduğunu gösterirken Panel B, denklem (1) ve (2)'de otokorelasyon olduğunu ortaya koymaktadır.

Table 4. Heteroskedastisite ve Otokorelasyon Testleri

<b>Panel A Breusch-Pagan / Cook-Weisberg heteroskedastisite testi</b>			
<b>Denklem (1)</b>	<b>Denklem (2)</b>	<b>Denklem (3)</b>	<b>Denklem (4)</b>
Ki-Kare 90.180	6.530	5607.060	261.190
Olasılık > Ki-Kare 0.000	0.010	0.000	0.000
<b>Panel B Breusch-Godfrey LM otokorelasyon testi</b>			
<b>Denklem (1)</b>	<b>Denklem (2)</b>	<b>Denklem (3)</b>	<b>Denklem (4)</b>
Ki-Kare 20.334	52.621	0.395	0.245
Olasılık > Ki-Kare 0.000	0.000	0.529	0.621

OLS modelinin bazı noktalarda yetersiz kalması nedeniyle bir bağımlı değişkenin bağımsız değişkenlere regresyonunda uygulanabilir genelleştirilmiş En Küçük Kareler (FGLS) modeli geliştirilmiştir. Wooldridge (2002), FGLS'nin panel tarihi için daha uygun olduğunu ve sabit ya da rastgele etkili OLS fark etmeksizin (ekonomik araştırmalarda popüler olan iki model) OLS havuzundan daha avantajlı olduğunu öne sürmektedir. OLS'nin dezavantajı ise modelde heteroskedastisite ve/veya otokorelasyon olması halinde katsayıda sapma olmasıdır. Rastgele veya sabit etkili OLS için bu modelin varsayımı bağımsız değişkenler ve hata terimi arasındaki kovaryansın sıfır olmasıdır. Bununla birlikte, heteroskedastisite, otokorelasyon veya bağımsız değişkenler ve hata terimi arasında sıfırdan farklı kovaryans durumunda FGLS için yukarıdaki iki modelden daha iyi sonuçlar vermektedir.

Bölüm 2'deki deneysel taramaya bağlı olarak yönetsel sahiplik ile şirket performansı arasındaki ilişkide yapısal bir değişiklik olması beklenmektedir. Dolayısıyla bunu test etmek amacıyla CEO ve yönetim kurulunun sahiplik düzeyini kontrol için iki kukla değişken dâhil edilmiştir. Modelin sistemi şu şekildedir:

#### **Model 5**

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DUAL_{i,t} + \alpha_2 OWNCEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 OWNBOARD_{i,t} + \alpha_5 INDE_{i,t} + \alpha_6 SALE_{i,t} + \alpha_7 TURNOVER_{i,t} + \alpha_8 dumindui + \epsilon_{i,t}$$

#### **Model 6**

$$ROE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DUAL_{i,t} + \alpha_2 OWNCEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 OWNBOARD_{i,t} + \alpha_5 INDE_{i,t} + \alpha_6 SALE_{i,t} + \alpha_7 TURNOVER_{i,t} + \alpha_8 dumindui + \epsilon_{i,t}$$

#### **Model 7**

$$Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DUAL_{i,t} + \alpha_2 OWNCEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 OWNBOARD_{i,t} + \alpha_5 INDE_{i,t} + \alpha_6 SALE_{i,t} + \alpha_7 TURNOVER_{i,t} + \alpha_8 dumindui + \epsilon_{i,t}$$

#### **Model 8**

$$ZSCORE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DUAL_{i,t} + \alpha_2 OWNCEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 OWNBOARD_{i,t} + \alpha_5 INDE_{i,t} + \alpha_6 SALE_{i,t} + \alpha_7 TURNOVER_{i,t} + \alpha_8 dumindui + \epsilon_{i,t}$$

**Tablo 5. FGLS Kullanılarak Elde Edilen Sonuçlar  
Bağımlı Değişkenler**

<i>Model</i>	<b>ROA (1)</b>	<b>ROE (2)</b>	<b>Q (3)</b>	<b>ZSCORE (4)</b>	<b>ROA (5)</b>	<b>ROE (6)</b>	<b>Q (7)</b>	<b>ZSCORE (8)</b>
<b>DUAL</b>	1.726 **	1.533	0.635	0.133	0.755	0.283	0.943	- 0.049
<b>OWNCEO</b>	- 0.135 *	- 0.196 *	0.039	- 0.037 *				
<b>SIZE</b>	0.232	0.409	0.426	- 0.076	0.331	0.536	0.387	- 0.057
<b>OWNBOARD</b>	0.058 **	0.107 **	- 0.017	0.028 *				
<b>INDE</b>	- 3.220	1.579	- 7.767 **	3.804 *	- 4.467	- 0.149	- 7.558 ***	3.502 *
<b>SALE</b>	0.000	0.005	0.000	0.000	0.000	0.005	0.000	0.000
<b>DOWNCEO</b>					- 3.019 ***	- 5.615 ***	- 1.123	- 1.291 **
<b>DOWNBOARD</b>					2.151 **	4.965 **	1.488	1.296 *
<b>TURNOVER</b>	0.864	1.846	0.123	0.851	0.979	2.006	0.141	0.872
<b>Dumindu</b>	Sektör kontrol	Sektör kontrol	Sektör kontrol	Sektör kontrol	Sektör kontrol	Sektör kontrol	Sektör kontrol	Sektör kontrol

Not. \* %1'de anlamlı düzeye işaret etmektedir;

\*\* %5'te anlamlı düzeye işaret etmektedir;

\*\*\* %10'da anlamlı düzeye işaret etmektedir.

#### 4.2.1. CEO Özelliklerinin Şirket Performansı Üzerindeki Etkisi

Tablo 5'te CEO ikiliğinin ROA ile %95 güvenilirlik düzeyi ile ölçülen şirket performansı ile pozitif korelasyona sahip olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte ROE, Tobin Q ve Z-skoru modeli bakımından ikilik anlamlı bir sonuç vermemektedir, her durumda katsayının işareti pozitifdir. Bu sonuçlar, CEO'nun yönetim kurulu başkanı olarak üstlendiği rolün şirketi daha etkin şekilde kontrol ettiğini vurgulayan temsil teorisini desteklemektedir. Davis, Schoorman ve Donaldson (1997) ikiliğin şirket performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. CEO'lar hisse senedinin piyasa değerinden etkilenmeyen, başarı ve motivasyonu da içeren içsel değer ile ilgilenmektedir. Bununla birlikte, yönetim kurulu başkanlığı ile birlikte CEO'luk görevi, CEO'nun işletmeyi bütünüyle daha iyi anlamasına ve daha doğru kararlar vermesine yardımcı olmaktadır. CEO ikiliği ve şirket performansının neden pozitif korelasyonlu olduğunun mantıklı açıklamasını sunmaktadır.

#### 4.2.2. Yönetim Kurulu Özerkliğinin Şirket Performansı Üzerindeki Etkisi

Yönetim kurulu kompozisyonu bakımından bu çalışma, şirket performansının dört ölçütü için kurul büyüklüğü ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi destekleyen bulgulara ulaşmakta başarısız olmuştur. Bu çalışmada elde edilen bulgular, kurul büyüklüğü ile şirket performansı arasında negatif korelasyon olduğunu ortaya koyan Eisenberg, Sundgren ve Wells (1997) ve yönetim kurulunun iç ve dış ticari şartları yansıtmadaki rolünü vurgulayan Muth ve Donaldson (1998) da dahil olmak üzere önceki çalışmalardan farklılık göstermektedir. Bu çalışmalar, iç ve dış yöneticiler açısından tamamlayıcı olması nedeniyle her bir şirketin içinde bulunduğu duruma bağlı olarak optimal bir yönetim kurulu büyüklüğünün var olduğunu varsaymıştır. Araştırmamızda elde ettiğimiz bu sonuç, Bhagat ve Black'ın (1999) yönetim kurulu büyüklüğünün şirket performansını artırdığına dair hiçbir ikna edici kanıt olmadığı doğrultusundaki sonucu ile benzerlik göstermektedir. Belki de Vietnam'da kurul büyüklüğü ve şirket performansı arasındaki ilişki kurul büyüklüğünün şirketleri yönetmekteki rolünü yansıtmamaktadır. Şirket performansı üzerinde herhangi bir etki yaratmamıştır.

Diğer açıklayıcı değişkenler için (dış üyelerin oranı) Tobin'in Q oranı ve Z-skoru arasında her iki yönde anlamlı bir korelasyon bulunmaktadır. Tobin'in Q oranı için negatif ve Z-skoru için pozitifdir. Anlamlı düzey sırasıyla %5 ve %1'dir. Bu sonuç, Klein'in (1998) iç üyelerin rolünün önemini vurgulayan çalışmasıyla benzerlik göstermektedir. Piyasa değeri, yatırımcıların kurumsal yönetim ve şirket performansı ile ilgili bilgilerdeki değişime verdikleri tepkiyi temsil etmektedir. Vietnam borsasında yatırımcılar, bu gibi değişikliklerin kötü sorunların bir sonucu olduğunu varsaymaları nedeniyle genellikle üst düzey yönetim değişikliklerine olumsuz tepki verirler. İlk olarak, yönetim kurulunda üst düzey yönetici ve üst düzey yönetici olmayanlar arasında tamamlayıcılık ve işbirliği bulunmamaktadır. İkinci olarak ise daha büyük kurul boyutu, büyük

hissedarlardan birçok sayıda bağımsız üye anlamına gelmektedir. Üst düzey yönetici olmamaları nedeniyle şirketin durumunu anlayamazlar. Bununla birlikte bu çalışmadan Z-skoru ile elde edilen deneysel sonuca göre hisse senedinin piyasa değeri, şirket performansının belirlenmesinde gerekli olan mali oranlar dizisinin sadece bir bileşenidir. Bu durumda dış yönetim kurulu üyeleri, Z-skoru ile temsil edildiği üzere şirket performansı ile pozitif ilişkiye sahiptir. Böylelikle, şirket performansının muhasebe ölçütleri kullanılarak temsil edilmesi halinde yönetim kurulunun özerkliği ile şirket performansının pozitif korelasyona sahip olduğu bulgusuna ulaşılmaktadır.

#### 4.2.3. Sahiplik Konsantrasyonunun Şirket Performansı Üzerindeki Etkisi

Model 1, 2 ve 4, şirket performansı ROA, ROE ve Z-Skoru ile temsil edildiği zaman, yönetim kurulu sahipliğinin şirket performansı ile pozitif ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu katsayı özellikle %5 ve %1'de son derece anlamlıdır. Şirket performansının bu üç ölçütü (ROA, ROE, Z-Skoru) için negatif CEO sahipliği katsayısı ile kanıtlanmıştır. Araştırmadaki bu yeni bulgu, yönetsel sahiplik ve şirket performansı arasındaki ilişkide yapısal değişim olmasıdır. Model 6, 7 ve 8, CEO'nun elinde tuttuğu hisse yüzdesi %0 ile %30 arasında iken CEO'nun sahipliğinin şirket performansı üzerindeki pozitif etkisini ortaya koymaktadır. Bunun ardından sahiplikteki artış firma performansını az da olsa düşmesine neden olur. Buna karşın, yönetim kurulunun hissesi %0'dan %35'e yükseldiği zaman şirket performansı düşmektedir. Bununla birlikte daha yüksek sahiplik düzeyinde performans artmaktadır.

Vietnam'da CEO'ların ellerinde tuttukları hisse yüzdesinin görece düşük olması nedeniyle CEO'nun sahipliği bakımından hisseler, CEO'nun yönetim ve performansı artırmada konusundaki rolünü desteklememektedir. Bununla birlikte, Vietnam'da 2008 ve 2012 tarihleri arasında borsanın durumu global mali kriz sonrası sıkıntılı bir dönemi yansıtmaktadır. Dolayısıyla hisse senetlerinden elde edilen kazanç önemli değildir. Buna ek olarak, düşük sahiplik düzeyi yıllık genel kurul toplantılarında CEO'nun oy hakkının zayıf olmasına neden olur. Bu durum CEO'nun yetkinliğini teşvik etmemektedir. Bununla birlikte bu çalışma, CEO'nun sahipliğinin %30'dan yüksek olması halinde şirket performansı üzerinde negatif etkiye sahip olması nedeniyle CEO'nun sahipliğinin %30'un altında tutulması gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu sonuç Short ve Keasey'in (1998) çalışmasından elde edilen bulgularla benzerlik göstererek düşük yüzdeyle hisse sahibi olması halinde çıkarılarda uyum ve yüksek düzeyde ise kendi çıkarını koruma eğilimini ortaya koymaktadır.

Yönetim kurulu açısından bu çalışmanın başlıca bulgusu yönetim kurulunun sahipliği ile şirket performansı arasında yapısal bir değişim olduğudur.

Detaylandırmak gerekirse, bu faktörün etkisi CEO'nun sahipliğinin aksi yönündedir. Bu da yönetim kurulunun hissesinin, sahipliğin %0'dan %35'e çıkması halinde şirket performansını negatif etkilediği ve bundan sonra ise sahiplikteki artışın devam etmesiyle şirket performansının arttığı anlamına gelmektedir. Bu ilişki düşük sahiplik düzeyinde üyelerin hatalı kararlar almış olduğu şeklinde yorumlanabilir. Diğer yandan ise daha yüksek sahiplik düzeyinde bu sonuçlar, yönetim kurulu üyelerinin sahiplik yoluyla şirket ile güçlü bağlara sahip olmaları halinde şirket çıkarları doğrultusunda hareket ettiğini ortaya koyan Davis, Schoorman ve Donaldson'ın (1997) temsil teorisini destekler niteliktedir. Bu durum işlem maliyetlerini düşürür ve faaliyet verimliliğini artırır.

## 5. SONUÇLAR VE ÇIKARIMLAR

Bu çalışmanın başlıca bulguları kurumsal yönetişimin şirket performansı üzerinde çeşitli etkilerini ortaya koymaktadır. İlk olarak, bu çalışma CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olarak hizmet verdiği CEO ikiliğinin şirket performansını artırmadaki rolünü doğrulayan temsil teorisini desteklemektedir. İkincisi ise CEO'nun ve yönetim kurulunun sahipliğinin şirket performansı üzerindeki etkisinin sahiplik düzeyine göre değişiklik göstermesidir. Üçüncü olarak, bu deneysel çalışma yönetim kurulu büyüklüğü ile şirket performansı arasında anlamlı bir ilişki olduğunu doğrulamakta başarısız olmuştur. Son olarak, bu çalışmanın en ilgi çekici bulgusu yönetim kurulunun özerkliğinin şirket performansı üzerinde farklı ölçütlere göre farklı etkilere sahip olmasıdır.

Bu deneysel çalışma kurumsal yönetişimin iyileştirilmesi ile şirket performansını artırmak açısından borsaya kayıtlı şirketler için çözümler önermektedir. Deneysel sonuçlara bağlı olarak kurumsal yönetişimin çıkarabileceği dersler ortaya koyulmuştur. Borsaya kayıtlı şirketler, şirketin yönetimi ve denetlenmesinde CEO'nun rolü üzerine odaklanmalıdır. CEO'nun yönetim kurulu başkanı olması idealdir. Buna ek olarak, düşük düzeylerde sahipliğin CEO'yu şirket performansını artırmaya teşvik etmediği ve yönetim kurulunun CEO'ya nakit yerine hisse senedi ile ödeme yapması gerektiği ortaya koyulmuştur. Sahiplik oy hakkını temsil etmektedir. Daha fazla oy hakkına sahip bir CEO şirket performansı için iyi kararlar verecektir. Yönetim kurulu için sahiplik daha düşük tutulmalıdır, çünkü bu seviyede yönetim kurulu ve şirketlerin çıkarları uyumludur.

#### KAYNAKLAR

- ABIDIN, Z. Z., KAMAL, N. M., & JUSOFF, K. (2009). Board structure and corporate performance in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 1(1), 150.
- ALTMAN, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609. <http://dx.doi.org/10.2307/2978933>
- BALIGA, B., MOYER, R. C., & RAO, R. S. (1996). CEO duality and firm performance what's the fuss. *Strategic Management Journal*, 17(1), 41-53. [http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199601\)17:1<41:AID-SMJ784>3.0.CO;2-#](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199601)17:1<41:AID-SMJ784>3.0.CO;2-#)
- BHAGAT, S., & BLACK, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*, 921-963. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.11417>
- BHAGAT, S., & BLACK, B. (2000). *Board independence and long-term firm performance*. Unpublished paper, University of Colorado. Retrieved from <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/bb-022300.pdf>
- BHAGAT, S., & BOLTON, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14 (3), 257-273. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- BOYD, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16 (4), 301-312. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.4250160404>
- BRAINARD, W. C., & TOBIN, J. (1968). Pitfalls in financial model building. *The American Economic Review*, 58(2), 99-122.
- BROWN, L., & CAYLOR, M. (2004). Corporate governance and firm performance. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.586423>
- CUI, H., & MAK, Y. T. (2002). The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms. *Journal of Corporate Finance*, 8(4), 313-336. [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00047-5](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00047-5)
- DAVIS, J. H., SCHOORMAN, F. D., & DONALDSON, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47. <http://dx.doi.org/10.5465/AMR.1997.9707180258>
- EISENBERG, T., SUNDGREN, S., & WELLS, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35-54. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00003-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00003-8)
- FPT Securities' Website. (2014). Retrieved from [http://www.fpts.com.vn/Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. \(1991\). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. \*Financial Management\*, 101-112. <http://dx.doi.org/10.2307/3665716>](http://www.fpts.com.vn/Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. Financial Management, 101-112. http://dx.doi.org/10.2307/3665716)
- HILLMAN, A. J., & DALZIEL, T. (2003). Boards of directors and firm performance Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396. <http://dx.doi.org/10.5465/AMR.2003.10196729>
- HOSE's Website. (2014). Retrieved from <http://www.hsx.vn/hsx/Default.aspx>

- JOH, S. W. (2003). Corporate governance and firm profitability evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, 68 (2), 287–322. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00068-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00068-0)
- KLAPPER, L. F., & LOVE, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10 (5), 703–728. [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- KLEIN, A. (1998). Firm Performance and Board Committee Structure 1. *The Journal of Law and Economics*, 41 (1), 275–304. <http://dx.doi.org/10.1086/467391>
- LE MINH, T., & WALKER, G. (2008). Corporate governance of listed companies in Vietnam. *Bond Law Review*, 20(2), 6. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1696313>
- MINISTRY of FINANCE. (2012). TT-BTC regulations for corporate governance at listed companies. Retrieved from <http://thuvienphapluat.vn/archive/Thong-tu-121-2012-TT-BTC-quy-dinh-quan-tri-cong-ty-ap-dung-cho-con-g-ty-dai-chung-vb145477.aspx>
- MORCK, R., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W. (1988). Management ownership and market valuation An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- MUTH, M., & DONALDSON, L. (1998). Stewardship theory and board structure a contingency approach. *Corporate Governance An International Review*, 6(1), 5–28. <http://dx.doi.org/10.1111/1467-8683.00076>
- NGUYEN, N. D. (2008). *Corporate governance in Vietnam: regulations, practices and problems*. Retrieved from <http://www.smegtz.org.vn/Portals/0/AnPham/CORPORATE%20GOVERNANCE%20IN%20VIETNAM.pdf>
- PFEFFER, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors. The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 218–228. <http://dx.doi.org/10.2307/2393956>
- Prime Minister of Socialist Republic of Vietnam. (2007). Converting Hochiminh Stock Center into Ho Chi Minh City Stock Exchange. Retrieved from [http://chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class\\_id=1&mode=detail&document\\_id=24536](http://chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class_id=1&mode=detail&document_id=24536)
- RECHNER, P. L., & DALTON, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance. A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155–160. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.4250120206>
- ROSENSTEIN, S., & WYATT, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 175–191. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90002-H](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(90)90002-H)
- SHORT, H., & KEASEY, K. (1999). Managerial Ownership and the Performance of Firms Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 5(1), 79–101. [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(98\)00016-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(98)00016-9)
- VO, H. D., & PHAN, B. G. T. (2013a). Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Listed companies on Ho Chi Minh City Stock Exchange. *UEH Journal of Economic Development*, 275, 1–15.
- VO, H. D., & PHAN, B. G. T. (2013b). Woman member in board of directors and firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *Banking Journal*, 85, 21–30.
- VO, H. D., & PHAN, B. G. T. (2013c). The role of CEO duality, experience of board and growth opportunity on firm performance. *Open University Journal*, 3(31), 52–65.
- VO, H. D., & PHAN, B. G. T. (2013d). *The relationship between corporate governance and firm performance*. Unpublished paper, Ho Chi Minh City Open University.

- WILLIAMSON, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *The Journal of Finance*, 43(3), 567–591.<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04592.x>
- WOOLDRIDGE, J. M. (2002). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (2nd ed.). South-Western College.
- ZAHRA, S. A., & PEARCE, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance. A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291–334.<http://dx.doi.org/10.1177/014920638901500208>